

Ensayos Económicos

Reimaginando la banca central

Perry Mehrling

El debate sobre la supervisión financiera integrada:

¿Qué hay de nuevo?

Edgardo Demaestri y Gustavo Ferro

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente

Jorge Carrera, Esteban Rodríguez y Mariano Sardi

Banca pública, banca privada y crisis: el Banco de la Nación Argentina como prestamista de última instancia entre la Primera Guerra Mundial y la posguerra

Andrés Regalsky y Mariano Iglesias

El debate sobre las crisis de subconsumo en la economía política clásica

Manuel Calderón

Jornadas Monetarias y Bancarias 2015

Premio Prebisch

Pateando el tablero: los países emergentes como dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones

Germán Reyes y Facundo Sirimarco

Ganadores de los trabajos de la edición 2015

72

Junio de 2015



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Ensayos Económicos | 72

Editor

Jorge Carrera

Comité Editorial

José María Fanelli

Ricardo Ffrench-Davis

Javier Finkman

Daniel Heymann

Jan Kregel

José Antonio Ocampo

Julio H. G. Olivera

Mario Tonveronachi

Secretario Ejecutivo

Federico Grillo



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 0325-3937

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266 / Edificio Central Piso 8, Oficina 802
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582/3814 / Fax: (+5411) 4348-3794
Email: investig@bcra.gob.ar / <http://www.bcra.gob.ar>

Fecha de publicación: Agosto 2015

Queda hecho el depósito que establece la Ley 11.723.

Diseño de tapa e interior | Diseño e Imagen Institucional,
Gerencia de Cultura Institucional, BCRA
Diagramación | Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA

Impreso en Imprenta El Faro.
Mar del Plata, Argentina, Agosto 2015
Tirada de 2.700 ejemplares.

Ensayos Económicos es una revista destinada a promover la difusión de trabajos empíricos y teóricos de carácter académico. Sus artículos están sujetos a referato independiente de carácter anónimo. Las opiniones vertidas son exclusiva responsabilidad de los autores y no se corresponden necesariamente con la visión institucional del BCRA o de sus autoridades.

Publicación de distribución gratuita. Prohibida su venta.

No se permite la reproducción parcial o total, el almacenamiento, el alquiler, la transmisión o la transformación de este libro, en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico o mecánico, mediante fotocopias, digitalización u otros métodos, sin el permiso previo y escrito del editor. Su infracción está penada por las leyes 11.723 y 25.446.

Buenos Aires, 27 de agosto de 2015

En el primer trabajo de esta nueva edición de Ensayos Económicos, Mehrling (Universidad de Columbia) plantea que la crisis financiera global ha llevado a la necesidad de reimaginar la tarea de los bancos centrales en sus tres aspectos más relevantes: prestamista de última instancia, regulación y supervisión, y política monetaria para la estabilización macroeconómica; y que este desafío no es sólo técnico sino que también es de economía política.

En el siguiente trabajo, Demaestri (BID) y Ferro (Instituto de Economía UADE y CONICET) analizan los argumentos a favor y en contra de la integración de la supervisión del sistema financiero, el rol del banco central en la supervisión financiera y la discusión posterior a la crisis global de 2008.

En el tercer artículo, Carrera, Rodríguez y Sardi (BCRA) analizan la relación entre desigualdad y cuenta corriente, discutiendo el rol del sistema financiero en la interacción entre estas variables. Los autores concluyen que un empeoramiento en la distribución personal del ingreso está asociado con un menor saldo de cuenta corriente, y que esta relación depende de las características estructurales e idiosincrásicas de cada economía.

Luego, Regalsky (CONICET, UNLujan y UNTres de Febrero) e Iglesias (BCRA) estudian el papel del Banco de la Nación Argentina como prestamista de última instancia entre la Primera Guerra Mundial y la posguerra, el cual anticipa las funciones que tendría el Banco Central a partir de su creación en 1935.

En el quinto artículo, Calderón (UCEMA, UNLP y UBA) analiza el debate sobre las crisis de subconsumo de principios de siglo XIX entre Ricardo, Say, Sismondi y Malthus, el cual ha dado origen a dos tradiciones de pensamiento económico que continúan en el presente: una basada en el principio de la estabilidad y la autorregulación de los mercados y la otra basada en el principio de la desigualdad entre la producción, el ingreso y el gasto agregados.

El 4 y 5 de junio se realizaron las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, donde expusieron 24 invitados externos en 7 paneles. Un breve resumen de las presentaciones podrá encontrarse en este número para los que deseen repasar los contenidos de las exposiciones o para los que no hayan podido participar del evento.

En la sección del Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch”, presentamos uno de los trabajos ganadores de la séptima edición correspondiente a 2013. Se trata del trabajo ganador del 1er. premio (compartido) de la categoría “Estudiantes Universitarios” realizado por Reyes (UNLP) y Sirimarco (UNLP, UNSAM), en el cual estudian la mejora del desempeño de las economías emergentes con respecto a los países desarrollados en los últimos años y como esto derivó en un rol más preponderante de los primeros en las instituciones de gobernanza global, como el G20.

También en este número anunciamos los ganadores del 9° Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch” del año 2015 en sus tres categorías: Estudiantes, Jóvenes Profesionales y Tesis de Doctorado.

Como parte de las conmemoraciones por los 80 años del BCRA se homenajeó a un ilustre exfuncionario de la institución, al Profesor Julio H. G. Olivera, por su destacada trayectoria y su importante contribución a las Ciencias Económicas. En este sentido es un honor anunciar la incorporación del Profesor Olivera al Comité Editorial de la revista.

Quisiera recordarles a nuestros lectores que Ensayos Económicos se encuentra indizada en el Núcleo Básico de Revistas Científicas Argentinas del CONICET, y en las bases de publicaciones EBSCO, EconLit (Asociación Americana de Economía) y RePEc. Los principales sitios web que divulgan la información de esta última base de datos son: IDEAS (<http://ideas.repec.org>) y Econpapers (<http://econpapers.repec.org>).

A modo de cierre, reitero la invitación a todos aquellos interesados en enviar sus artículos académicos para ser publicados en nuestra revista y para contribuir a enriquecer la discusión sobre economía y política económica en nuestro país. Las pautas para la publicación de trabajos se encuentran al final de la publicación.



Jorge Carrera
Subgerente General de
Investigaciones Económicas

Índice

- 7 Reimaginando la banca central**
Perry Mehrling

- 27 El debate sobre la supervisión financiera integrada:
¿Qué hay de nuevo?**
Edgardo Demaestri y Gustavo Ferro

- 59 Desigualdad, profundidad financiera e impacto
en la cuenta corriente**
Jorge Carrera, Esteban Rodríguez y Mariano Sardi

- 103 Banca pública, banca privada y crisis: el Banco de la Nación
Argentina como prestamista de última instancia
entre la Primera Guerra Mundial y la posguerra**
Andrés Regalsky y Mariano Iglesias

- 139 El debate sobre las crisis de subconsumo en la economía
política clásica**
Manuel Calderón

- 165 *Jornadas Monetarias y Bancarias 2015* / Síntesis de las
presentaciones**

- 185 *Premio Prebisch* / Pateando el tablero: los países
emergentes como dinamizadores de la economía
internacional y sus instituciones**
Germán Reyes y Facundo Sirimarco

- 215 *Premio Prebisch* / Ganadores de los trabajos
de la edición 2015**

- 217 Pautas generales para la presentación de trabajos técnicos**

Reimaginando la banca central

Perry Mehrling*

Institute for New Economic Thinking
Barnard College, Universidad de Columbia

Resumen

La crisis financiera global ha dejado en claro la necesidad de un respaldo de última instancia para el nuevo sistema emergente de crédito basado en el mercado. En tiempos normales el banco central respalda al mercado, y sólo en tiempos de crisis se convierte en el mercado. Asumir esta nueva responsabilidad inevitablemente implica asumir también la responsabilidad de garantizar la robustez del sistema de operadores privados por medio de la regulación y supervisión, para reducir la probabilidad de que sea necesario contar con el respaldo de última instancia. La discusión sobre el rol de los bancos centrales comúnmente distingue tres áreas de responsabilidad: prestamista de última instancia, regulación y supervisión, y política monetaria para la estabilización macroeconómica. Por lo tanto, es lógico organizar la tarea de reimaginar preguntándonos de qué manera la globalización financiera emergente desafía la función de los bancos centrales en cada una de estas tres dimensiones. Reimaginar la tarea de los bancos centrales es un desafío técnico que requiere un compromiso sostenido con las realidades institucionales de los mercados monetarios modernos, tanto a nivel local como internacional. Pero también es un desafío de economía política porque implica reimaginar la interrelación que existe entre la asistencia del banco central y el sistema de operadores privados, así como la interrelación entre el interés monetario y el interés público, y también entre el interés público nacional y el global.

Clasificación JEL: G2, L5.

Palabras clave: banco central, crisis financiera, política monetaria, mercados de capitales, regulación y supervisión, *shadow banking*.

* Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: pmehrling@barnard.edu.

Re-imagining Central Banking

Perry Mehrling

Institute for New Economic Thinking
Barnard College, Columbia University

Summary

The global financial crisis has revealed to all the necessity of last resort support for the emerging new system of market-based credit. In normal times the central bank supports the market; only in crisis times does it become the market. Embracing this new responsibility inevitably involves embracing also the responsibility for ensuring robustness of the private dealer system through regulation and supervision, in order to reduce the probability that last resort support will be needed. Discussion about the role of central banking commonly distinguishes three areas of responsibility: lender of last resort, regulation and supervision, and monetary policy for macroeconomic stabilization. It is natural therefore to organize the re-imagination task by asking how emergent financial globalization challenges the role of central banks in each of these three dimensions. Re-imagining central banking is a technical challenge, requiring sustained engagement with the institutional realities of modern money markets, both domestic and international. But it is also a political economic challenge. Re-imagining central banking is fundamentally about re-imagining the interface between the central bank backstop and the private profit-seeking dealer system, as well as the interface between each individual central bank and the larger international monetary system. It is about re-imagining the interface between the money interest and the public interest, as well as the interface between national and global public interest.

JEL: E58, F33, G01, G18.

Keywords: capital markets, central bank, financial crisis, monetary policy, regulation and supervision, shadow banking.

I. ¿Por qué necesitamos volver a imaginar la banca central?

La urgencia de la tarea surge, como es obvio, de la experiencia que nos dejó la reciente crisis financiera global, durante la cual los bancos centrales intervinieron de maneras absolutamente nuevas y en un grado muy superior al de toda su historia, al menos en tiempos de paz. Durante el proceso, los bancos centrales inventaron nuevas herramientas, porque las antiguas y conocidas no estaban funcionando. Ahora que la crisis ha terminado queda la importante tarea intelectual de entender cómo se adaptan estas nuevas herramientas a las utilizadas antes de la crisis. En este sentido, Borio y Disyatat (2009) diferencian entre la antigua “política de tasa de interés” y la nueva “política de manejo del balance”, instándonos a entender a esta última, por un lado, como nada más que una extensión de las técnicas tradicionales de intervención cambiaria a un grupo más amplio de activos financieros y, por el otro, como nada menos que el uso del balance del banco central para implementar una política de administración de la deuda que tradicionalmente recae en el Tesoro. El presente trabajo puede interpretarse en parte como una reconsideración crítica pero también empática de esta evaluación temprana.

Pero el desafío de reimaginar la tarea de los bancos centrales no se debe solo a la crisis. En retrospectiva, la crisis puede ser vista como la primera prueba completa del sistema emergente de globalización financiera que se venía construyendo paso a paso desde hacía tres décadas, por lo menos. La dimensión “financiera” de esta construcción ha significado la integración siempre creciente de los mercados de capitales con los mercados monetarios. El llamado “*shadow banking*”, que implica el financiamiento de los préstamos del mercado de capitales a través del mercado monetario, es la forma institucional por antonomasia de esta nueva construcción (Mehrling *et al.*, 2013). En tanto, la dimensión de la “globalización” ha implicado la integración siempre creciente de los mercados de dinero de todo el planeta con el mercado central de fondeo en dólares. No sólo es el dólar la moneda de reserva del mundo sino que el mercado monetario en dólares es el mercado de dinero del mundo y está ligado a todos los demás mercados de fondeo mediante los mercados cambiarios, todos los cuales cuentan con diversos niveles de soporte de los bancos centrales nacionales (Mehrling, 2013). Cualquiera de estos desarrollos por sí solo hubiese justificado una revisión de la tarea de los bancos centrales, aunque no hubiese habido crisis.

Por supuesto que buena parte de lo que debemos volver a imaginar se refiere a temas estrictamente técnicos, pero es importante entender que este desafío no es meramente técnico. En realidad, el desafío de economía política tiene la misma envergadura, o quizá hasta sea más grande. En los peores momentos de la crisis, los bancos centrales actuaron esencialmente por sí solos, y el conatragolpe por lo que se percibió como una extralimitación ha sido significativo, y hasta es posible que esté cobrando fuerza. En Estados Unidos, en particular, la banca central siempre ha sido una actividad muy sospechada, porque involucra a los tres grandes cucos de la política de Estados Unidos: las Grandes Finanzas (*Big Finance*), el Gran Gobierno (*Big Government*) y el Gran Mundo (*Big Wide World*). Otros países enfrentan sus propios desafíos de economía política pero el papel central del dólar en el sistema de financiamiento global y el rol central del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos como respaldo último de ese sistema convierten al desafío de economía política estadounidense en una preocupación global de mayor envergadura. La tarea de reimaginar es también una tarea de relegitimación.

En tiempos de paz, cuando el rol especial de los bancos centrales para facilitar las finanzas en tiempos de guerra desaparece de la memoria, la legitimidad de los bancos centrales deriva de su éxito al poner límites a lo que Ralph Hawtrey denominó la “inestabilidad inherente del crédito” (Hawtrey, 1913). Antes del ciclo económico, existe el ciclo de crédito, en el cual una fase de reactivación económica impulsada por el crédito tiende a retroalimentarse en su camino ascendente, a través de una expansión eufórica pero insostenible hasta que choca contra alguna limitación de oferta o algún otro factor, a partir de lo cual comienza una fase recesiva que se refuerza a sí misma. La tarea más importante de los bancos centrales es ponerle un piso a estos ciclos desfavorables, dando sostén a la actividad económica durante el período de necesaria reestructuración que sigue a cualquier etapa de auge, es decir, la función de “prestamista de última instancia” clásica. Una tarea más refinada consiste en “remar contra la corriente”, con la idea de desacelerar los auges insostenibles para reducir la ineficiencia alentada por la euforia y extender el período de expansión, mientras que se reduce el período de contracción, o sea la tarea de “política monetaria” clásica.

En la banca central clásica, la inestabilidad es una característica endógena del sistema de crédito, un rasgo inherente a todas las formas de crédito y la justificación central para una gestión experta en favor del interés público. Un desafío eterno para esa gestión es la tendencia del mecanismo específico de la inestabilidad

a cambiar con el transcurso del tiempo a medida que cambia la estructura de la economía subyacente. Es así que Hawtrey (1932) estaba principalmente preocupado por un ciclo impulsado por los inventarios comerciales financiados con crédito, mientras que a Hyman Minsky (1986) lo preocupaba un ciclo de inversiones de negocios financiadas con crédito. Para nuestros tiempos, el canal de crédito del préstamo bancario ha sido sustancialmente reemplazado por el canal del mercado de capitales, mientras que los flujos libres de capitales internacionales brindan financiamiento global a la expansión crediticia doméstica y se mantiene claramente la inestabilidad inherente del crédito, como lo ha demostrado sobradamente la crisis financiera. El desafío de los tiempos modernos consiste en idear mecanismos de estabilización, tanto de última instancia como en la parte buena del ciclo, para el manejo experto del mecanismo de inestabilidad moderno.

El peligro siempre presente, tanto en nuestra época como en la de Hawtrey, radica en la posibilidad de recompensar una mala conducta. Este es un problema técnico, por supuesto, pero también es un problema de economía política. Los banqueros inevitablemente insisten en la importancia sistémica de su propia supervivencia personal durante el ciclo desfavorable, incluso mientras resisten la interferencia supuestamente errónea en la fase ascendente. El desafío de economía política ya era lo suficientemente complejo en los tiempos en los que el ciclo de crédito era interno y se basaba en los bancos. Con la práctica aprendimos cómo un banco central que persigue el bien común podía, en principio, condicionar las agendas egoístas de los bancos con fines de lucro. Pero el problema es mucho más difícil en la actualidad cuando el ciclo de crédito involucra a los mercados de capitales a nivel global. Los bancos centrales nacionales, por más espíritu público que tengan, no pueden compararse con las agendas interesadas de los bancos modernos diseminados por todo el mundo, mucho menos con sus negocios en las penumbras no bancarias y, de todos modos, lo que es interés público a nivel nacional puede ser muy diferente de lo que es el interés público a nivel internacional.

Es muy probable que el sueño de encontrar un análogo completo y global del equilibrio político doméstico entre el interés privado y el interés público siga siendo eso, un sueño. Pero las analogías parciales no sólo son factibles sino que pareciera que están emergiendo en diversas formas organizacionales subglobales de cooperación entre bancos centrales, tanto al nivel más alto de la jerarquía (líneas de swap de los bancos centrales) como a uno más bajo (cooperación regional como la iniciativa Chiang Mai y el Sistema Monetario Europeo). A los fines del presente documento, damos por sentadas estas estructuras emergentes de un nuevo

sistema monetario internacional y nos focalizamos, en cambio, en la reinversión o reimaginación del papel de los bancos centrales dentro de ese sistema.

II. ¿Qué hacen los bancos centrales?

La discusión sobre el rol de los bancos centrales comúnmente distingue tres áreas de responsabilidad: prestamista de última instancia, regulación y supervisión, y política monetaria para la estabilización macroeconómica. Por lo tanto, es lógico organizar la tarea de reimaginar preguntándonos de qué manera la globalización financiera emergente desafía la función de los bancos centrales en cada una de estas tres dimensiones.

II.1. Prestamista de última instancia

En trabajos anteriores, caractericé la evolución de la intervención del banco central como prestamista de última instancia durante la crisis en tres etapas (Grad *et al.*, 2011). En primer lugar, se produjo una agresiva expansión monetaria cuando la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) recortó la tasa objetivo de los Fondos Federales del 5% al 2% en los meses previos al colapso de Bear Stearns. Luego, cumplió su función de prestamista de última instancia cuando liquidó sus tenencias de letras del Tesoro y prestó los fondos obtenidos a una amplia variedad de contrapartes utilizando una amplia variedad de garantías. Finalmente, después de la caída de Lehman Brothers y AIG, llegó lo que he denominado como la etapa del operador de última instancia (*dealer of last resort* - Mehrling, 2011).¹

En esta tercera etapa, la Reserva Federal le puso un piso a la crisis interviniendo como creador de mercado, primero en el mercado de dinero de corto plazo, en el que actuó como contraparte central entre prestatarios y prestamistas que ya no estaban dispuestos a hacer negocios entre sí, y luego, en el mercado de capitales de largo plazo, especialmente en el de títulos respaldados por hipotecas en el que la FED compró el 90% de las nuevas emisiones durante un tiempo para volver a ponerlo en marcha. En el proceso, el balance de la FED creció hasta llegar a tener tres veces el tamaño previo al de la crisis, mientras que los mercados crediticios bilaterales privados se achicaron por una diferencia aún mayor. Esta etapa de intervención como operador de última instancia es el concepto más nuevo que requiere la tarea de reimaginación.

¹ Ver también Buiter (2007) y Tucker (2009).

En un sentido importante, el operador de última instancia es simplemente una versión moderna de la posición clásica de Bagehot respecto del prestamista de última instancia, que exigía prestar libremente a una tasa alta contra una garantía que fuera buena en tiempos normales. La analogía lógica con el operador de última instancia de la actualidad instaría a negociar libremente a un spread comprador-vendedor amplio, contra valores seguros del mercado de dinero y del mercado de capitales. Haciendo una analogía con la tasa de interés elevada de la regla de Bagehot, el propósito del spread amplio (o externo) es garantizar que la intervención sostenga, pero de ningún modo reemplace, al mercado hasta que se recupere y comience a negociar otra vez a un spread más reducido (interno).² Este tipo de intervención tiende a ser, en principio, autoliquidable. Es decir, al finalizar la crisis, las contrapartes de ambos lados del balance del banco central deberían poder encontrar mejores precios haciendo negocios entre sí de manera directa. Y cuando las contrapartes se encuentran, el crédito privado debería expandirse en línea con la contracción del balance del banco central, volviendo, en principio, la situación a la normalidad.

De alguna manera, este canal de autoliquidación para la salida funcionó, como en el caso de la *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Sin embargo, era difícil identificar esa salida en los datos agregados porque quedaba eclipsada por otras intervenciones, en especial por el *Quantitative Easing*, que buscaba estimular la economía de una manera más general a través de las tasas de interés y los precios de los activos. Este último tipo de intervención se relaciona con la función de política monetaria, y no con la de prestamista de última instancia, y por lo tanto, requiere un análisis separado. Entonces, lo importante aquí es entender las consecuencias de la intervención como operador de última instancia tanto en términos de tamaño como de composición del balance del banco central.

Tabla 1 / Balance de la Reserva Federal antes y después de la crisis

(4 de julio de 2007), en billones de US\$				(6 de julio de 2011), en billones de US\$,			
Activo		Pasivo		Activo		Pasivo	
Títulos del Tesoro	0,79	Circulante	0,82	Títulos del Tesoro	1,6	Circulante	1,0
		Reservas	0,01	Títulos respaldados por hipotecas	1,0	Reservas	1,6
Otros	0,12	Otros	0,08	Otros	0,2	Otros	0,2
Total	0,91	Total	0,91	Total	2,8	Total	2,8

² Las operaciones de última instancia a precios alejados de los fundamentales también sirven para reducir al mínimo los problemas de riesgo moral.

En la Tabla 1 vemos cómo se triplicó el tamaño general del balance y el cambio en su composición con la incorporación de los títulos respaldados por hipotecas. Sin embargo, la función del banco central como operador de última instancia no resulta evidente bajo esta forma de presentación de las cifras. Para ver la conexión entre la banca central y los mercados financieros modernos resulta más revelador presentar los números como una serie de *swaps*, agregando las letras del Tesoro de corto plazo y los bonos del Tesoro de largo plazo en ambos lados del balance, y reacomodando las cifras como se muestra en la Tabla 2.

Tabla 2 / Presentación alternativa del balance de la Reserva Federal

(6 de julio de 2011), en billones de US\$, reformulado

Activo		Pasivo	
[Letras del Tesoro	2,6	Circulante/Reservas]	2,6
[Bonos de Tesoro	2,6	Letras del Tesoro]	2,6
[Títulos riesgosos	1,0	Bonos del Tesoro]	1,0
Otros	0,2	Otros	0,2

Si analizamos los números de esta manera, es posible distinguir tres exposiciones fundamentales al riesgo. La primera línea muestra una especie de *overnight index swap* (OIS), por el cual la FED recibe la tasa de letras del Tesoro a tres meses y paga la tasa de interés *overnight*. La segunda línea muestra una especie de *swap* de tasas de interés, por el cual la FED recibe una tasa de largo plazo fija y paga una tasa de corto plazo variable. Y la tercera línea es una especie de *credit default swap*, por el cual la FED recibe una tasa riesgosa y paga una tasa libre de riesgo.³ En los tres casos, la Reserva Federal ha asumido exposiciones al riesgo y, por lo tanto, fijó precios para esas exposiciones en un momento en el que los operadores privados con fines de lucro no podían o no querían hacerlo.

Lo que hay que resaltar aquí es que estas exposiciones y su escala surgieron como consecuencia de la intervención como operador de última instancia (Mehrling, 2011). Aún más, surgieron más o menos en este orden: primero el *swap* del mercado de dinero y luego los *swaps* del mercado de capitales. En ambos casos, la FED cotizó un *spread* externo y luego dejó que su balance absorbiera los inventarios de exposición al riesgo. La primera etapa involucró al mercado de fondeo de corto plazo, cuya disfunción aguda fue registrada por

³ Compare Borio y Disyatat (2009, Tabla 1, p. 7), que propone una tipología de la política de balances que distingue entre “Reservas Bancarias”, “Deuda pública/títulos”, “Deuda privada/títulos” y “Divisas”. En la tipología de exposición del *swap*, la exposición a las “Divisas” se contabilizaría como un *swap* de monedas.

el *spread* LIBOR-OIS (Swagel, 2009) hasta que fue contenida por la expansión de la exposición de la FED al *Overnight Index Swap* (OIS). Sin embargo, a medida que se fueron recuperando los mercados de dinero, no se permitió que desapareciera la exposición al OIS sino que fue renovada y expandida, reemplazando los préstamos de corto plazo por bonos riesgosos de largo plazo, en un intento por detener la disfunción del mercado de títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS, por sus siglas en inglés).

Luego, las tres exposiciones fueron expandidas mediante el *Quantitative Easing* hasta alcanzar el tamaño del balance actual, el cual se ilustra en la Tabla 3 para completar la información, aunque la política monetaria se analizará en una sección posterior. El punto importante a enfatizar aquí se refiere a la cuarta línea del balance reformulado, que muestra la actual “estrategia de salida” de la FED, mediante los pases pasivos combinados con la Cuenta General del Tesoro (transitoriamente más grande debido a la temporada impositiva). El balance reformulado muestra claramente cómo la estrategia de salida actual de la FED se focaliza en la reducción de su posición de OIS y no en las posiciones de *swap* de tasa de interés (IRS, por sus siglas en inglés) o de *credit default swap* (CDS), que aparentemente intentaría conservar hasta el vencimiento.⁴ Obsérvese que si la FED tuviera letras del Tesoro podría reducir fácilmente su posición de OIS vendiendo esas letras, pero la realidad es que no las tiene. En consecuencia, se ve obligada a recurrir al endeudamiento a plazo el cual se netea contra su exposición implícita a las letras del Tesoro. Todo esto es mucho más claro en las cuentas de exposición de *swaps* que en las cuentas estándar.

Tabla 3 / Balance actual de la Reserva Federal

(23 de abril de 2014), en billones de US\$				(23 de abril de 2014), en billones de US\$, reformulado			
Activo		Pasivo		Activo		Pasivo	
Títulos del Tesoro	2,3	Circulante	1,3	[Letras del Tesoro	3,9	Circulante/reservas]	3,9
Títulos respaldados por hipotecas	1,7	Reservas	2,6	[Bonos del Tesoro	4,2	Letras del Tesoro]	4,2
		Pases pasivos	0,2	[Títulos respaldados por hipotecas	1,7	Bonos del Tesoro]	1,7
		Otros	0,1	[Letras del Tesoro	0,3	Pases pasivos/otros]	0,3
Total	4,2	Total	4,2				

⁴ Una interpretación alternativa sobre la operatoria de pases pasivos es que tiene por objeto brindar un respaldo directo de liquidez al sector no bancario, en lugar de depender del respaldo indirecto mediante la intermediación bancaria.

La pregunta central que se nos plantea al analizar el tema a través de la lente de la exposición de *swaps* es si la estrategia de salida debería focalizarse primero en la posición de OIS o si sería mejor que se focalice en las posiciones de *swaps* de tasa de interés o *credit default swaps*.⁵ Desde un punto de vista meramente operativo, canjear bonos por letras en primer término (es decir, salir de las posiciones IRS) haría que resulte más sencillo salir de la posición de OIS en segundo término. Pero desde una perspectiva más profunda, podría sostenerse que un sistema de crédito basado en el mercado requiere que el mercado fije los precios de los activos financieros como requisito previo al financiamiento del mercado. Los activos funcionan como garantía del financiamiento y si el mercado no cree en los precios de los activos entonces va a resultar muy difícil conseguir fondos, y si el sector privado no financia las tenencias privadas de las posiciones de activos de la FED, entonces la salida es de facto imposible. Durante la crisis, la FED se vio en esencia obligada a incorporar el sistema de *shadow banking* a su propio balance y allí permanecerá hasta que los balances privados estén dispuestos a recuperarlo.

Hasta ahora nuestra discusión se focalizó en el balance de la Reserva Federal sin tomar en consideración a los demás bancos centrales pero, de hecho, la mayoría de los restantes bancos centrales importantes experimentaron cambios similares en sus balances, porque la crisis fue global. Y la crisis fue global porque el financiamiento del mercado de dinero es global, pero el impacto del colapso del *shadow banking* sobre el sistema bancario tradicional fue nacional, dependiendo de qué banco domiciliado en un país tuviera la responsabilidad de refinanciar los fondos del mercado de dinero de una determinada entidad integrante del sistema de *shadow banking*. Detrás de cada uno de estos bancos con domicilio en un determinado país había un banco central nacional que descubrió que era responsable del refinanciamiento en moneda extranjera. Por lo tanto, la crisis demostró que la globalización financiera requiere un prestamista (y operador) de última instancia global.

Dado que el financiamiento del sistema global de *shadow banking* dependía del mercado de eurodólares, la cuestión del prestamista global de última instancia fue realmente una cuestión de encontrar un soporte para ese mercado. Aunque

⁵ Borio y Disyatat (2009) de hecho respaldan la idea de salir primero de la posición de OIS con dos argumentos. Primero, esa salida permitiría la deseada reversión del Esquema 2 (tasa de interés de mercado de reservas) al Esquema 1 (debajo de la tasa de interés de mercado de reservas). Segundo, la liquidación de los otros *swaps* significaría probablemente aceptar pérdidas de capital, con repercusiones de economía política desconocidas.

la tasa *spot* de eurodólares no se separó de la tasa *spot* de los fondos federales, los eurodólares a plazo experimentaron fuertes divergencias. Después de la caída de Bear Stearns, esa divergencia tuvo un techo durante un tiempo, presumiblemente debido al accionar de los bancos centrales extranjeros con un soporte implícito de la FED. Pero con posterioridad a la caída de Lehman y de AIG, el soporte implícito de la FED pasó a ser explícito y se ubicó en el orden de los US\$ 600.000 millones en *swaps* de liquidez para bancos centrales.

Por lo tanto, es evidente que para volver a imaginar la tarea de los bancos centrales hace falta, como mínimo, desarrollar esta facilidad de *swap* de los bancos centrales, y ya se han dado los primeros pasos en esa dirección. La decisión de octubre de 2013 de crear líneas de *swap* ilimitadas permanentes entre el C6 —la FED, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá— es parte de esta tarea de reimaginar, como también lo son las nuevas facilidades expandidas de seguro de liquidez del Banco de Inglaterra (Banco de Inglaterra, 2013).⁶ Lo que está emergiendo es un sistema de operador de última instancia para el mercado mundial de dinero que funciona mediante un consorcio de bancos centrales, y no exclusivamente de la FED. Dado el soporte de la línea de *swaps*, ahora no hay nada que impida a un banco central prestar en dólares a sus propios bancos con domicilio en el país creando sus propias obligaciones en dólares.⁷ El siguiente paso consiste en integrar otras divisas al sistema, no tanto mediante la expansión de la membresía del C6 sino a través de la implementación de *swaps* bilaterales entre miembros determinados de este grupo o con el FMI. Queda mucho trabajo por hacer, pero la experiencia que nos dejó la crisis ha marcado un rumbo claro para la tarea de reimaginar la función de prestamista de última instancia para un mundo financieramente globalizado. Este sistema emergente reconoce el hecho esencial de que la liquidez es un bien público, en realidad un bien público global.

⁶ A las facilidades de seguro de liquidez se las caracteriza correctamente como experimentales. Es importante entender que la dimensión más relevante de la experimentación se relaciona con el precio. Aquí la idea de que los bancos centrales quieren proveer un *spread* externo, y no interno, es crucial para evitar una evaluación errónea del precio.

⁷ Quizás es oportuno señalar que el sistema emergente no parece ser el sistema multipolar imaginado por muchos autores académicos. Todavía es un sistema muy arraigado en el dólar pero con la responsabilidad de un soporte distribuido entre los C6, en vez de que el peso solo recaiga en la FED. La crisis dejó en claro que ningún banco central, la FED incluida, está preparado para cumplir el rol de prestamista de última instancia a nivel global.

II.2. Regulación y supervisión

La aceptación por parte de los bancos centrales de que tienen que cumplir con la tarea de proporcionar este bien público vital aporta la lente a través de la cual miraremos las cuestiones de regulación y supervisión de aquí en adelante. Los bancos centrales ahora reconocen que la crisis financiera del nuevo sistema crediticio basado en el mercado inevitablemente afectará sus propios balances por lo que tienen incentivos para construir estructuras de supervisión y regulación que reduzcan la posibilidad de que se produzcan crisis financieras en primer lugar. A la fecha, el principal impulsor de las discusiones de política ha sido encontrar los caminos para aumentar los colchones de capital en todo el sistema con el objeto de salvaguardar el presupuesto público, lo que incluye una coordinación global significativa para evitar el arbitraje regulatorio entre las jurisdicciones. Este esfuerzo tiene buenas intenciones, y en algunos lugares es necesario, pero definitivamente no es suficiente. Los colchones de capital hacen poco para brindar protección contra una espiral descendente impulsada por problemas de liquidez y, en la actualidad, los amortiguadores existentes parecen estar funcionando, más que nada, para suprimir la expansión del crédito. Reimaginar la tarea de los bancos centrales implicar ir más allá de los colchones de capital.

La Tabla 4 ofrece un marco para repensar el papel subvalorado de la liquidez en este problema (Mehrling *et al.*, 2013, Figura 1).

Tabla 4 / Sistema crediticio basado en el mercado

Bancos de fondeo de capital		Operador global del mercado de dinero		Administrador de activos	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Títulos respaldados por hipotecas (RMBS)	Fondeo del mercado monetario	Fondeo del mercado monetario	"Depósitos"	"Depósitos"	Capital
Credit default swaps (CDS)					Credit default swaps (CDS)
Swaps de tasa de interés (IRS)					Swaps de tasa de interés (IRS)
Swaps de monedas (FXS)					Swaps de monedas (FXS)
Operador de derivados					
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Credit default swaps (CDS)	Credit default swaps (CDS)	Credit default swaps (CDS)	Credit default swaps (CDS)	Credit default swaps (CDS)	Credit default swaps (CDS)
Swaps de tasa de interés (IRS)	Swaps de tasa de interés (IRS)	Swaps de tasa de interés (IRS)	Swaps de tasa de interés (IRS)	Swaps de tasa de interés (IRS)	Swaps de tasa de interés (IRS)
Swaps de monedas (FXS)	Swaps de monedas (FXS)	Swaps de monedas (FXS)	Swaps de monedas (FXS)	Swaps de monedas (FXS)	Swaps de monedas (FXS)

En este mapa idealizado del sistema *shadow banking*, el financiamiento de los préstamos del mercado de capitales a través del mercado monetario se lleva a cabo en los llamados Bancos de Fondeo de Capital (CFB, por sus siglas en inglés). Para enfocarnos en los problemas de liquidez, suponemos que los problemas de solvencia de estos bancos fueron resueltos mediante un sistema robusto de transferencia del riesgo que utiliza derivados. Por su diseño, el CFB cubre todos los riesgos crediticios, el riesgo de tasa de interés y el riesgo del tipo de cambio, de manera que el único riesgo que queda es el riesgo de renovación del fondeo.

Tal como ilustra la tabla, en un sistema crediticio basado en el mercado, la clave de la renovación del fondeo está en el sistema del operador que crea mercados, incluyendo al Operador Global del Mercado de Dinero, que crea mercados monetarios, y al Operador de Derivados, que crea los mercados de riesgo que fijan el precio de las garantías. El reciente avance regulatorio para organizar las operaciones de *swaps* en mercados regulados, representa un primer paso positivo hacia una mayor robustez del sistema de operadores privados. El argumento central de esta medida ha sido la importancia de la transparencia de precios pero debería quedar claro que también es importante desde el punto de vista de la liquidez. La centralización del riesgo es clave para poder administrarlo. ¡Una lección que aprendimos con la crisis financiera global es que descentralización del riesgo no es sinónimo de diversificación del riesgo!

En un sistema crediticio basado en el mercado, se busca dar apoyo a los mercados de activos y no a las instituciones individuales. Un mercado regulado tiene el incentivo de poner en práctica regulaciones que garanticen el desempeño de sus miembros, así como de tener reservas de liquidez suficientes y líneas de crédito para que el mercado pueda seguir funcionando aun cuando los miembros individuales colapsen, en tanto el banco central queda por detrás como prestamista/operador de última instancia (la fijación de un precio para esta asistencia del banco central es clave para evitar el riesgo moral). El problema de “demasiado grande para caer” deriva sustancialmente del hecho de que hasta ahora no ha habido ningún mecanismo de compensación central por lo que la única manera de dar soporte a los mercados (un objetivo de bien público legítimo) ha sido dando soporte a los operadores individuales (que no es un objetivo de bien público legítimo). En el futuro, con un apoyo adecuado al sistema de operaciones en su conjunto, los operadores individuales podrán fracasar sin temor a desencadenar una espiral de liquidez descendente.

A pesar de todo, el avance hacia sistemas centralizados de compensación de contrapartes es sólo el primer paso. En la actualidad, el sistema de transferencia del riesgo en el mundo real está lejos de la perfección supuesta en la Tabla 4, que ilustra el caso ideal. De hecho, si pudiéramos identificar una falencia como el talón de Aquiles del sistema de *shadow banking* anterior a la crisis, ésta sería el sistema de transferencia de riesgo, que en gran parte involucró el cambio de objetivos de instrumentos y mecanismos, tales como la división de valores en tramos (*tranching*) y la securitización, que originalmente fueron diseñados para usos bastante diferentes. No puede sorprendernos, entonces, que la innecesariamente compleja estructura financiera resultante haya colapsado cuando se la sometió a presiones.

En este sentido, el avance en los círculos regulatorios hacia la reducción de la complejidad está claramente en el camino correcto aunque, quizás, todavía no se entiende en profundidad que los derivados pueden ser parte de la solución y no sólo del problema (en mi sistema de *shadow banking* idealizado, se supone que los derivados realizan una transferencia perfecta del riesgo, de modo que el Banco de Fondeo de Capital queda perfectamente cubierto). Tener en cuenta el objetivo amplio de facilitar la determinación del precio de mercado de las dimensiones clave del riesgo podría ayudar a encauzar un ataque, de otro modo disperso, al descuidado “arbusto financiero”, un ataque que, de otra manera, podría terminar podando los tallos vitales en lugar de quitar la madera muerta e innecesaria. Hay una necesidad legítima de transferencia del riesgo; el desafío está en encontrar mejores maneras para realizar dicha transferencia.

II.3. Estabilización

Antes de la crisis, el debate sobre la política de estabilización había alcanzado un extraordinario grado de sofisticación y también de consenso focalizado estrictamente en el uso de la política de tasa de interés para alcanzar la meta de inflación anunciada. En teoría, la política de metas de inflación debía funcionar estabilizando las expectativas del nivel de precios a largo plazo y brindando, de este modo, un ancla para que los mercados crediticios privados encontraran el equilibrio. Lamentablemente, ese consenso terminaría perdiendo de vista la inestabilidad inherente del crédito, un fenómeno descartado en los supuestos de los modelos de equilibrio general que guiaban la política. Mientras tanto, la crisis demostró con creces que el crédito basado en el mercado es tan proclive a la inestabilidad como el crédito basado en los bancos. La primera respuesta

a la crisis consistió en reimaginar la función de prestamista de última instancia, seguida por la supervisión y regulación para garantizar un prestamista privado robusto de primera instancia. La tarea de reimaginar la política monetaria es lo que viene luego.

En un mundo de mercados financieros altamente desarrollados, nos enfrentamos a la pregunta crucial de si los bancos centrales tienen algún tipo de influencia en tiempos comunes, cuando no hay crisis. De hecho, el marco estándar de Brainard-Tobin depende sobre todo de las imperfecciones del mercado. Tal como dice Tobin (1969, p. 26) explícitamente: “Si la tasa de interés del dinero, así como las tasas de todos los demás activos financieros, fueran flexibles y endógenas, entonces... no habría lugar para una política monetaria que afectara la demanda agregada”. Sin embargo, esto es una característica de su modelo y no del mundo real. El marco de Borio y Disyatat (2009) se diferencia marcadamente del de Brainard-Tobin en un aspecto crucial porque introduce el límite de liquidación en el mecanismo de pagos, una restricción que el banco central puede relajar porque el medio de pago último es su propio pasivo. Incluso en un mundo de mercados financieros desarrollados, esta característica es la fuente clave de la influencia de los bancos centrales sobre la tasa de interés *overnight*, porque esta tasa es sencillamente el precio de posponer el pago por un día.

El esquema funciona así: todos los días, los agentes con un déficit en la compensación deben encontrar la forma de convencer a los agentes con un excedente para que los ayuden a resolver la situación, ya sea comprando uno de sus activos (a un determinado precio) u otorgándoles crédito (también a un determinado precio). Al tener como objetivo la tasa *overnight*, la política monetaria opera esencialmente relajando o endureciendo la restricción de pago, lo que equivaldría a decir que le facilita o complica a los agentes deficitarios la posibilidad de retrasar la liquidación. Luego, el arbitraje conecta la tasa *overnight* con las tasas de más largo plazo, y también conecta las tasas en una moneda con las tasas en otras monedas.⁸ Por lo tanto, el control de la tasa *overnight* es la fuente de influencia indirecta en los mercados financieros a un nivel más amplio, y el arbitraje termina siendo el mecanismo de transmisión esencial de esa influencia.

⁸ Para evitar una posible interpretación errónea, debemos dejar en claro que, en la práctica, el arbitraje no es suficiente para que se cumpla la hipótesis de expectativas de la estructura temporal de tasas de interés o la paridad del interés no cubierta. Estas también son propiedades de los modelos idealizados, pero no del mundo real.

Aunque pueda no haber sido explicitado en el tratamiento de Borio y Disyatat, esto es totalmente consistente con lo que ellos plantean. Dando un paso más allá de estos autores, también podemos sostener que la posición especial que ocupan los bancos centrales en el sistema de pagos se traduce en una fuente potencial directa de influencia sobre los precios de otros activos (y no sólo sobre la tasa *overnight*), simplemente porque el banco central siempre puede comprar un activo pagándolo con sus propios pasivos. Esta es la esencia de las finanzas típicas de los tiempos de guerra, en las que el banco central ata el precio de la deuda pública, comprando deuda según lo necesita y utilizando para ello sus propios pasivos. También es la esencia del llamado *Quantitative Easing*. En ambos casos, el banco central funciona como operador de primera instancia (y no de última), fijando el *spread* interno (y no el externo) y creando mercados de manera directa.

Desde este punto de vista, es posible hacer una clara diferenciación entre el operador de última instancia y el *Quantitative Easing*. Lo que hicieron los bancos centrales cuando llevaron a los mercados monetarios colapsados y a los mercados de capital disfuncionales a sus propios balances fue actuar como operadores de última instancia, lo cual puede entenderse y justificarse como la provisión de un bien público, en este caso, la liquidez. Los bancos centrales se convirtieron en el mercado porque el mercado desapareció. Expandieron sus balances y se transformaron en *shadow banks* públicos como forma de ponerle un piso al sistema de *shadow banking* privado que estaba derrumbándose. Si se hubieran detenido ahí, la salida hubiera sido relativamente sencilla, una vez que el mercado privado se recuperara. Pero no se detuvieron allí.

El problema de salida actual no se debe a la función de los bancos centrales como operadores de última instancia sino al *Quantitative Easing*. Sometidos a presiones para estimular la economía, los bancos centrales buscaron que las tasas de mercado fueran más bajas, no sólo sobre el financiamiento de corto plazo sino también sobre los bonos de largo plazo, tanto riesgosos como no riesgosos. Al hacerlo, los bancos centrales se transformaron en el mercado porque los hacedores de políticas optaron por precios diferentes, es decir, precios más altos. El modelo mental que sustentó esta política fue en esencia el de Brainard- Tobin, pero el mundo en el que se implementó esa política fue el mundo moderno de la globalización financiera y no el mundo de la imperfección del mercado planteada por dicho modelo. En el mundo real, la condición *sine qua non* para la salida de la política de balances es la salida de los niveles de fijación de precios de activos impuestos por la política monetaria.

III. Conclusión

La crisis financiera global ha dejado en claro la necesidad de un respaldo de última instancia para el nuevo sistema emergente de crédito basado en el mercado. En tiempos normales, ese respaldo implica establecer un *spread* comprador-vendedor por fuera del *spread* cotizado por los operadores privados. En tiempos normales el banco central respalda al mercado, y sólo en tiempos de crisis se convierte en el mercado.

Asumir esta nueva responsabilidad inevitablemente implica asumir también la responsabilidad de garantizar la robustez del sistema de operadores privados por medio de la regulación y supervisión, para reducir la probabilidad de que sea necesario contar con el respaldo de última instancia. Mientras que en el sistema crediticio a través de préstamos bancarios la regulación se focalizaba naturalmente en los bancos, en el sistema moderno se centra en los operadores. La continuidad del precio, tanto del precio de los activos de garantía del capital como el precio del fondeo del mercado monetario, es clave para evitar la crisis.

Con estos dos primeros pasos, la reimaginación de la tarea de los bancos centrales está bien encaminada. Pero el tercero, que consiste en reconceptualizar la política monetaria, está todavía en una etapa muy temprana. La Política de Tasa de Interés Cero (ZIRP, por sus siglas en inglés), el *Quantitative Easing* y también las llamadas pautas futuras de política monetaria (*forward guidance*) son todas políticas cuya legitimidad analítica deriva de un marco teórico obsoleto, ideado para abordar las operaciones del viejo sistema de crédito basado en los préstamos bancarios. Ahora, el marco requiere una actualización significativa para adaptarse al mundo moderno. A pesar de la naturaleza flexible y endógena de los precios de los activos y de las tasas de fondeo, el dinero importa. La posición del banco central en la cima del sistema de compensación le brinda una influencia sobre las tasas de interés a corto plazo. El desafío que enfrentamos consiste en reconceptualizar cómo utilizar esa influencia a favor del interés público en pos de lograr la meta de la estabilización.

Por último, reimaginar la tarea de los bancos centrales es un desafío técnico que requiere un compromiso sostenido con las realidades institucionales de los mercados monetarios modernos, tanto a nivel local como internacional. Pero también es un desafío de economía política porque implica reimaginar la interre-

lación que existe entre la asistencia del banco central y el sistema de operadores privados, así como la interrelación entre el interés privado y el interés público, y también entre el interés público nacional y el global.

Referencias

Banco de Inglaterra (2013). “Liquidity Insurance at the Bank of England”. Disponible en <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/liquidityinsurance.pdf>

Borio, C. y P. Disyatat (2009). “Unconventional Monetary Policies: An Appraisal”, Documentos de Trabajo N° 292 del BIS (noviembre).

Buiter, W. y A. C. Sibert (2007). “The Central Bank as Market Maker of Last Resort”, Financial Times Maverecon (agosto de 2012).

Grad, D., D. Neilson, y P. Mehrling (2011). “The Evolution of Last-Resort Operations in the Global Credit Crisis” (con D. Grad y D. Neilson). Copia mimeografiada sin publicar. Disponible en http://danielneilson.com/media/pdf/grad_mehrling_neilson-latest.pdf

Hawtrey, R. G. (1913). *Good and Bad Trade; an Inquiry into the Causes of Trade Fluctuations*, Londres, Constable and Co.

Hawtrey, R. G. (1932). *The Art of Central Banking*, Nueva York, Longmans, Green.

Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street, How the Fed became the Dealer of Last Resort*, Princeton, Nueva Jersey, Princeton University Press.

Mehrling, P., Z. Pozsar, J. Sweeney, y D. Neilson (2013). “Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance”, en S. Classens, D. Evanoff, G. Kaufman, y L. Laeven. Hackensack (eds.), *Shadow Banking Within and Across Borders*, Nueva Jersey, World Scientific Publishing Company.

Mehrling, P. (2013). “Essential Hybridity: a Money View of FX”, *Journal of Comparative Economics*, 41, pp. 355-363.

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.

Swagel, P. (2009). “The Financial Crisis: An Inside View”, *Brookings Papers on Economic Activity* (primavera), pp. 1-63.

Tobin, J. (1969). “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 1, N° 1 (febrero), pp. 15-29.

Tucker, P. (2009). “The Repertoire of Official Sector Interventions in the Financial System - Last Resort Lending, Market-making, and Capital”. Comentarios en la Conferencia Internacional del 2009 del Banco de Japón sobre “Financial System and Monetary Policy: Implementation”, Banco de Japón, Tokio, 27-28 de mayo.

El debate sobre la supervisión financiera integrada: ¿Qué hay de nuevo?

Edgardo Demaestri

Banco Interamericano de Desarrollo

Gustavo Ferro*

Instituto de Economía UADE y CONICET

Resumen

Este trabajo discute la supervisión integrada de diferentes tipos de intermediarios financieros. Razones de estabilidad sistémica, protección al consumidor no sofisticado y promoción de la eficiencia del sistema justifican la regulación prudencial y de conducta teniendo en cuenta las fallas de los mercados financieros, generalmente de naturaleza informativa. Se debaten los argumentos a favor y en contra de la integración de la supervisión, el rol del banco central en la supervisión financiera y la discusión posterior a la crisis de 2008. Se revisa y analiza la literatura conceptual y empírica. Se presentan los consensos.

Clasificación JEL: G2, L5.

Palabras clave: banco central, regulación, sistema financiero, supervisión.

* Agradecemos los aportes de dos referís anónimos y los comentarios recibidos a una versión preliminar de parte de Julieta Picorelli. Las opiniones vertidas en el presente documento son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails: edgardodm@iadb.org y gferro@uade.edu.ar.

The Debate on Integrated Financial Supervision: What is New?

Edgardo Demaestri

Interamerican Development Bank

Gustavo Ferro

Instituto de Economía UADE and CONICET

Summary

This article discusses the integrated financial supervision of different kinds of financial intermediaries. Systemic stability, non-sophisticated consumers protection and the efficiency enhancement have been advanced as explanations of prudential and conduct regulation. These are founded on financial markets failures, mainly because of asymmetric information. We debate pros and cons of integrating supervision, the role of the central bank in the financial supervision, and the more recent discussion in the aftermath of the 2008 financial crisis. We review and analyze the conceptual and empirical literature, and present the current consensus.

JEL: G2, L5.

Keywords: central bank, financial system, regulation, supervision.

I. Introducción

Hasta los años noventa diferentes instituciones financieras ofrecían distintos productos, con las fronteras entre los sectores muchas veces reforzadas por la regulación. Las diferencias sectoriales también se correspondían con disímiles canales de distribución, normas contables, prácticas de negocio y perfil de riesgo. La regulación prudencial difería en objetivos regulatorios, definición del capital regulatorio y de requerimientos de patrimonio y reservas.

A lo largo del tiempo, sin embargo, la separación entre la banca y otros sectores del sistema financiero se ha vuelto menos clara. Los bancos se han expandido y las entidades no bancarias han explorado en áreas tradicionalmente asociadas a los bancos mediante el ofrecimiento de productos alternativos que desempeñan similares funciones económicas que los ofrecidos por los bancos. Lo anterior tiene matices: la separación previa entre intermediarios era mayor en Estados Unidos, mientras que, por ejemplo, en Europa Continental hay una tradición de banca universal que es previa a los cambios aquí documentados. En parte como reacción a esa evolución de los mercados financieros, durante los últimos veinte años se observa una tendencia a integrar supervisores financieros de diferentes intermediarios en muchos países.^{1,2}

Un supervisor integrado puede promover la transferencia de conocimiento entre sectores en áreas donde existen potenciales superposiciones. También puede facilitar el óptimo aprovechamiento del personal y ofrecerle mejores perspectivas de carrera. Se espera que baje costos de transacción y que genere economías de escala y alcance en la supervisión, que lleven a menores costos administrativos unitarios. Puede aumentar el prestigio y la visibilidad de los supervisores locales a nivel internacional. Se espera que reduzca el riesgo de captura por la mayor profesionalización de las autoridades regulatorias. En la medida en que el sector privado financiero se conglomerara para prestar servicios diversos, la supervisión integrada puede regularlos y supervisarlos más eficazmente. Por otro lado, se pierde la “competencia entre reguladores” y hay problemas de transición al nuevo sistema que merecen especial atención.

¹ Las funciones de regulación y supervisión son en esencia diferentes (dictar la norma y hacerla cumplir mediante controles y monitoreos), pero a la vez son tareas complementarias. En este trabajo se usarán los términos regulación, supervisión y monitoreo en forma intercambiable, abarcando la noción a ambas funciones, salvo que se explicita lo contrario.

² Las reformas, según Masciandaro y Quintyn (2009b), han tenido lugar en 82% de los países europeos, 77% de los pertenecientes a la Unión Europea y 73% de los países de la OECD.

Este debate comenzó a fines de los años noventa y se centró en la experiencia del Reino Unido. Su supervisor integrado era el paradigma del estado actual del arte. Sin embargo, no logró evitar la crisis financiera de 2008 en ese país. En tanto, Estados Unidos conservó sus reguladores especializados y enfrentó los mismos problemas, habiéndose escuchado en ese país críticas a los arbitrajes regulatorios que pudieron efectuar los conglomerados financieros y a la falta de comunicación entre los supervisores de diferentes actividades que no pudieron cubrir zonas grises en la regulación. Algunos académicos han realizado también esfuerzos para medir las bondades del cambio regulatorio respecto de la situación preexistente. Todo esto es información nueva, sobre un debate de pros y contras que ya se había dado.

El objetivo principal del estudio es actualizar y profundizar el debate conceptual de los principales argumentos que se esgrimen a favor o en contra de unificar la supervisión, con énfasis en su eficacia y eficiencia. La reciente crisis financiera ha agregado elementos al debate, que aquí procuraremos ponderar.

La segunda sección, tras esta introducción, se concentra en por qué se regula y supervisa según una perspectiva de economía del bienestar y se presenta una taxonomía de los modelos de supervisión financiera. La tercera sección evalúa y analiza los argumentos en el debate sobre la supervisión financiera integrada, y resume el rol del banco central en dicha discusión y los nuevos énfasis que aporta la reciente crisis financiera. En la sección cuarta se recopila evidencia empírica y en la quinta se discuten las conclusiones.

II. ¿Por qué se regula y supervisa? Perspectiva de la economía del bienestar

La regulación y la supervisión de los intermediarios financieros tienen que ver, en la perspectiva de la economía del bienestar, con la corrección de fallas del mercado. En presencia de bienes públicos, asimetrías informativas, rendimientos crecientes a escala o externalidades tecnológicas, el mercado falla en generar una asignación de recursos eficiente en el sentido de Pareto (Stiglitz, 1994). Mercados e instituciones financieras inapropiadamente reguladas pueden producir resultados subóptimos debido a una combinación de comportamiento anticompetitivo, información asimétrica, externalidades sistémicas o actividades fraudulentas.

Los servicios financieros pueden clasificarse en tres clases, prestados por sendos tipos de intermediarios: servicios bancarios (crédito, depósitos, pagos, etcétera), servicios relacionados a títulos negociables (emisión, comercialización, intermediación, administración de activos, etcétera) y servicios de seguros.

Según Herring y Santomero (2000), la meta última de la regulación financiera debiera ser asegurar que el sistema funcione eficientemente para transferir y asignar recursos en el tiempo y en el espacio bajo condiciones de incertidumbre. En realidad la regulación financiera procura atender, además, varios objetivos que exceden dicha meta, como salvaguardar el sistema del riesgo sistémico, proteger a los consumidores del comportamiento oportunista, mejorar la eficiencia del sistema financiero y, a veces, se la utiliza para alcanzar algunos objetivos sociales amplios (como incrementar la propiedad de la vivienda por parte de las familias o combatir el crimen organizado).

Nos referiremos en lo sucesivo a los objetivos sustantivos de la regulación financiera como: 1) preservar del riesgo sistémico, 2) promover la eficiencia del sistema y 3) proteger al consumidor de servicios financieros, dejando de lado objetivos sociales más amplios (siguiendo a Demaestri y Ferro, 2004; Demaestri y Guerrero, 2006).

El riesgo sistémico puede definirse como la posibilidad de un evento súbito y no anticipado que dañe el sistema financiero de modo que la actividad económica pueda sufrir a nivel de toda la economía. Dichos *shocks* se originan dentro o fuera del sistema financiero y pueden incluir la quiebra abrupta de un participante grande del sistema que detona una corrida, un problema tecnológico en algún eslabón crítico del sistema de compensación de pagos o un problema político, como una invasión exterior, desorden interno, la imposición de controles de cambio en un importante centro financiero, etcétera.

El aumento de la eficiencia y la competencia enfatiza la minimización de barreras a la entrada y la promoción de la innovación en el sistema. Los servicios financieros se han beneficiado de los avances en la informática y las comunicaciones. La regulación que favorezca la introducción de dichos cambios tecnológicos está colaborando a la baja de los costos medios de cada transacción (ganancias de eficiencia).

La protección al consumidor tiene que ver con la forma de enfrentar excesos o conductas oportunistas por parte de proveedores de servicios financieros u otros participantes en los mercados financieros. Los consumidores enfrentan problemas de información asimétrica al evaluar servicios financieros por lo cual son vulnerables a la selección adversa, es decir, elegir o ser elegidos por firmas deshonestas o incompetentes para efectuar una inversión o una transacción. También son vulnerables al riesgo moral o negligencia. Los consumidores no sofisticados son especialmente vulnerables a los problemas anteriores. Se les ofrece un seguro sobre los depósitos para contrarrestar las asimetrías informativas respecto de la calidad de los bancos, ya que puede ser costoso para ellos efectuar un monitoreo de los mismos. Los requisitos de disseminación de información pueden ayudar a mitigar los problemas de asimetrías informativas, por lo cual se estandarizan prácticas contables, se requiere periódica publicación de información de las firmas financieras y se aprovechan las economías de escala que existen en la acumulación de datos y el procesamiento de información, centralizándolas en manos del regulador financiero.

Los tres objetivos sustantivos de la regulación financiera pueden vincularse con tres funciones claves de la supervisión: 1) macroprudencial, 2) microprudencial y 3) de conducta (Carmassi y Herring, 2008).

La función macroprudencial consiste en limitar la tensión sobre el sistema que podría dañar la economía real. Se centraliza en instituciones “sistémicamente importantes” y en las consecuencias de su conducta sobre el sistema financiero. Se instrumenta mediante supervisión y vigilancia desde arriba hacia abajo (“*top-down*”), con énfasis en la exposición de las instituciones a un conjunto de *shocks*. Requiere mirar la seguridad y salud de las instituciones, medidas a través de diversos estándares, y evaluar en qué medida se puede proteger al resto de la economía de las potenciales externalidades sistémicas. Buena parte de la tarea consiste en el manejo de crisis, ello implica trabajo de prevención, alerta temprana, y potencialmente intervención. Esta última puede llevar a la liquidación de la entidad, a su rescate, fusiones, etcétera. Se vincula la ayuda que se pueda dar a instituciones en problemas de liquidez, con la provisión de la ventanilla de descuento por parte del banco central, en su rol de custodio de la liquidez y del sistema de pagos y de prestamista de última instancia.

La función microprudencial se enfoca en la solvencia de instituciones individuales antes que en el sistema financiero en su conjunto. Su objetivo es proteger a

los consumidores de servicios financieros de eventuales pérdidas, supervisando la capacidad *ex ante* de las instituciones financieras de cumplir sus compromisos, revisando la capitalización y las reservas y presionando cuando resulta necesario para reponer ambas. Esta perspectiva microprudencial es realizada desde abajo hacia arriba ("*bottom-up*") y puede recaer en la comparación con pares para dejar claro cuándo una institución financiera puede ser más riesgosa que otra en similares condiciones.

La regulación de conducta enfatiza salvaguardar a los consumidores de prácticas deshonestas u oportunistas. La vigilancia se concentra en potenciales conflictos de interés que pudieran surgir entre una institución financiera y sus clientes. Puede incluir estándares de disseminación de información, cuestiones vinculadas con la competencia del sistema, regulación contra el lavado de dinero, etcétera. Descansa mucho en interpretación de reglas, estándares y códigos de conducta (Carmassi y Herring, 2008).

II.1. Modelos de supervisión financiera

Aunque la necesidad de coordinación entre supervisores de diferentes intermediarios es clara, algunos esquemas institucionales la limitan y no necesariamente hay flujos de información entre ellos. Como mínimo, el sistema institucional debería permitir a los supervisores compartir información y promover la coordinación de las acciones de las diferentes agencias participantes. En el extremo, se puede tender a un regulador unificado, aunque la integración no tiene una justificación directa de aplicación en todos los casos. Hay que reconocer la existencia de diferencias entre intermediarios, la naturaleza de sus negocios, el tipo de contratos que generan, la maduración de deudas y el tipo de riesgo involucrado (Demaestri y Ferro, 2004; Demaestri y Guerrero, 2006).

Hay un amplio abanico de posibilidades respecto al grado de integración (Hussain, 2009; Carmassi y Herring, 2008): 1) reguladores sectoriales individuales (banca, seguros, valores); 2) un único regulador que cumpla los objetivos de protección al consumidor y promoción de la eficiencia, que podría o no incorporar al Banco Central, en la mayoría de los países a cargo de la estabilidad sistémica (Čihák y Podpiera, 2006); 3) separar la regulación prudencial (macro y micro en el banco central) de la supervisión de conducta (por ejemplo, situándola en la esfera de la autoridad de defensa de la competencia); y 4) establecer supervisores por funciones (macroprudencial, microprudencial y de conducta) para todos los sectores.

En el Cuadro 1 se ha tabulado una taxonomía de modelos posibles, que combina los objetivos y funciones, por un lado, con los sectores, por otro.

Cuadro 1 / Modelos regulatorios y de supervisión que combinan funciones y sectores

Modelo regulatorio	Objetivo →	Estabilidad sistémica	Resolución de asimetrías informativas/Protección al consumidor		Promoción de la eficiencia	
	Función →		Regulación Macroprudencial	Regulación Microprudencial		Regulación de Conducta
Estructura vertical o de silos, con divisiones sectoriales	Bancos		Banco central			
	Valores			Regulador de valores		
	Seguros			Regulador de seguros		
Único regulador (el banco central puede estar o no integrado al mismo)	Bancos		Regulador único			
	Valores	Banco Central				
	Seguros					
Estructura horizontal o "Twin peaks" (separada la regulación prudencial y de conducta)	Bancos		Banco central		Regulador de conducta	
	Valores					
	Seguros					
Multisectorial con separación funcional	Bancos		Banco central	Regulador microprudencial	Regulador de conducta	
	Valores					
	Seguros					

Fuente: Elaboración propia a partir de Čihák y Podpiera (2006), Carmassi y Herring (2008), Hussain (2009), Masciandaro y Quintyn (2009).

III. Argumentos en el debate sobre la supervisión financiera integrada

¿Qué explica el cambio desde supervisores sectoriales o especializados a organismos integrados? Masciandaro y Quintyn (2009) concluyen que un análisis costo beneficio desde la perspectiva de la economía del bienestar es una buena explicación.³ En esa línea, Demaestri y Ferro (2004) y Demaestri y Guerrero (2006) realizaron análisis de eficacia y eficiencia de integrar la supervisión. Algunas razones para decidir la integración tienen que ver con la presencia de conglomerados financieros y, en algunos casos, con una reciente crisis financiera.

³ Es la que aquí adoptamos, pero no la única. Bajo la perspectiva de la economía del bienestar, los hacedores de política económica tienen una función social de bienestar que optimizar. Una perspectiva alternativa es la de economía política, donde una buena lectura es Masciandaro y Quintyn (2009). Allí se enfatiza el papel de los intereses de los agentes participantes en el diseño y en el juego regulatorio.

La literatura teórica sobre el particular sugiere que la estructura de la regulación y supervisión es sólo un aspecto que afecta su eficacia y eficiencia: algunos prerequisites clave relacionados con la organización incluyen objetivos claros, independencia y responsabilidad de rendición de cuentas, recursos adecuados, poderes efectivos, calidad del ambiente institucional general y eficiencia de costos. No hay un argumento concluyente de que una forma de organización sea mejor que otra, si hay muchas ventajas y desventajas potenciales de varias formas de organización, las cuales dependen en cada contexto de los puntos de partida (Čihák y Podpiera, 2006).

Se espera que la integración de la supervisión permita controlar mejor cuestiones que afectan a todo el sistema financiero y tener respuestas rápidas a problemas, es decir, sumar eficiencia al proceso; y ganar en flexibilidad al adaptarse rápido a nuevos productos e instituciones y al evitar dudas sobre jurisdicción o rivalidades cuando hacen falta respuestas rápidas. Se espera que mejore la coordinación, la comunicación, así como el intercambio de información, conocimiento y experiencia, aunque hay formas alternativas de compartir información entre agencias múltiples sin llegar a la fusión (como simples memorándum de entendimiento entre agencias).

Del análisis de la literatura sobre el tema, sin ser exhaustivos, se pueden aproximar ocho puntos de discusión en la evaluación de los pros y contras de integrar la supervisión financiera, para cada uno de los cuales se desarrolla una subsección. Éstos son: extensión de incentivos al riesgo moral, posibilidad de captura, efecto “árbol de navidad”, posibilidad de constitución de un Leviatán burocrático, transparencia y responsabilidad de rendición de cuentas (pudiendo rotularse a los cinco anteriores como “institucionales”), economías de escala y alcance, creciente existencia de conglomerados financieros y difusos límites entre productos, neutralidad competitiva y coherencia del marco regulatorio (estos tres últimos pueden identificarse como argumentos económicos para efectuar los cambios).

La literatura es muy extensa y los diversos autores complementan perspectivas y énfasis. Sin que la lista sea exhaustiva, se pueden profundizar los diversos temas que se tratan a continuación en Llewellyn (1999), Briault (1999 y 2002), Demaestri y Sourrouille (2003), Demaestri y Ferro (2004), Giucci, Herasym y Lachmund (2005), Krande (2005), Llewellyn (2006), Holopainen (2007), Carmassi y Herring (2008), y Pellerin *et al.* (2009).

III.1. Argumentos institucionales

Tienen que ver, respectivamente, con la negligencia, la corrupción, la búsqueda al mismo tiempo de muchos objetivos (a veces contradictorios), el riesgo de un monopolio todopoderoso y la responsabilidad a la hora de rendir cuentas.

III.1.a. Extensión de incentivos al riesgo moral

La integración puede generar riesgo moral en el público: la creencia, fundada en un contrato implícito (Briault, 1999), de que todos los intermediarios recibirán salvataje de la red de seguridad en caso de crisis, lo que puede establecer una fuerte carga sobre quienes tienen que tomar decisiones en ese momento.

III.1.b. Posibilidad de captura

Un organismo más fuerte, con mejores recursos, más claro mandato y autonomía puede responder mejor a los intereses de los consumidores de servicios financieros conservando una postura balanceada e independiente. Al mismo tiempo, en términos más cínicos, sobornar a uno es más fácil que sobornar a varios, pero también puede ser más caro si el organismo regulador es más profesional y está más expuesto, lo que permitiría resistir mejor los embates de intereses particulares (Llewellyn, 1999).

III.1.c. Efecto “árbol de navidad”

La integración da oportunidad de “resetear” las metas del regulador financiero, desechando objetivos secundarios, y explicitando metas realistas y precisas, lo cual aumenta la transparencia y responsabilidad. En muchos países habría que revisar numerosas piezas de legislación y regulaciones para montar la nueva entidad y darle poderes y potestades efectivas. En el Reino Unido, donde el proceso fue muy complejo, se creó un único cuerpo legislativo en reemplazo de los precedentes (Briault, 1999). La ley tiene que definir la misión, objetivos, poderes y alcance de responsabilidades, el grado de autonomía y protección legal a sus funcionarios por decisiones que tomen de buena fe en el ejercicio de sus funciones, las fuentes de fondos, la posibilidad de establecer convenios, el régimen laboral del personal, etcétera.

Lo anterior provee una posibilidad pero que no está exenta de peligros. La posibilidad es crear un organismo con objetivos, orientación y funciones precisas y delimitadas, desechando objetivos laterales o secundarios. El riesgo es que en la definición de los objetivos haya intereses políticos o sectoriales que engrosen las misiones y funciones, y que carguen a la nueva institución de responsabilidades secundarias que le consuman los recursos y le quiten efectividad en el logro de los objetivos sustantivos. A ello se refiere el efecto “árbol de navidad”: la tendencia a cargar de objetivos y metas adicionales a las sustantivas que disperse y haga difusos los cometidos de la nueva agencia reguladora unificada.

En contra de la integración, se esgrime que a los reguladores se les pueden asignar objetivos no claros, sobrecargarlos de metas por presiones políticas o de intereses sectoriales creados, y puede no reconocerse la especificidad de los distintos sectores (tratando por igual a sectores que son diferentes), puede haber conflictos culturales entre los reguladores de distintas industrias y conflictos de interés (política monetaria versus estabilidad financiera, supervisión prudencial versus protección al consumidor, por ejemplo) (Demaestri y Guerrero, 2006).

III.1.d. Posibilidad de constitución de un Leviatán burocrático

Es decir, un supraorganismo con plenos poderes, autonomía, recursos y discrecionalidad. Se generaría un peligroso monopolio, con demasiado poder y capacidad de establecer muchas y costosas regulaciones, que inclusive puede perder la flexibilidad que se requiere ante crisis, al tornarse más rígido y burocrático. También se desvanece la competencia entre supervisores. Esta última, si bien puede redundar en mejores servicios regulatorios a un menor costo para las entidades reguladas, puede generar también una espiral destructiva para la calidad del sistema. Ello, por el riesgo de abrir una carrera entre entidades regulatorias para atraer más “clientes” vía disminución de los estándares regulatorios (“*race to bottom*”). La integración aventa dicho peligro al eliminar ese potencial negativo de la competencia. Briault (1999) reconoce que no hay una manera fácil de evitar la percepción de este riesgo. Sin embargo, hay formas de evitar que ocurra. Los principios fundamentales que el marco legislativo de un enfoque integrado para la regulación financiera debería tener en cuenta son: la previsibilidad, la transparencia y la rendición de cuentas del organismo integrado con respecto a sus acciones y procedimientos.

III.1.e. Transparencia y responsabilidad en la rendición de cuentas

Se espera que la integración de la supervisión financiera aumente la responsabilidad en la rendición de cuentas (“*accountability*”) del regulador al tornarlo más visible y ser más transparente su cometido. Con responsabilidades difusas o superpuestas es posible echar culpas de fallas propias a otro regulador.

Se pretende que este tipo de organizaciones sean razonablemente independiente del poder político y que profesional y económicamente tengan medios para su cometido. Un punto importante es que independencia sin responsabilidad en la rendición de cuentas podría llevar a un ejercicio abusivo o arbitrario del poder, e inclusive alentar la captura. Allí la mayor salvaguardia es establecer claramente responsabilidades y la máxima transparencia (Carmassi y Herring, 2008).

La integración permite solucionar problemas precedentes de dependencia institucional, potestades, el sistema de nombramiento y remuneración de sus funcionarios, el grado de autonomía y ante quién se rinden cuentas. Si las metas son más precisas y acotadas, y existen responsables que son fácilmente identificables, facilitan la rendición pública de cuentas. Un riesgo es la politización. Otro riesgo contrario es la excesiva tecnificación y la ausencia de rendición de cuentas a la ciudadanía. Se debe mantener un cuidado balance en lo anterior. Una ventaja adicional de la unificación es que se vuelve más visible la autoridad responsable en caso de crisis.

III.2. Argumentos económicos

Se refieren a reducciones de costos por mayor escala y alcance, a enfocar el negocio de la misma forma integrada que lo hace la industria y a emparejar el campo de juego de toda clase de intermediarios.

III.2.a. Economías de escala y alcance

Los costos que se pueden economizar abarcan tanto el costo explícito de las instituciones regulatorias, la carga excedente sobre las firmas financieras (costos de cumplimiento) y las externalidades sobre la innovación financiera.

Se pueden lograr economías de escala en el manejo de personal y otros recursos valiosos y específicos por el lado del regulador, bajando los costos de cum-

plimiento sobre los regulados, al introducir un criterio de ventanilla única para la información que debe rendirse. Las economías de escala y alcance son de difícil medición, y hay algunos estudios empíricos poco conclusivos que se comentan en la sección siguiente. Las sinergias podrían ser más escasas de lo que *a priori* se considera. También se argumenta que con los mismos recursos se puede ganar en calidad de supervisión. Este argumento pesa mucho en países pequeños y donde predominan los bancos entre los intermediarios financieros.

La unificación en un único ente regulador significa ahorro de costos por la posibilidad de compartir administración, infraestructura y servicios de soporte (como tecnología de la información). Las economías de escala y alcance se extienden al personal, su aprovechamiento, la posibilidad de contratar talento competitivamente con el sector privado, entrenarlo y retenerlo con incentivos ligados a su carrera, remuneración y prestigio profesional y social.

En la transición puede haber un problema serio de desmoralización del personal y de pérdida de talento, de memoria institucional, de conocimientos muy específicos y de prestigio, por dilaciones, tortuosos procesos de negociación para definir funciones y objetivos, y disputas en torno a la orientación de la institución. El personal podría partir al no tener clara su futura carrera, hecho que es condicional al mercado laboral específico donde se esté analizando la reforma, dados los nexos con el sector privado y la movilidad de los trabajadores.

El proceso de fusión en sí tiene sus costos: integrar soportes tecnológicos y de información, diseñar y estandarizar procesos, el reparto de funciones directivas y de presupuesto en los nuevos departamentos, la traumática eliminación de duplicaciones y excedencias, el diseño del plan de acción institucional y su puesta en marcha, etcétera. La posterior armonización de la regulación es un proceso que lleva tiempo y demanda ganar conocimiento de los otros sectores por parte de áreas antes especializadas. La transición requiere cierta calma en el mercado al momento en que se desarrolla la reforma y toma cuerpo. Es difícil pensar en un cambio en medio de una crisis, aunque varios han tenido lugar posteriormente a un *shock* severo en el sistema financiero o como consecuencia mediata del mismo.

III.2.b. Creciente existencia de conglomerados financieros y difusos límites entre productos

La innovación financiera implica nuevos productos y mayor complejidad. Se difuminan las diferencias entre productos e intermediarios. Pero siguen existiendo diferencias entre intermediarios, negocios, contratos, plazos y riesgos. Con matices, en algunos países el intermediario dominante son los bancos, pero los diferentes intermediarios desarrollan negocios distintos.

Un conglomerado financiero es una entidad que provee una amplia gama de servicios (por lo menos dos), incluyendo combinaciones de banca comercial, banca de inversión, administración de activos, seguros y cualquier otro servicio financiero, como pensiones. Comparado a un banco universal, un conglomerado extiende sus servicios a otras líneas de negocios financieros relacionados, especialmente al sector de seguros (Brost *et al.*, 2008).

La desaparición de divisiones entre tipos de intermediarios implicó la necesidad de cambios en la supervisión financiera. Se considera que distintas agencias especializadas no pueden evaluar adecuadamente los riesgos de grupos que participan en múltiples sectores, así como determinar la base de capital necesaria y los protocolos de administración del riesgo. La integración de la supervisión facilita el monitoreo de conglomerados financieros que actúan sobre la base de una maximización de beneficios a nivel de grupo (aunque muchas empresas financieras continúan operando en forma individual y no incursionaron en otros negocios), cerrando brechas regulatorias e impidiendo inconsistencias, y tratando el riesgo del grupo en forma consolidada. Con la reciente crisis crediticia, se pronunció aún más la discusión acerca de los conglomerados.⁴

Una tendencia en servicios financieros ha sido un incremento en el grado de sustitución de distintos instrumentos financieros. Los depósitos bancarios, por ejemplo, compiten con los fondos de “*money markets*” en la provisión de ahorro y liquidez (Di Giorgio y Di Noia, 2008). Muchos productos de la industria de

⁴ Un referí anónimo, a quien agradecemos, sugirió una adecuada matización a lo que aquí se dice: los aspectos jurídico/legales son sumamente relevantes a la hora de definir/modificar las instituciones que van a llevar a cabo las tareas de regulación/supervisión de conglomerados financieros. La comparación del desarrollo de la banca de inversión entre Estados Unidos y Europa no puede dejar de mencionar las diferencias en el tratamiento regulatorio que realizaban ambas jurisdicciones. El nivel de desarrollo de las instituciones financieras también son temas a considerar. Por ejemplo, en jurisdicciones donde los bancos son los principales operadores y los mercados de capitales son poco profundos no habría muchos incentivos para realizar cambios jurídico/legales que lleven al objetivo de una supervisión integrada.

seguros, asimismo, compiten con productos de ahorro. Los consumidores están demandando paquetes completos de servicios financieros, con preferencia por proveedores únicos de los mismos.

Complementariamente a esta tendencia, los oferentes están percibiendo que pueden administrar sus relaciones con los clientes de una forma más rentable, a través de la provisión de paquetes más completos de servicios financieros. Estos cambios están afectando los costos económicos de la regulación a través de barreras entre distintos productos y entidades. Al mismo tiempo, cambios tanto en la propia industria de servicios financieros como en la tecnología han erosionado un aspecto antes particular de los bancos. El surgimiento de sustitutos a los depósitos y créditos bancarios y los menores costos para obtener información sobre los clientes que tradicionalmente solo tenían los bancos, hace que el rol de los bancos en la provisión de crédito y liquidez esté cambiando (Claessens, 2002; Carmassi y Herring, 2008).

La diversificación de la actividad de los bancos, conforme a Claessens (2002), está asociada a la desintermediación de los activos y pasivos bancarios por parte del mercado de capitales, lo cual presionó a los bancos a ampliar los servicios financieros ofrecidos, en un intento por adaptarse a las necesidades y preferencias de un abanico más amplio de consumidores. Otra razón son los cambios tecnológicos que permiten a las entidades financieras brindar múltiples servicios simultáneamente aprovechando economías de alcance. La respuesta de los reguladores a esta tendencia ha sido remover las restricciones a la operación de estas entidades.

El concepto de conglomerado se define por la situación en que una entidad financiera está habilitada a proveer todos las especies de productos financieros (banca comercial y de inversión, títulos negociables, administración de activos, y seguros) bajo el mismo techo. Los modelos de conglomerado incluyen banca universal, banca aseguradora (*bancassurance*), y otros, como *holdings* bancarios involucrados en la provisión de múltiples servicios financieros (Brost *et al.*, 2008; Baltensperger *et al.*, 2008; y Geneva Association, 2010b).

Las dificultades en materia de regulación de conglomerados financieros pueden aparecer en distintas áreas: los requerimientos de capital para distintas líneas de negocios son distintos debido a diferentes patrones de riesgo; un conglomerado financiero estructurado como *holding* puede colocar sus productos y activos en la

línea de negocios con menores requerimientos de capital (arbitraje regulatorio); un *holding* puede reunir capital mediante la emisión de deuda por una subsidiaria y su infusión como aporte de capital en otra subsidiaria (doble apalancamiento).

III.2.c. Neutralidad competitiva y coherencia del marco regulatorio

Suele argumentarse que la existencia de un supervisor integrado es más efectiva en asegurar que los conglomerados no encuentren brechas regulatorias, ni se vean expuestos al cumplimiento de normas superpuestas. Si los intermediarios financieros ofreciendo servicios similares son supervisados por distintas autoridades, un nuevo producto será localizado estratégicamente en el sector del conglomerado que implique los menores costos posibles de cumplimiento con la regulación, y/o donde la supervisión sea considerada menos intrusiva. A mayor escala, el diseño de nuevas compañías financieras será pensado alrededor de la idea de minimizar la exposición a la regulación. La respuesta de las entidades reguladas en forma asimétrica puede llevar a la localización de las operaciones más riesgosas en subsidiarias que se encuentran fuera de la parte sistemáticamente relevante del conglomerado.

Con la integración de la supervisión financiera, se reduce la posibilidad de arbitraje regulatorio en la medida en que se unifica el tratamiento y se llenan lagunas y zonas grises regulatorias que alientan el arbitraje regulatorio y tornan la competencia desigual entre los que arbitran y los que no lo hacen (neutralidad competitiva), compitiendo por los mismos clientes en el mismo mercado.⁵ Muchas veces la falta de neutralidad competitiva no es una creación deliberada, sino el resultado de respuestas *ad hoc* a crisis.⁶

Pero si se integra la supervisión, debe conservarse la especificidad de la regulación que le es propia a cada intermediario. Los sectores de seguros, valores y pensiones temen que el sesgo de la visión “bancaria” predomine sobre otros intermediarios (solución del talle único, “*one size fits all*”).

Se destaca la dificultad del supervisor único de encontrar un balance entre distintos objetivos (cuestiones macro y microeconómicas). Asimismo la creciente

⁵ Otro factor que afecta la competencia es el caso de conglomerados radicados en más de una jurisdicción. Los cambios regulatorios/de supervisión en una jurisdicción pueden afectar la asignación de recursos/desarrollo de estrategias/productos dentro de un conglomerado financiero.

⁶ O como lo sugiere un referí, a quien agradecemos el punto, hay un impacto que genera la propia regulación dentro de la evolución de los intermediarios financieros: por ejemplo, hay quienes consideran que el desarrollo del modelo “*originate to sale*” se generó como una forma de eludir la regulación de Basilea II.

globalización en la provisión de servicios financieros pone una presión extra, porque los intermediarios son globales, pero el prestamista de última instancia sigue siendo nacional.

III.3. Rol del banco central en la supervisión financiera

Por dos razones, un actor clave en la integración de la supervisión es el banco central. Primero, los bancos suelen ser los intermediarios principales y segundo que el banco central (supervisor macroprudencial y de conducta por defecto de los bancos) es el prestamista de última instancia.

Hussain (2009) apunta que hay dos enfoques alternativos en torno a la integración de la supervisión financiera: colocarla en el banco central o disociarla del mismo y quedando como responsable de la supervisión macroprudencial. Hay un consenso general en que esta última debe estar en manos del banco central y también que hay sinergias informativas entre aquella y la regulación microprudencial, dado que el conocimiento detallado de las instituciones permitido por la supervisión microprudencial apoya la buena calidad de la política monetaria y el manejo de crisis (Čihák y Podpiera, 2006; Masciandaro y Quintyn, 2009; Carmassi y Herring, 2008; Ojo, 2010).

Los argumentos a favor de la separación del banco central de la tarea supervisora apuntan al conflicto de intereses entre la administración de la política monetaria y el acto de la supervisión financiera. Los efectos cíclicos de la política regulatoria (micro) y monetaria (macro) tienden a entrar en conflicto. La política monetaria es contracíclica, mientras que el efecto de la regulación prudencial, como los requerimientos mínimos de capital, suele ser procíclico. Paralelamente, la centralización podría llevar a creer al sector privado que la política monetaria siempre está guiada por consideraciones de estabilidad del sistema, o viceversa, lo cual puede incrementar el riesgo moral para el caso del rol de salvataje de instituciones y prestamista de última instancia. Por último, el costo reputacional en caso de una crisis bancaria también es mayor si el banco central centraliza ambas funciones. Se ha destacado que los logros en supervisión microprudencial no son visibles, pero los fracasos en la macroprudencial están en todos los titulares de los diarios (Demaestri y Guerrero, 2006).

III.4. Discusión poscrisis. ¿Nuevos énfasis?

Puede argumentarse que hay un antes y un después en esta discusión a raíz de la crisis financiera de 2008. Las reformas de los primeros años de los noventa tuvieron lugar en países con complejos sistemas financieros (como el Reino Unido), otros saliendo de devastadoras crisis financieras (como Suecia), y en otros casos por vinculaciones con los problemas anteriores (como en Australia, Canadá, Estados Bálticos, etcétera).

Durante 2007, por el contagio de la crisis desde el mercado de hipotecas en Estados Unidos, se generó un evento global con pérdidas derramándose en los mercados financieros de todo el orbe. La innovación financiera, como los títulos respaldados por hipotecas (*Market Backed Securities*, MBS) u obligaciones garantizando deudas (*Collateralized Debt Obligation*, CDO), le permitieron a instituciones e inversores individuales de todo el mundo invertir en el mercado de viviendas americano. En la medida en que los precios comenzaron a bajar, instituciones con fuerte exposición a dichos instrumentos experimentaron importantes pérdidas y comenzaron a desarmar posiciones, generando ulteriores bajas de cotización y mayores pérdidas, dada la interconexión entre instituciones financieras. La Reserva Federal facilitó el acceso a la ventanilla de descuento y ofreció una línea de crédito especial (*Term Auction Facility*). En el Reino Unido se extendió el seguro de depósitos para cubrir las obligaciones de la fallida Northern Rock, institución crediticia con fuerte exposición en el mercado inmobiliario. Los problemas en Estados Unidos se agravaron con el rescate de Bear Stearns, la quiebra de Lehman Brothers, el salvataje de la compañía privada de seguros AIG y el rescate de las instituciones patrocinadas por el Estado para originar hipotecas Freddie Mac y Fannie Mae. Como consecuencia de la crisis, cayó el PIB y el volumen de comercio internacional y los flujos de capitales revirtieron su dirección. Varios países anunciaron la recapitalización de bancos y otras medidas de apoyo entre 2008 y 2009 (Laeven y Valencia, 2010; Claessens *et al.*, 2010). Tras la bancarrota del banco de inversión Lehman Brothers, que fue un punto de inflexión en la crisis, se votó en el Congreso de Estados Unidos un paquete de ayuda de US\$ 700 mil millones (*Troubled Asset Relief Program*, TARP). Las tasas de interés internacionales descendieron a niveles históricamente bajos.

La diversificación de la actividad bancaria está asociada a la desintermediación y a la migración del paradigma de negocios “*originate to hold*” al “*originate to sale*”. Es decir, pasar de los activos tradicionales de los bancos, préstamos, a

transformarlos en títulos transables y venderlos, sacándolos del balance y disponiendo, de esa forma, nuevamente de liquidez para reiniciar el ciclo. Dicho cambio de enfoque del negocio ha incorporado opacidad a los balances y la necesidad de extender los negocios a clientes “*substandard*”. La desintermediación ha incorporado fragilidad al bajar la calidad promedio de los activos de los bancos (Claessens, 2002).

Durante 2010, el Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley Dodd-Frank de Reforma a Wall Street y de Protección al Consumidor (de servicios financieros). Procura mitigar el riesgo sistémico, fortaleciendo un nuevo ente regulador financiero dedicado a las instituciones generadoras de riesgo sistémico (*Financial Stability Oversight Council*, FSOC). La FSOC está integrada por el Tesoro, la Reserva Federal y otros reguladores de diversos negocios financieros (Bhatia, 2011). Como una consecuencia de las reflexiones motivadas en los aprendizajes de los acontecimientos anteriores, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea introdujo el esquema de regulación bancaria Basilea III, incrementando los requerimientos de capital, colocando techos al apalancamiento, estableciendo límites al riesgo de contraparte y fijando nuevos requisitos de liquidez. Basilea III expandió el alcance del capital incremental por riesgo desde riesgo de *default* a éste más el riesgo de transición entre calificaciones financieras. Éste último comprende la probabilidad de pérdidas resultantes de una suba o baja de calificación (van der Ploeg, 2010). Basilea III procura incrementar la liquidez de los bancos y reducir su apalancamiento.

En los últimos veinte años se había observado como muchos bancos centrales enfocaron su accionar en la política monetaria y en la estabilidad de precios, en tanto el rol de control de la estabilidad sistémica perdió prominencia relativa. En particular, ese fue el caso del Reino Unido donde la regulación se concentró en instituciones individuales y se separó el rol microprudencial en la FSA de la política monetaria y de la supervisión macroprudencial que quedaron en manos del Banco de Inglaterra. Algunos observadores consideran que en el caso inglés la tarea microprudencial en el período previo a la crisis no pasaba de una suerte de auditoría externa (HM Treasury, 2010). Pero la experiencia reciente expuso límites a dicho enfoque de supervisión a distancia, debido a los complicados nexos existentes dentro del sistema financiero, donde aún instituciones que parecían tener buena salud financiera colapsaron durante la crisis de 2008.

Como lección aprendida, cabe mencionar la necesidad de que el regulador entienda los modelos de negocios a fin de poder efectuar juicios fundados sobre

los riesgos que las firmas individuales cargan a sí mismas y sobre el sistema en su conjunto. En este sentido, la íntima relación existente entre las regulaciones macroprudencial y microprudencial, así como la provisión de liquidez a los bancos, hace que existan sinergias cuando ambas funciones están a cargo de la misma entidad (el banco central).

La reciente crisis financiera internacional deja instructivas lecciones que ayudan a ponderar los argumentos anteriormente expuestos (Winkler, 2010; Rotier y Véron, 2010; Geneva Association 2010a y 2010b; Chan-Lau, 2010): hubo fuerte incidencia de los arbitrajes regulatorios. Parte de los problemas de rescate se dieron en instituciones con potencial de daño sistémico que sacaron de balance actividades, o en aseguradoras que incursionaron en negocios cuasi-bancarios.

Asimismo, la reciente crisis disparó el debate técnico sobre la conveniencia de instaurar esquemas de supervisión especializada versus integrada entre intermediarios diferentes (bancos, seguros, valores, pensiones), y la conveniencia de especializar o integrar funciones (macroprudencial, microprudencial y protección del consumidor). Se advierte el cambio de énfasis en las generaciones de literatura sobre el tema, la primera centrada en los intermediarios, la más reciente en ambos temas.

En el debate poscrisis, se discute si la supervisión macroprudencial debe estar integrada con la microprudencial a raíz de la insuficiencia de éste último enfoque para detectar los riesgos sistémicos que se iban generando en los años anteriores a la crisis, aun cuando la salud individual de las entidades parecía buena. Hay acuerdo ahora en que la supervisión macroprudencial requiere conocimiento de las entidades sistemáticamente importantes y la microprudencial no puede dissociarse del desenvolvimiento del entorno macroeconómico, dado su incidencia en los balances de las entidades (Brunnermeier *et al.*, 2009; y Baltensperger *et al.*, 2008).

Una segunda discusión tiene que ver con si conviene que el banco emisor, prestamista de última instancia y/o del seguro de depósitos, esté a cargo de la supervisión macroprudencial. El alerta se vincula con los costosos salvatajes de entidades durante la crisis reciente. La cuestión es si un supervisor macroprudencial, que deberá hacerse cargo de los efectos de la crisis, no tomará en cuenta esa información antes de la crisis.

Una tercera discusión es si se debe separar de las anteriores funciones (microp- prudencial y macrop- prudencial) la protección del consumidor, y dónde ubicarla. Al respecto, se abren varias alternativas, como un regulador específico, la autori- dad de defensa de la competencia, o el mismo supervisor financiero. En el caso inglés, por ejemplo, se lo ha disociado de las nuevas funciones atribuidas al Ban- co de Inglaterra, creando una autoridad con cometidos específicos. El objetivo de dicha disociación tiene que ver con descargar al supervisor financiero para que se concentre exclusivamente en la salud del sistema y de sus entidades componentes (HM Treasury, 2010).

Un cuarto tema de discusión es el grado de injerencia del ministerio de hacienda o su equivalente. En muchos países hay comités conjuntos entre las autoridades fiscales y monetarias como forma de poner en común información de ambas partes y tomar decisiones de política más fundadas. En un período sin crisis, se pueden constituir comités donde el supervisor financiero intercambie infor- mación y estrategias con las autoridades fiscales (ministerio de hacienda o su equivalente). Producida una crisis, dichas autoridades fiscales pueden tener que protagonizar un rol activo en el rescate de las entidades colapsadas. La reciente crisis financiera internacional ha destacado la importancia de este tema, dados los costos traspasados a los contribuyentes de los recientes colapsos de enti- dades y los rescates efectuados. En los últimos veinte años, la tendencia fue a la creciente autonomía de los bancos centrales con respecto al Poder Ejecutivo con el objetivo de que la política anti-inflacionaria no se viera comprometida por necesidades fiscales. Ahora, los énfasis parecen distintos, en un mundo desa- rrollado con muy bajas tasas de inflación, pero deudas públicas incrementadas fuertemente por la necesidad de hacer frente a los costos de rescatar entidades insolventes (Laeven y Valencia, 2010).

IV. Evidencia empírica

En las secciones II y III se discutió el por qué de la supervisión financiera y los argumentos que se esgrimen para organizar dicha supervisión en forma integra- da o especializada. Aquí se han compilado y discutido los hallazgos empíricos sobre pros y contras de integrar la supervisión financiera.

De Luna Martínez y Rose (2003) presentan los resultados de una temprana encuesta sobre un grupo de quince países que habían adoptado hasta ese mo-

mento supervisión integrada.⁷ Los autores examinan cuatro cuestiones: las razones por las que dichos países establecieron una agencia supervisora integrada, el alcance de los poderes regulatorios y de supervisión de esas agencias, su progreso en armonizar sus prácticas regulatorias y de supervisión entre los diversos intermediarios monitoreados y los problemas prácticos que enfrentaron al adoptar la supervisión integrada. Las causas de la reforma citadas en la encuesta tienen que ver en más del 90% de los casos con la necesidad de supervisar instituciones financieras que se han vuelto más complejas, en un 80% con el logro de economías de escala en la supervisión y regulación, en un 27% de los casos para aumentar la comunicación entre cuerpos de supervisión, en un 20% tanto en cerrar brechas regulatorias como en reestructurar agencias luego de una crisis y, finalmente, en un 13% superar otras debilidades en la regulación. En general, estos reguladores unificados no tienen tanto poder como *a priori* podría pensarse, porque tanto los ministerios de finanzas como los bancos centrales separados han retenido importantes funciones de regulación prudencial, autorización de entidades, etcétera.

En cuanto a los problemas de la integración, se declaró en dos tercios de los casos que hubo restricciones legales a la integración que requirieron tareas de reforma legislativa, en el 60% de los casos hubo partida de personal experimentado y en la mitad de los casos hubo demoras en la integración de los sistemas informáticos y demás infraestructura, así como desmoralización del personal por el proceso de fusión. En pocas entrevistas se reportaron falta de claridad en las nuevas funciones regulatorias y problemas presupuestarios.

Čihák y Podpiera (2006) revisan la experiencia internacional de supervisión integrada, usando datos de cumplimiento con estándares internacionales, como aproximación de la calidad de la supervisión, para establecer la validez de los argumentos teóricos que se esgrimen en la discusión.⁸ Hallan que la integración completa (medida con una variable *dummy*) se asocia con mayor calidad de la supervisión en seguros y valores y mayor consistencia en la integración entre sectores, después de controlar por nivel de desarrollo. También encuentran que

⁷ Australia, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, Estonia, Hungría, Islandia, Letonia, Luxemburgo, Malta, México, Noruega, Singapur, Suecia y el Reino Unido (con niveles y formas disímiles de integración).

⁸ La calidad de supervisión la miden por medio del cumplimiento de los Principios Centrales de Basilea para la Supervisión Bancaria Efectiva (*Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*, BCP), los Principios Centrales de Supervisión de Seguros (*Insurance Core Principles*, ICP) de la Asociación Internacional de los Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) y los Objetivos y Principios de Regulación de Valores (*Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO) de la Asociación Internacional de Comisiones de Valores (*International Association of Securities Commissions*, IOSCO).

la integración no está asociada con una reducción significativa del personal de supervisión. El cumplimiento de los estándares se basa en una escala de 1 a 4 puntos, desde mayor a menor, proveniente del Fondo Monetario Internacional. La muestra se compone de 65 países. Hay una relación positiva entre el ambiente regulatorio general y el nivel de implementación de estándares, y se espera en países más desarrollados un mejor ambiente regulatorio en general.

El análisis de regresión confirma que los países con integración de la supervisión financiera tienden a tener una mayor calidad de supervisión bancaria, pero los niveles de PIB per cápita se correlacionan positivamente con dicha calidad. Si se mira exclusivamente el cumplimiento de las recomendaciones internacionales sobre supervisión bancaria, la media de calidad de los países con supervisión integrada aumenta 14%, en tanto lo hace en 8% si se cuenta el cumplimiento de todos los estándares, pero cae más de la mitad (y se torna no significativo) si se ajusta por PIB per cápita.

Čihák y Podpiera (2006) no encuentran evidencia de que la integración en la supervisión arroje reducciones de costos en términos de empleados trabajando en cuerpos supervisores. El personal tenido en cuenta fue exclusivamente el contabilizado en tareas específicas de supervisión, por lo que podría haber ahorros de personal de otro tipo, no detectado, dicen los autores.

Čihák y Tieman (2008) analizan la calidad del sistema de regulación y supervisión financiera, aproximado por la concordancia de los esquemas nacionales con estándares internacionales. El análisis de regresión encuentra que la calidad de la supervisión bancaria puede explicarse por variables institucionales y por el PIB per cápita. Para la supervisión de seguros y valores, la conclusión es similar, si bien menos fuerte. Al dividir los datos por zonas geográficas, encuentran sustancial diferencia en la calidad de la regulación por región, alguna (pero no toda) de la cual puede explicarse por diferencias en el desarrollo económico. En los países de altos ingresos, en general, la supervisión es de mayor calidad que en los de ingreso medio o bajo, aunque también es cierto que en los primeros casos la tarea es más complicada dados los sistemas financieros más complejos.

El enfoque empírico utilizado en Hussain (2009) para observar características comunes entre países con estructuras de supervisión similares es el análisis de medias, que compara promedios de variables del sector bancario entre sistemas

regulatorios y busca probar la presencia de diferencias estadísticamente significativas. La hipótesis nula es que los promedios de variables macroeconómicas y bancarias no varían entre estructuras de supervisión centralizadas a otras con múltiples agencias. La segunda etapa de la metodología consiste en efectuar la regresión entre el nivel de salud del sector bancario como función de la estructura de supervisión y las características del sistema bancario, aislando el efecto de variables macroeconómicas como el crecimiento económico y la inflación.

El grado de integración en la supervisión es medido por un índice de concentración de autoridades financieras. Se asigna un valor numérico a cada tipo de esquema de supervisión, que va desde 0 (regulación de cada sector del sistema financiero por parte de autoridades especializadas, con participación del banco central en la supervisión bancaria), hasta 7 (única autoridad responsable por la totalidad del sistema financiero sin involucramiento del banco central). Las medias del ingreso bruto nacional per cápita, la proporción de activos de privados como proporción del PIB, la concentración bancaria y las dos variables de crisis en regímenes de único supervisor, son estadísticamente diferentes a las medias de las mismas variables en países con múltiples supervisores.

Masciandaro y Quintyn (2009b) en un reciente análisis investigan información sobre supervisión financiera de 102 países para el período 1998-2008. Procuran contestar cuáles son las principales características de la revisión de la arquitectura regulatoria, qué explica la creciente diversidad de diseños institucionales y cuáles fueron los efectos del cambio de supervisión en la calidad de la regulación y la supervisión. Se distingue supervisión de regulación, y se centran en la primera, en temas microprudenciales y de protección al consumidor, argumentando que en la mayoría de los casos la supervisión prudencial la efectúa el banco central y la política de competencia la lleva adelante otra autoridad especializada.

En la muestra de Masciandaro y Quintyn (2009b) un 35% de los países conserva el modelo vertical de supervisión por sectores; en un 24% está completamente integrada; hay dos casos de “*twin peaks*”, con separación de estabilidad sistémica en un pico y regulación de conducta en el otro; y muchos sistemas híbridos, resultados de la historia y la costumbre donde hay a veces varios supervisores por sector, como en el caso de Estados Unidos. En veinte años hallan 66 países con reformas, donde ponderan por tercios aproximadamente los regímenes unificados, verticales e híbridos, y bastante más minoritarios, están los designados como horizontales o “*peaks*”.

V. Conclusiones

La regulación y supervisión financiera tienen base en la economía del bienestar, a partir del reconocimiento de las fallas de mercado en esas actividades. Rendimientos crecientes a escala en algunas de ellas, asimetrías informativas, externalidades sistémicas y bienes públicos —como el funcionamiento del sistema de pagos—, justifican distintos grados de intervención regulatoria y de supervisión. Se resguarda la integridad de las instituciones y del sistema en su conjunto (por los efectos de quiebras en la banca y otras instituciones que tengan relevancia sistémica) y se procura evitar la negligencia y el fraude.

La meta última de la regulación es asegurar que el sistema funcione eficientemente para transferir y asignar recursos en el tiempo y el espacio en un contexto de incertidumbre. Para ello hay tres objetivos sustantivos: preservar del riesgo sistémico (evitar externalidades por contagio), proteger al consumidor de servicios financieros (de los riesgos vinculados con su falta de conocimiento e información específicos), y promover la eficiencia y la innovación (permitiendo cubrir nuevos riesgos, aprovechar la tecnología de información, abaratar los servicios y promover la eficiencia de la economía real).

Cada objetivo se vincula con una función regulatoria y de supervisión específica: el sistémico con la supervisión macroprudencial, el de protección al consumidor con la microprudencial y el de eficiencia con la supervisión de conducta de los participantes en el mercado. Con el sistema se protegen las instituciones y los activos con que se honrarán sus compromisos, pero también el sistema de pagos y compensaciones que necesita la economía.

La regulación y supervisión financiera se llevan adelante bajo diferentes tipos o enfoques de organización. Pueden modelarse las formas de supervisión desde lo sectorial (bancos, seguros, valores, pensiones y otros intermediarios), desde el objetivo sustantivo (protección del sistema, del consumidor o de la eficiencia) y desde la función regulatoria (macroprudencial, microprudencial y de conducta). Se reconocen los modelos verticales o de silo (separando la regulación por sectores), los horizontales o de picos (agrupan sectores, pero pueden separar funciones), regulador único (con o sin integración del banco central, el cual tradicionalmente se identifica con la función macroprudencial) o reguladores separados por funciones pero multisectoriales.

Una revisión de la literatura permite identificar ocho discusiones relacionadas con la integración de la supervisión financiera. Cinco son institucionales: incentivos al riesgo moral, posibilidad de captura, efecto “árbol de navidad”, peligro de un Leviatán burocrático, transparencia y responsabilidad en la rendición de cuentas; y tres son económicas: economías de escala y alcance en la regulación, supervisión efectiva de conglomerados, y neutralidad competitiva y coherencia en la regulación.

Los argumentos institucionales permiten discutir pros y contras de la integración, y dan cuenta de la gran oportunidad que significa para ganar en eficacia y eficiencia en los objetivos sustantivos de integrar. El mayor peligro es el del Leviatán regulatorio, que requiere adecuados contrapesos al establecer metas precisas, funciones acotadas y rendición de cuentas. Un segundo peligro, aunque posiblemente de importancia algo menor, es la posibilidad de que la reforma sea cooptada en su diseño por objetivos subalternos o interesados.

Los tres elementos económicos en la discusión alientan claramente a la integración. Aunque las economías de escala y alcance sean difíciles de medir en la práctica, para un país pequeño se refuerza el argumento de tener el talento, el conocimiento, la experiencia y la información concentrados en un mismo lugar. Aunque la industria no esté en su totalidad compuesta por conglomerados, su regulación uniforme y consistente justifica la integración. En un país donde los intermediarios predominantes son bancos y los estándares iniciales son más severos para ellos, la integración elevará el promedio de conocimiento y exigencia para los restantes intermediarios.

La evidencia empírica de la conveniencia o no de integrar la supervisión hace un valioso esfuerzo de medición de un fenómeno que tiene mucho de cualitativo. Los resultados no son concluyentes, ni en un sentido, ni en otro. Resulta interesante que las motivaciones económicas han estado presentes en las reformas como principales causales, y las crisis son un fuerte incentivo para revisar esquemas existentes. Los conglomerados y la búsqueda de escala han sido los más importantes determinantes de las reformas hacia supervisión integrada. La existencia de estándares internacionales de buena regulación y su ritmo de adopción son una buena aproximación a la medición de la calidad relativa de la supervisión financiera. Si se acepta este criterio, el promedio de cumplimiento aumenta en países con supervisión financiera integrada, aunque la evidencia es solamente correlacional. Muchos de los países con supervisor único son centros

financieros internacionales o de banca *off shore*. Los países con múltiples supervisores especializados son más propensos a haber tenido más crisis bancarias.

Diez años atrás, esta discusión era más que nada conceptual. Se ha sumado la dolorosa experiencia de la crisis de 2008 (que afectó por igual a importantes mercados financieros con supervisor integrado —como el Reino Unido— o con supervisores especializados —como los Estados Unidos—). También se acumuló un cuerpo de literatura empírica que ha intentado evaluar las ventajas y desventajas de unificar la supervisión. El estudio realizado arroja luz sobre varios temas, a la vez que abre nuevos interrogantes. Merece un trato más detallado y meduloso la discusión de los enfoques de regulación a la luz de las enseñanzas de la reciente crisis financiera. Ésta no fue la primera ni la última, resultó muy grave comparada con las que se vivieron después de la Gran Depresión y las futuras crisis no serán iguales. Lo aprendido merece ser documentado y debidamente analizado, dado que enriqueció el debate previo sobre la supervisión financiera conjunta. En particular, las razones económicas vinculadas con conglomerados, arbitrajes, solapamiento y zonas grises, ausencia de comunicación y un trato integrado entre supervisores especializados, asoman como las más fuertes en la discusión presente y futura.

Referencias

Aizenman, J. (2010). “Macro Prudential Supervision in the Open Economy, and the Role of Central Banks in Emerging Markets”, *Open Economies Review*, 21, pp. 465-482.

Bhatia, A. (2011). “Consolidated Regulation and Supervision in the United States”, IMF Working Paper WP/11/23.

Baltensperger, E., P. Buomberger, A. Iuppa, B. Keller y A. Wicki (2008). “Regulation and Intervention in the Insurance Industry - Fundamental Issues”, *The Geneva Reports*, Risk and Insurance Research, The Geneva Association, Febrero.

Briault, C. (1999). “The Rationale for a Single National Regulator”, *Occasional Paper Series*, N° 2, Financial Services Authority, United Kingdom, Mayo.

Briault, C. (2002). “Revisiting the Rationale for a Single National Services Regulator”, *Occasional Paper Series*, N°16, Financial Services Authority, United Kingdom, Febrero.

Brost, H., H. Loechel y H. Xiang Li (2008). “Benefits and Costs of Integrated Financial Services Providers (IFSP) – State-of-the-Art in Research”, EU-China BMT Working Paper Series, 006, Frankfurt School on Finance and Management.

Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud y H. Shin (2009). “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy*, 11, Centre for Economic Policy Research.

Carmassi, J. y R. Herring (2008). “The Structure of Cross-Sector Financial Supervision”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 17, pp. 51-76.

Čihák, M. y R. Podpiera (2006). “Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision”, IMF Working Paper 06 /57, Monetary and Financial Systems Department, International Monetary Fund.

Čihák, M. y A. Tieman (2008). “Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World”, IMF Working Paper 08/190, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund.

Chan-Lau, J. (2010). “Regulatory Capital Charges for Too-Connected-to-Fail Institutions: A Practical Proposal”, IMF Working Paper 10/98, Western Hemisphere Department, International Monetary Fund.

Claessens, S. (2002). “Benefits and Costs of Integrated Financial Services Provision in Developing Countries”, Joint Netherland-US Roundtable on Financial Services Conglomerates, Washington.

Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igan y L. Laeven (2010). “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, IMF Working Paper, WP/10/44.

Davis, K. (2008). “Competition Policy in Banking and Financial Services”, Presentation, University of Melbourne.

De Luna Martínez, J. y T. Rose (2003). “International Survey of Integrated Financial Sector Supervision”, Policy Research Working Paper 3096, Financial Sector Operations and Policy Department, World Bank.

Demaestri, E. y D. Sourrouille (2003). “Integrated Financial Regulation and Supervision: Experiences in Selected Countries”, Sustainable Development Department, Technical Papers Series, IFM-139, Inter-American Development Bank, Diciembre.

Demaestri, E. y G. Ferro (2004). “Integrated Financial Supervision and Private Pension Funds”, In Supervising Private Pensions: Institutions and Methods, issue N° 6, *Private Pension Series*, OECD, Paris, Septiembre.

Demaestri, E. y F. Guerrero (2006). “What are the Perils of Separating Banking Regulation from the Central Bank’s Orbit in Latin America and the Caribbean?”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 14, N° 1, pp.70-83.

Dewatripont, M. y J. Tirole (1994). *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, MIT Press, Walras-Pareto Lectures N° 1.

Di Giorgio, G. y C. Di Noia (2008). *Designing a Regulatory and Supervisory Framework for Integrated Financial Markets*, Springer e-book.

Geneva Association (2010a). “Anatomy of the Credit Crisis. An Insurance Reader From the Geneva Association”, en Patrick Lietdke (Ed.), *The Geneva Reports Risk and Insurance Research* N° 3, Enero.

Geneva Association (2010b). “Systemic Risk in Insurance. An Analysis of Insurance and Financial Stability”, Special Report of the Geneva Association Systemic Risk Working Group, Marzo.

Giucci, R., H. Herasym e I. Lachmund (2005). “Financial Sector Supervision in Ukraine: Would an Integrated Supervisor Help?”, Institute for Economic Research and Policy Consulting in Ukraine, German Advisory Group on Economic Reform.

HM Treasury (2010). “A New Approach to Financial Regulation: Judgement, Focus and Stability”, Her Majesty Treasury Document, Londres.

Herring, R. J. y A. Santomero (2000). “What Is Optimal Regulation?”, en Benton E. Gup (Ed.), *The New Financial Architecture: Banking Regulation in the 21st Century*, Greenwood Publishing.

Holopainen, H. (2007). “Integration of Financial Supervision”, Research Discussion Papers, 12, Bank of Finland.

Hussain, B. (2009). “Integrated Financial Supervision and its Implications for Banking Sector Stability”, Undergraduate Thesis, Leonard N. Stern School of Business, New York University.

Laeven, L. y F. Valencia (2010). “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”, IMF Working Paper WP/10/146.

Llewellyn, D. (1999). “The Economic Rationale for Financial Regulation”, Occasional Paper Series N° 1, Financial Services Authority, United Kingdom, abril.

Llewellyn, D. (2006). “Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues”, Trabajo presentado en el seminario del Banco Mundial: Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC, 6 y 7 de junio.

Masciandaro, D. y M. Quintyn (2009a). “Reforming Financial Supervision and the Role of Central Banks: a Review of Global Trends, Causes and Effects (1998-2008)”, CEPR Policy Insight, 30, pp. 1-11.

Masciandaro, D. y M. Quintyn (2009b). “Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After the Crisis”, *European Company Law*, 6, pp. 187-196.

Ojo, M. (2010). “Redefining a Role for Central Banks: The Increased Importance of Central Banks’ Roles in the Management of Liquidity Risks and Macro-prudential Supervision in the Aftermath of the Financial Crisis”, MPRA Paper 25884, University Library of Munich, Germany.

Pellerin, S., J. Walter y P. Wescott (2009). “The Consolidation of Financial Regulation: Pros, Cons, and Implications for the United States”, *Economic Quarterly*, 95:2, pp. 121-160.

Rottier, S. y N. Véron (2010). “Not All Financial Regulation Is Global”, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics.

Schüler, M. (2004). “Integrated Financial Supervision in Germany”, Centre for European Economic Research Discussion Paper, N° 04-035.

Seelig, S. y A. Novoa (2009). “Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies”, IMF Working Paper 09/135, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund.

Skinner, P. (2009). “Hearing on ‘Systemic Risk and Insurance’”, Testimony given before the United States House of Representatives, Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets.

Stiglitz, J. (1994). “The Role of the State in Financial Markets”, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, The World Bank.

van der Ploeg, S. (2010). “Bank Default Prediction Models. A Comparison and an Application to Credit Rating Transitions”, Masters’ Thesis at Erasmus University Rotterdam, Erasmus School of Economics, Department of Finance.

Winkler, A. (2010). "The Financial Crisis: A Wake-Up Call for Strengthening Regional Monitoring of Financial Markets and Regional Coordination of Financial Sector Policies?", ADBI Working Paper Series, 199, Asian Development Bank Institute.

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente*

Jorge Carrera

BCRA, UNLP

Esteban Rodríguez

BCRA

Mariano Sardi

BCRA

Resumen

En este trabajo se analiza la relación entre desigualdad y cuenta corriente, discutiendo el rol del sistema financiero en la interacción entre estas variables. Utilizando un panel de datos de 29 países avanzados y en desarrollo para el período 1970-2011, nuestros resultados confirman que una mayor participación del salario en el ingreso está asociada a un deterioro de la cuenta corriente. Este resultado es robusto a distintas especificaciones y metodologías de estimación. Por otro lado, si bien encontramos evidencias respecto a que un empeoramiento en la distribución personal del ingreso está asociado con un menor saldo de cuenta corriente, nuestros resultados indican que la relación es más fuerte en las economías emergentes que en las avanzadas, a diferencia de lo sugerido por la literatura reciente centrada en el caso de los EE.UU. La existencia de diferencias entre grupos de países confirma que la relación entre concentración del ingreso y sector externo está mediada por diversos factores estructurales e idiosincrásicos. Por tal motivo, advertimos sobre el peligro de generalizar a las economías emergentes resultados basados sólo en el estudio de economías avanzadas.

* Una versión preliminar de este trabajo fue presentada en la XIX Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano organizada por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y en la XLIX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Para esta actualización, se agradecen los comentarios recibidos por parte de Gabriel Cuadra, Nicolás Kreitmair, Daniel Heymann, Facundo Albornoz, Tamara Burdisso, Máximo Sangiácomo y George Mc Candless. Las opiniones vertidas en este estudio son las de los autores y de ninguna forma representan las del BCRA o sus autoridades. Emails: jorgecarrera@bcra.gov.ar, esteban.rodriguez@bcra.gov.ar, mariano.sardi@bcra.gov.ar.

Clasificación JEL: C23, D31, D33, F32, F41.

Palabras clave: crisis financiera, cuenta corriente, desbalances globales, desigualdad, intermediación financiera.

Inequality, Financial Deepening and Current Account Impact

Jorge Carrera

BCRA, UNLP

Esteban Rodríguez

BCRA

Mariano Sardi

BCRA

Summary

In this paper, we analyze the relationship between inequality and the current account, discussing the role of the financial system in the interaction between these variables. Using panel data of 29 advanced and developing countries for the 1970-2011 period, our results confirm that a higher wage share is associated with a decrease in the current account. This result is robust to different specifications and econometric methodologies. On the other hand, while we found evidence that deterioration in personal income distribution is associated with a lower current account balance, our results shows that the relationship is stronger in emerging economies than in advanced ones, the opposite of what had been suggested by the recent literature, focused on the US. The existence of differences between groups of countries confirms that the relationship between income distribution and external sector is mediated by various structural and idiosyncratic factors. Therefore, we warn about the danger of generalizing results based only on the study of advanced economies.

JEL: C23, D31, D33, F32, F41.

Keywords: current account, financial crisis, financial intermediation, global imbalances, inequality.

I. Introducción

La crisis financiera internacional iniciada en 2007 mostró su primera erupción en el mercado de crédito hipotecario de los EE.UU. Hasta ese momento, dicho mercado era percibido como el paradigma de una innovación financiera muy original y agresiva, destinada a expandir el acceso al crédito a amplios sectores de la población, especialmente aquellos de ingresos medios y bajos. Tanto esta profundización del sector financiero como el persistente deterioro de la cuenta corriente de EE.UU., parte necesaria de la discusión acerca de los desbalance globales, han sido mencionados, en mayor o menor medida, como elementos causales de la crisis *subprime*. Con la profundización de la misma, comenzó a cobrar relevancia en los países centrales la discusión acerca del rol de la desigualdad en los ingresos en la toma de decisiones de ahorro/consumo de los agentes económicos, con su consecuente impacto macroeconómico. En concreto, la crisis puso en debate el triángulo causal entre el deterioro en la distribución del ingreso, la fuerte expansión del crédito a nuevos sectores y el impacto negativo en las cuentas externas. Este renovado interés por la desigualdad, que surge tanto en el ámbito político como académico de los EE.UU., invita a revisar la literatura de los países en desarrollo, donde siempre se le dio una mayor relevancia a esta problemática. De todas maneras, es de suma importancia distinguir cuánto de esta nueva literatura es específico de algunas economías particulares y cuánto puede ser generalizable al conjunto de las economías avanzadas y emergentes.

Este trabajo se inserta dentro de un proyecto de investigación más amplio en el cual se indaga cómo las cuestiones distributivas se relacionan con las principales variables macroeconómicas y, en especial, con el sector externo de una economía abierta. En particular, analizaremos si el aumento de la desigualdad, junto con una intermediación financiera más amplia (representada por un aumento en el nivel de crédito) está asociado con un deterioro, *caeteris paribus*, de la cuenta corriente. Adicionalmente, intentaremos determinar si la interacción entre esas variables está condicionada por el estadio de desarrollo de la economía.

Utilizando un panel de datos de 29 países para el período 1970-2011, nuestros resultados confirman la necesidad de considerar tanto la forma en que se distribuye el ingreso —salario versus beneficios y rentas— como su grado de concentración. De esta forma, cobra relevancia la inclusión de variables tanto de

distribución funcional como de distribución personal del ingreso. Encontramos que una mayor participación del salario en el ingreso total está asociada a un deterioro de la cuenta corriente, siendo este resultado muy robusto a distintas especificaciones del modelo y de estimación econométrica. Del mismo modo, encontramos evidencias respecto a que un empeoramiento en la distribución personal del ingreso está asociado con un menor saldo de cuenta corriente, aunque este resultado es menos robusto. Adicionalmente, comprobamos que estas dos relaciones se intensifican cuanto mayor es el crecimiento del nivel de crédito, lo que demuestra la relevancia del sector financiero como canal de transmisión de las decisiones de ahorro/consumo.

Si bien la literatura actual, muy centrada en el caso de los EE.UU., afirma que la concentración del ingreso en el extremo superior de la pirámide —los *top incomes*—, tiene una fuerte relación negativa con la cuenta corriente, nuestras regresiones indican que esta relación es más fuerte en las economías emergentes que en las avanzadas. Estas diferencias entre países pueden deberse a que la relación entre concentración del ingreso y sector externo está mediada por diversos factores estructurales e idiosincrásicos, resultando en que el efecto final pueda variar dependiendo de la muestra utilizada. Entre estas diferencias estructurales, encontramos que una aceleración en el crecimiento del crédito está asociada con un menor saldo de cuenta corriente en los países emergentes, pero no en los avanzados. Por lo tanto, dada la complejidad de estas relaciones, advertimos sobre el peligro de generalizar a las economías emergentes resultados basados sólo en el estudio de economías avanzadas, como los que se encuentran en la literatura reciente.

En la siguiente sección revisaremos los argumentos teóricos por los cuales se sugiere que la distribución del ingreso puede afectar la cuenta corriente, repasando la literatura más relevante. En la tercera sección describiremos nuestro panel de datos y la metodología econométrica empleada. La cuarta sección está dedicada al análisis de los resultados obtenidos, presentando en la quinta sección las conclusiones alcanzadas. Al final del trabajo se presentan dos anexos que incluyen discusiones adicionales sobre la estrategia econométrica empleada y un análisis de robustez de los resultados obtenidos.

II. El vínculo entre desigualdad, sistema financiero y cuenta corriente

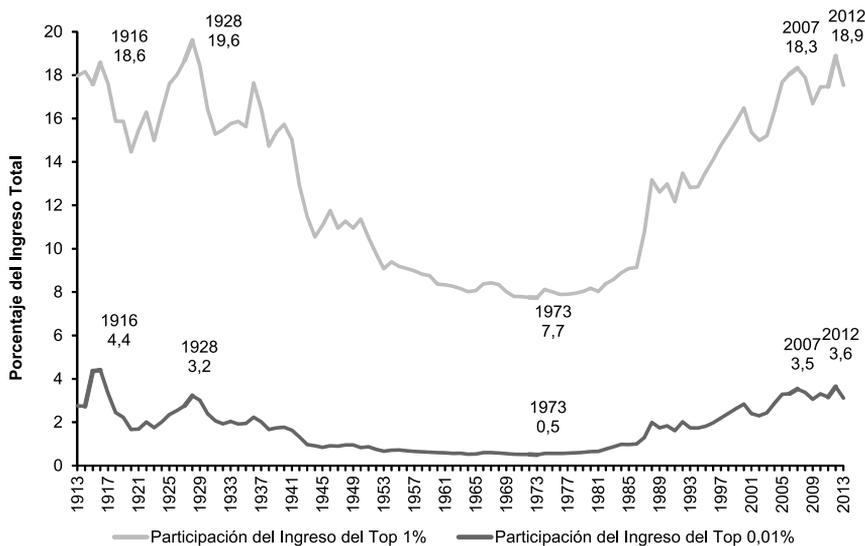
II.1. Desigualdad, endeudamiento y crisis financieras

La reciente crisis financiera internacional se dio en el contexto de una creciente concentración del ingreso en las principales economías avanzadas, lo que condujo a numerosos economistas de los países centrales a investigar el rol que desempeñan las cuestiones distributivas en estos episodios de inestabilidad sistémica. Es así que, en los últimos años, la problemática de la desigualdad ha ganado un importante espacio en el debate académico. Si bien esto es algo sumamente positivo, gran parte de la literatura actual está fuertemente influenciada por la realidad económica y política de los EE.UU. Por lo tanto, algunos de los impactos y mecanismos de transmisión sugeridos tienen una validez acotada por ciertas características presentes en la economía norteamericana y probablemente otros países avanzados, siendo imposible generalizarlas a los países en desarrollo. En este sentido, nuestro trabajo intenta enriquecer el debate actual considerando cómo las diferencias estructurales y el estadio de desarrollo influyen en la interrelación entre distribución del ingreso y la cuenta corriente del balance de pagos.

El vínculo entre un aumento de la concentración del ingreso y la última crisis financiera se sugiere en trabajos empíricos como el de David Moss (2009), quien encuentra una notable correlación entre quiebras bancarias, desregulación financiera y desigualdad del ingreso a lo largo de la historia de los EE.UU. Según este autor, las crisis financieras fueron comunes antes de 1933 y no hubo prácticamente ninguna desde ese momento hasta la década de 1980. La desigualdad del ingreso habría seguido un patrón similar: un fuerte incremento antes de la gran depresión, valores mínimos entre las décadas del 40 y del 70, y una nueva tendencia alcista a partir de los 80 y que perdura hasta el día de hoy. La forma más usual de analizar esto es con el gráfico de la porción del ingreso total absorbida por el Top 1% en los EE.UU., el cual presenta máximos locales en 1928 y 2007, justo antes de las mayores crisis financieras de los últimos cien años. De todas formas, como se observa en el Gráfico 1, los últimos datos disponibles muestran que el pico de 2007 ha sido superado por la desigualdad registrada en 2012. Vale la pena mencionar que, a partir de la traducción al inglés del libro *Capital in the Twenty-First Century*, del economista francés Thomas Piketty, existe un intenso debate respecto de si la creciente desigualdad reflejada en el siguiente gráfico es una tendencia inherente del sistema capitalista o sólo una particularidad de la economía norteamericana. Escapa a los objetivos de este trabajo intervenir en ese debate, sobre el cual

existe una gran cantidad de artículos recientes: Krugman (2014a), Solow (2014), Summers (2014), Galbraith (2014), Rogoff (2014), entre otros.

Gráfico 1 / Top incomes, Estados Unidos (1913-2013)



Fuente: elaboración propia en base a la World Top Incomes Database.

Numerosos autores han planteado que altos niveles de desigualdad están asociados con una mayor frecuencia y gravedad de los ciclos de auge y caída, haciendo que la economía se torne más volátil y vulnerable (Stiglitz, 2013; Ostry *et al.*, 2011; Krugman, 2013). Los canales sugeridos para explicar esto son básicamente dos, el primero de los cuales plantea que la desigualdad, interactuando con los procesos de desregulación e innovación financiera, fomenta el endeudamiento. El segundo canal, más enfocado en la última crisis, esgrime que, a través de sus efectos en la cuenta corriente, la desigualdad contribuyó a la generación de los desbalances globales. A continuación nos centraremos en el primero de estos canales, dejando para la siguiente subsección el análisis del segundo, el cual está más relacionado con nuestro análisis empírico. De todas maneras, ambos mecanismos están íntimamente relacionados y se complementan entre sí.

Raghuram Rajan (2010a y 2010b) afirma que en los años previos a la última crisis, como también antes de la crisis de 1929, la creciente desigualdad generó fuertes demandas en los sectores medios y bajos. Sostiene que, dadas las limitaciones

del sistema político norteamericano, la búsqueda de soluciones definitivas fue relegada por un masivo fomento del crédito, lo cual si bien fue efectivo para sostener el consumo y el empleo, llevó el endeudamiento privado a niveles insostenibles. Comparte con Stiglitz (2012) la visión de que esto fue inducido por la fuerte desregulación financiera impulsada por la búsqueda de rentabilidad de los sectores mayores ingresos, pero también aceptada por el resto de la sociedad ya que permitía canalizar el ahorro excedente a aquellos cuyos ingresos quedaban rezagados. En efecto, nunca antes el acceso a la vivienda había sido tan amplio en la economía norteamericana donde, de acuerdo a datos del Bureau of The Census de los EEUU, la tasa de propietarios alcanzó un nivel record del 69% de los hogares en el año 2004, gracias a la fuerte expansión de los créditos hipotecarios.

Algunos autores poskeynesianos (Palley, 2010; Goda, 2013) sostienen que la idea de que el crédito surge para aliviar presiones distributivas es complementaria a la de los ciclos *minskyanos*, donde la estabilidad genera un período de optimismo en el que se toman excesivos riesgos y se forman burbujas en los precios de los activos (Kregel, 2008; Wray, 2011). En particular, Palley sostiene que, si bien el canal financiero a lo *Minsky* jugó un rol fundamental para sostener la demanda agregada, enfocarse exclusivamente en el mismo puede llevar a que la respuesta de política sea simplemente mayor regulación financiera, persistiendo los factores que contribuyeron a debilitar la demanda: estancamiento salarial y empeoramiento de la distribución del ingreso.

Una modelización sobre cómo la desigualdad puede desencadenar una crisis se encuentra en Kumhof y Ranciere (2010), quienes suponen una economía conformada por un 95% de trabajadores y un 5% de inversores, donde la distribución del ingreso entre ambas clases depende del poder de negociación relativo, el cual varía estocásticamente. Ante una caída en su poder de negociación y la consecuente disminución de sus salarios reales, los trabajadores necesitan endeudarse para estabilizar intertemporalmente su consumo. Los inversores financieros son los encargados de otorgar los préstamos a cambio de una tasa de interés, lo que inicialmente tiene efectos expansivos en términos de demanda agregada, pero eleva el nivel de endeudamiento general de la economía y la fragilidad total del sistema.

Algunos economistas (Krugman, 2014b, 2014c) se muestran escépticos respecto a la existencia de una relación entre mayor desigualdad y la ocurrencia de crisis financieras, sugiriendo enfocarse en los canales de transmisión. En este

sentido, se observa que el mecanismo propuesto por Kumhof y Ranciere depende de factores que pueden no estar presentes en todos los países: la existencia de un sistema financiero lo suficientemente desarrollado como para que los sectores altos financien el consumo de los demás, y un sistema regulatorio que permita la expansión sin límites de los préstamos y demás productos financieros. Pero, adicionalmente, presenta algunos desafíos a las teorías tradicionales sobre el consumo y el ahorro basadas en el ingreso permanente. El supuesto de que la propensión marginal al ahorro crece con el nivel de ingresos implica que una transferencia regresiva del ingreso reduce los niveles de consumo agregados, al contrario de lo que se desprende de la evidencia reciente para EE.UU. De esta forma, se requieren otras teorías para explicar esta relación observada entre distribución del ingreso y consumo agregado, las cuales deberían considerar, al menos de manera implícita, la intermediación del sector financiero en las decisiones de ahorro/consumo de los individuos. En este sentido, en los últimos años han surgido una serie de argumentos basados en la *behavioral economics* que intentan explicar la aparente relación inversa entre desigualdad y tasa de ahorro. A continuación se describen las dos teorías principales, la del consumo inercial y la de cascadas de consumo.

La primera de estas teorías es la sostenida por autores como Barva y Pivetti (2009), quienes rechazan la idea de que el consumo individual dependa del ingreso permanente, sosteniendo, en cambio, que guarda relación con los niveles de consumo adquiridos previamente. Es decir, cuando se produce una pérdida de ingresos, los individuos tratan de mantener el nivel de consumo previo y, de no disponer de ahorros, recurren al crédito. Esta idea explica el surgimiento de la demanda que, tal como sostienen Rajan y Stiglitz, presiona al sector político para que estimule la oferta de créditos a los sectores medios y bajos. El resultado final es que, si la creciente desigualdad incrementa el ingreso de los sectores altos a expensas del resto de la sociedad, los primeros consumirán más pero no se producirá una baja en el consumo de los demás sectores, por lo que el consumo agregado será más elevado.

La segunda teoría que cuestiona los modelos tradicionales de consumo basados en la hipótesis del ingreso permanente tiene a Robert Frank (2005) como principal exponente, quien afirma que la utilidad individual no depende solamente del consumo absoluto sino también del consumo relativo respecto a algún grupo de referencia. Juliet Schor (2005) coincide al afirmar que el gasto en consumo se ajusta a las situaciones sociales del individuo: si alguien se relaciona y compara con personas de mayor ingreso, gastará más y ahorrará menos. Estas externa-

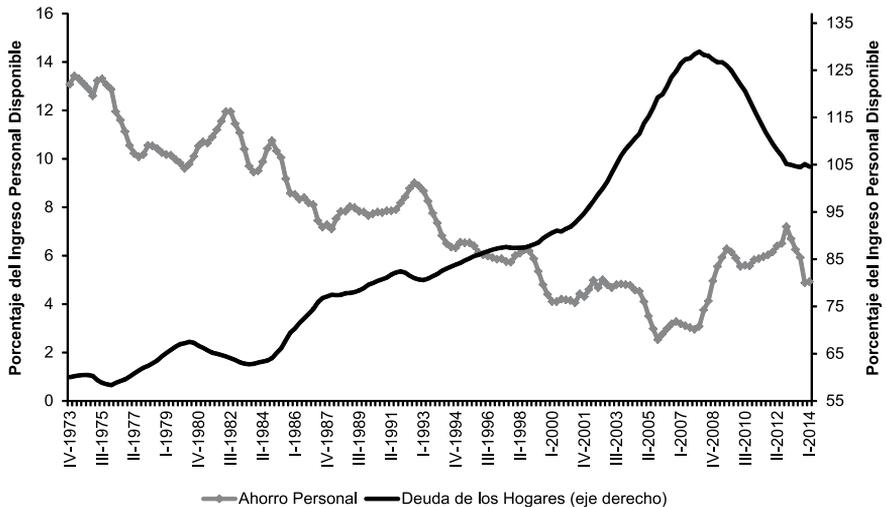
lidades desde los sectores altos a los medios y bajos dan lugar a las llamadas cascada de consumo: cuando se incrementa el consumo en el extremo superior de la pirámide, se elevan las aspiraciones de consumo en todos los estratos sociales ubicados debajo de ella. Es así que un individuo puede desear elevar su nivel de consumo sin que se hayan modificado sus ingresos, sólo como respuesta al mayor consumo de los sectores altos. Y si puede acceder al crédito, el nivel de ingreso individual pierde relevancia a la hora de explicar el consumo de los sectores medios y bajos ya que se lo puede reemplazar o al menos complementar con endeudamiento. La desregulación financiera potencia estas denominadas cascadas de consumo, las cuales a su vez se vuelven más importantes cuánto más arriba de la pirámide se comience a producir el contagio de los patrones de consumo. Es por eso que, cuando el aumento de la desigualdad se refleja en el ingreso apropiado por los primeros percentiles de la pirámide, el resultado final puede ser un mayor nivel de endeudamiento y de consumo agregado.

Las teorías respecto a las cascadas de consumo tienen una implicancia relevante en el terreno empírico ya que, para captar su efecto, la utilización de indicadores de concentración del ingreso en los *top incomes* es más apropiada que la de indicadores de desigualdad más globales. En este sentido, Behringer y van Treeck (2013) afirman que el coeficiente Gini es relativamente insensible a cambios en las colas de la distribución, por lo que los *top incomes* son claramente preferibles para detectar los efectos de la desigualdad en el ahorro o en la cuenta corriente. Es decir, los trabajos que desde hace años vienen realizando Piketty, Atkinson, Saez y Alvaredo para la construcción de la *World Top Incomes Database* han tenido un gran impacto en la literatura empírica al permitir testear la validez de ciertas teorías que descansan en el ingreso apropiado por los primeros percentiles de la pirámide y no en estimaciones más generales de desigualdad.

Para el caso de EE.UU., Frank y Levine (2010) presentan evidencia de la existencia de las cascadas de consumo, mientras que Bertrand y Morse (2013) estiman que durante los 2000 los hogares de ingresos medios norteamericanos hubieran ahorrado entre 2,6 y 3,2 puntos porcentuales adicionales si no se hubiese acelerado el ingreso en los estratos más altos. Pero la evidencia para otros países no es tan concluyente. Leigh y Posso (2009) estudian 11 países desarrollados encontrando una relación negativa entre ahorro nacional y concentración del ingreso en los Top 1% y Top 10% cuando estiman sus regresiones mediante POLS, pero esta relación deja de ser significativa cuando se cambia la metodología econométrica y se opta por la de efectos fijos.

En resumen, tanto las teorías acerca del consumo inercial como las de cascadas de consumo identifican a la creciente desigualdad de ingresos como la causa de una tendencia declinante en la tasa de ahorro en los hogares que se hallaría compensada por un mayor endeudamiento. De todas formas, no es evidente que la existencia de estos mecanismos desacredite por completo la teoría del ingreso permanente. Podrían coexistir todos estos fenómenos al mismo tiempo y entonces el signo de la relación entre desigualdad y tasa de consumo/ahorro dependerá del peso relativo de estos procesos. Esto da lugar a que se puedan encontrar resultados diferentes dependiendo del país que se mire. Aunque en el caso particular de EE.UU., la evidencia muestra que el incremento de la desigualdad representado en el Gráfico 1 coincide con una persistente caída en el ahorro de las familias y el consecuente mayor endeudamiento, tendencias que fueron muy marcadas hasta el momento en que se desencadenó la crisis financiera, como se observa en el Gráfico 2.

Gráfico 2 / Tasas de endeudamiento y ahorro, Estados Unidos.
Promedios móviles de cuatro trimestres (1973-2014)



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Saint Louis, EEUU.

II.2. Desigualdad y cuenta corriente

En esta subsección nos centramos en la relación específica entre desigualdad y saldo de cuenta corriente, la cual no está desvinculada de la relación entre

desigualdad y decisiones de consumo/ahorro discutida previamente, ya que la cuenta corriente se puede considerar como la diferencia entre ahorro doméstico y tasa de inversión. También tiene vínculos con la relación entre desigualdad y crisis financieras, ya que existe una extensa literatura que discute cómo los grandes desequilibrios de cuenta corriente de las principales economías, los llamados desbalances globales, contribuyeron a generar las vulnerabilidades que desencadenaron la última crisis financiera internacional (Obstfeld y Rogoff, 2009; Gros, 2009; Borio y Disyatat, 2011). De todas formas, repasaremos aquí la literatura específica que sirve como punto de partida para nuestro trabajo empírico.

La modelización propuesta por Kumhof *et al.* (2012) es una extensión para economías abiertas de la de Kumhof y Ranciere (2010) descrita previamente, la cual permite ver cómo la desigualdad se relaciona con la cuenta corriente. Nuevamente, la secuencia se inicia cuando la mayor desigualdad incrementa el ingreso de las clases altas, el cual se vuelca en orden decreciente hacia mayores préstamos a los sectores medios y bajos, consumo e inversión en capital físico. Los autores añaden que los trabajadores también pueden obtener financiamiento externo, tal vez no de manera directa pero sí mediante la intermediación de los inversores domésticos. Aquí nos interesa resaltar que la presencia de inversores externos en el sistema financiero doméstico es el canal más directo por el cual el resto del mundo puede financiar a los consumidores locales. Es así que la demanda de los trabajadores no disminuye o lo hace en menor medida que lo que aumenta la demanda de los sectores altos beneficiados con el empeoramiento de la distribución del ingreso. El resultado neto es una mayor demanda agregada, mayores niveles de deuda, mayores servicios de deuda y un empeoramiento del saldo de cuenta corriente. En este sentido, Kumhof *et al.* (2012) coinciden con Rajan (2010a) y Stiglitz (2012) respecto a que la respuesta política suele ser no enfrentar las causas de la desigualdad sino atenuar temporalmente sus consecuencias a través del crédito con condiciones muy favorables y la desregulación financiera, respuesta que puede ser eficiente desde la racionalidad del político sujeto a los ciclos electorales de corto plazo. Más aun, la desregulación financiera genera un estímulo adicional al endeudamiento de los trabajadores y a la demanda agregada, al mismo tiempo que reduce la acumulación de capital, la oferta agregada y el PIB potencial, dado que los inversores se inclinan por activos financieros en lugar de activos reales. Todo esto resulta en una presión adicional sobre la cuenta corriente.

Kumhof *et al.* (2012) encuentran evidencia a favor de sus hipótesis para una muestra de 18 países miembros de la OECD durante el período 1968-2006.

Afirman que la magnitud del efecto de la concentración del ingreso en los *top incomes* en la cuenta corriente es muy grande, al punto de poder explicar prácticamente todo el deterioro de la cuenta corriente del Reino Unido en el período de análisis. Si bien la muestra de estos autores no incluye países emergentes, en su modelización sostienen que los grandes superávits de algunas economías en desarrollo también pueden explicarse por el aumento de la desigualdad, dado que los mercados financieros domésticos no permiten que el mayor ahorro de los sectores altos se canalice hacia el financiamiento de los sectores medios y bajos, quienes se ven obligados a ajustar sus niveles de consumo. Más aún, si el exceso de ahorro se invierte fuera del país, este flujo requiere ser compensado con un mayor saldo de cuenta corriente, por lo que la relación entre desigualdad y cuenta corriente puede ser positiva en estos países. Es así que recomiendan reducir la desigualdad de ingresos, lo cual ayudaría a equilibrar tanto los déficits de las economías avanzadas como los superávits de los emergentes.

Estas modelizaciones sugieren que la profundidad del sistema financiero es muy relevante para explicar el impacto de la desigualdad en la cuenta corriente, algo que todavía no se halla correctamente reflejado en la literatura empírica. Un intento de avanzar en esta dirección es el trabajo de Al-Hussami y Remesal (2012), quienes incluyen en sus regresiones, además de una serie de variables de control, tres variables principales: desigualdad, una medida de liberalización financiera y un término de interacción entre ambas. De esta forma, esperan obtener evidencia para su hipótesis respecto a que el deterioro de la cuenta corriente está asociado con una mayor desigualdad de ingresos sólo cuando la liberalización financiera es relativamente alta, pero no cuando es relativamente baja. A tal efecto, construyen un panel desbalanceado de 22 países para el período 1970-2007 y realizan estimaciones tanto mediante POLS como con Efectos Fijos. En el primer caso, encuentran que el coeficiente asociado al Top 1% es altamente significativo y de signo negativo, indicando que un aumento de la concentración del ingreso repercute negativamente en el saldo de cuenta corriente. Adicionalmente, el término de interacción también es significativo, aunque deja de serlo en cuanto se modifica la muestra de países seleccionados. Pero al repetir las estimaciones utilizando Efectos Fijos, el Top 1% deja de ser significativo, incluso cuando no se incluye el término de interacción, y en algunas regresiones hasta cambia de signo. Los autores argumentan que esta falta de robustez en los resultados puede estar indicando que la especificación utilizada no ha sido capaz de captar la interacción entre desigualdad y sistema financiero.

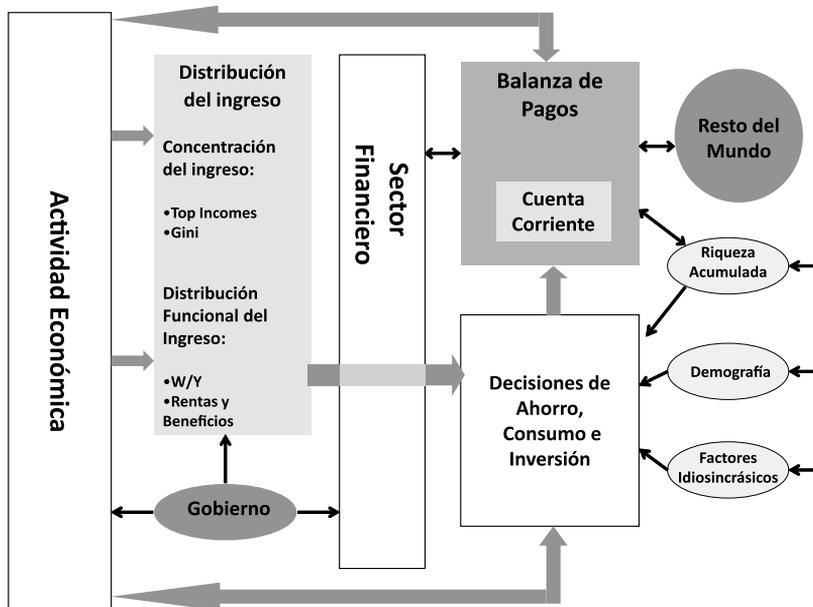
Un importante aporte en el estudio del impacto de la desigualdad en las cuentas externas es el que realizan Behringer y van Treeck (2013), quienes resaltan la necesidad de incorporar en el análisis a la distribución funcional del ingreso además de los indicadores de *top incomes*. Rechazan los supuestos de los modelos de equilibrio general en los que, dado que las firmas son finalmente propiedad de los individuos, con mercados de capitales perfectos y en ausencia de problemas de principal-agente, la distribución del ingreso entre hogares y firmas no tiene influencia en los niveles de consumo e inversión. Por el contrario, sostienen que el llamado velo corporativo juega un rol importante en las decisiones financieras y de consumo de firmas y hogares. La diferencia entre las ganancias de capital realizadas y las devengadas es relevante para estos autores, lo cual introduce gran volatilidad en el ingreso personal esperado. Afirman que el modelo de cascadas de consumo predice que el ahorro personal cae mucho más fuerte cuando las firmas distribuyen el excedente productivo entre individuos ricos por medio de salarios, bonos o dividendos, que cuando estos mismos individuos acumulan activos financieros. Entonces, concluyen que un mayor ingreso corporativo a expensas del ingreso de los hogares afecta negativamente a la demanda, dado que la propensión marginal a gastar es mayor en los hogares que en las firmas. Es así que para estos autores, la concentración del ingreso en los *top incomes* puede contribuir al deterioro de la cuenta corriente, pero la caída de la participación del salario en el ingreso total puede explicar los abultados superávits de algunos países, particularmente China y Alemania, aunque por distintos motivos.

Los autores realizan estimaciones tanto para los miembros del G7 como para un panel desbalanceado de 20 países en el período 1972-2007, utilizando distintos indicadores de distribución personal y funcional del ingreso. Encuentran un fuerte vínculo negativo entre los *top incomes* y el saldo de cuenta corriente, siendo mucho más débil este efecto cuando se utiliza el coeficiente Gini. Sus resultados también sugieren que una caída de la participación salarial en el ingreso nacional está asociada con una mejora en la cuenta corriente, aunque la magnitud del efecto depende del indicador de distribución funcional utilizado.

Nuestro trabajo continúa las líneas de investigación de Kumhof *et al.* (2012), Al-Hussami y Remesal (2012) y Behringer y van Treeck (2013). Nos interesa determinar qué relación existe entre el saldo de cuenta corriente y la manera en que se distribuye y concentra el ingreso. En este sentido, el indicador de desigualdad que se utiliza es relevante, existiendo la necesidad de emplear tanto

estimaciones de distribución personal como de distribución funcional del ingreso. Estos últimos indicadores son relevantes para captar el efecto de las diferentes propensiones a consumir que pueden tener los individuos dependiendo de si sus ingresos consisten en salarios o en beneficios y rentas. Por otro lado, los efectos sugeridos por los modelos de consumo inercial y de cascadas de consumo pueden ser mejor captados por indicadores de concentración del ingreso como el coeficiente de Gini o los *top incomes*, siendo preferibles *a priori* estos últimos. Dada la complejidad de las interrelaciones que estamos considerando, resumidas en el Gráfico 3, no debería sorprendernos si la relación entre desigualdad y cuenta corriente difiere entre distintos grupos de países.

Gráfico 3 / Flujograma de los distintos factores que afectan la relación entre desigualdad y cuenta corriente



Una pregunta que nos interesa responder es si estos comportamientos se encuentran por igual en todos los países y, de no ser así, si esto depende de cuestiones estructurales. En este sentido, planteamos como hipótesis la centralidad del sistema financiero como intermediario entre las cuestiones distributivas y las decisiones de ahorro-consumo. En especial, sostenemos que la desregulación e innovación financiera explican gran parte del crédito al consumo destinado a

satisfacer las demandas de los sectores menos favorecidos, por lo que es necesario diferenciar entre los préstamos provenientes del sistema bancario de aquellos ofrecidos por otras instituciones financieras. Pero el nivel de crédito no es el único factor que puede afectar la relación entre desigualdad y sector externo. Los determinantes tradicionales de la cuenta corriente tales como la estructura demográfica, el *stock* de riqueza acumulada, el grado de desarrollo económico y otros factores idiosincrásicos, también poseen un efecto en las decisiones de ahorro/consumo y en su impacto en la balanza de pagos.

Antes de continuar, es necesario aclarar los alcances de nuestro trabajo. En primer lugar, no es nuestro objetivo discutir cuál es la mejor teoría del consumo agregado. Entendemos que tanto la hipótesis del ingreso permanente como los aportes de la behavioural economics constituyen explicaciones válidas, cuya importancia relativa puede variar en función del caso en estudio. En segundo lugar, tampoco pretendemos explicar el origen de la crisis *subprime* en los EE.UU. ni cual ha sido la responsabilidad del aumento de la desigualdad en la misma. Lo que aspiramos a mostrar es que la forma en que las cuestiones distributivas impactan en la macroeconomía depende de diversos factores estructurales, haciendo imposible identificar una única relación para el total de los países.

III. Descripción de las variables y estrategia econométrica

Nuestro punto de partida es un panel de datos desbalanceado de 29 países avanzados y emergentes para el período 1970-2011, el cual incluye y amplía las muestras utilizadas por estudios previos.¹ La selección de estos países obedece a que para todos ellos existen datos de desigualdad en la World Top Income Database, los cuales son claves a la hora de identificar el efecto del contagio de los patrones y niveles de consumo de los sectores altos a los medios y bajos, tal como sugiere la literatura reciente.

Consideramos que el tamaño del sector financiero, medido a través del ratio crédito/PIB es determinante a la hora de explicar el vínculo entre desigualdad y saldo de cuenta corriente, aunque también suponemos la existencia de otros factores adicionales que afectan esta relación. Esto ya estaba implícito en la argumentación que realizan Behringer y van Treeck (2013) para explicar los su-

¹ Los 29 países incluidos son: Alemania, Argentina, Australia, Canadá, China, Colombia, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Malasia, Mauricio, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza y Uruguay.

perávits de cuenta corriente en China y Alemania. En efecto, en su explicación recurren a elementos propios del proceso histórico de China, como las distorsiones surgidas del proceso de transición desde una economía planificada a una de mercado, o a la idiosincrasia propia de las relaciones laborales y estructura de propiedad de las empresas alemanas. Entendemos que diversos factores institucionales y hasta culturales pueden tener una influencia relevante en, por ejemplo, la propensión a ahorrar en activos externos en lugar de domésticos o en la tendencia a replicar el consumo de otros estratos sociales, repercutiendo en las tasas de inversión y en el saldo de cuenta corriente. Gran parte de estos factores son inobservables o difíciles de asociar a una variable en particular, como podría ser el tamaño del sistema financiero.

Dado que contamos con una muestra de países más grande que la utilizada previamente en la literatura, nos inclinamos por analizar el vínculo entre desigualdad y cuenta corriente para grupos de países con distintas características estructurales. En particular, nos centraremos en el análisis de economías avanzadas versus economías en desarrollo. Una de las principales diferencias entre estos grupos de países es que las economías desarrolladas suelen tener sistemas financieros más sofisticados y profundos que las emergentes, pero esta no es la única diferencia. Consideramos que identificar en el panel estos dos grupos es una mejor manera de captar estas diferencias estructurales que introducir una gran cantidad de variables adicionales en el modelo econométrico. Esta identificación la realizaremos mediante una variable *dummy* que tomará valor 1 para el caso de las economías avanzadas y 0 para las emergentes. Si bien esta variable no la utilizaremos de manera independiente por su alta correlación con una de las variables de control, la usaremos para analizar cómo interacciona el estadio de desarrollo con las variables de desigualdad y del sector financiero.² La alternativa consistía en dividir el panel en dos, realizando la estimación para distintas muestras de países. Pero el trabajar con muestras más reducidas sería desestimar parte de las virtudes de las estimaciones de datos de panel respecto a las de series de tiempo.

Para testear si el vínculo entre desigualdad y cuenta corriente varía dependiendo del grado de profundización del sistema financiero, realizaremos una interacción entre las variables de desigualdad y el ratio de crédito (bancario y de otras ins-

² La correlación de esta *dummy* con el PIB per cápita a Paridad de Poder Adquisitivo relativo a EEUU es de 0,87.

tituciones financieras) sobre PIB. Es decir, en esas regresiones utilizaremos un único ratio crediticio en lugar de dos para captar mejor las posibles interacciones.

En resumen se presentarán cuatro conjuntos de resultados, correspondiendo cada uno de ellos a las siguientes ecuaciones:

Modelo N° 1. Principales determinantes de la cuenta corriente:

$$CC_{it} = \alpha + \beta_1 dist_personal_{it} + \beta_2 dist_funcional_{it} + \beta_3 \Delta crédito_bancario_{it} + \beta_4 \Delta crédito_oif_{it} + \beta_{11} X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo N° 2. Principales determinantes de la cuenta corriente, distinguiendo entre Países Avanzados y Emergentes:

$$CC_{it} = \alpha + \beta_1 dist_personal_{it} + \beta_2 dist_funcional_{it} + \beta_3 \Delta crédito_bancario_{it} + \beta_4 \Delta crédito_oif_{it} + \beta_5 avan_{it} * dist_personal_{it} + \beta_6 avan_{it} * dist_funcional_{it} + \beta_{11} X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo N° 3. Principales determinantes de la cuenta corriente, interactuando desigualdad con ratios crediticios:

$$CC_{it} = \alpha + \beta_1 dist_personal_{it} + \beta_2 dist_funcional_{it} + \beta_3 \Delta crédito_bancario_{it} + \beta_4 \Delta crédito_oif_{it} + \beta_7 (crédito_bancario_{it} + crédito_oif_{it}) * dist_personal_{it} + \beta_8 (crédito_bancario_{it} + crédito_oif_{it}) * dist_funcional_{it} + \beta_{11} X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo N° 4. Principales determinantes de la cuenta corriente, distinguiendo entre Países Avanzados y Emergentes, interactuando desigualdad con ratio crediticio:

$$CC_{it} = \alpha + \beta_1 dist_personal_{it} + \beta_2 dist_funcional_{it} + \beta_5 avan_{it} * dist_personal_{it} + \beta_6 avan_{it} * dist_funcional_{it} + \beta_9 \Delta (crédito_bancario_{it} + crédito_oif_{it}) + \beta_{10} avan_{it} * \Delta (crédito_bancario_{it} + crédito_oif_{it}) + \beta_{11} X_{it} + \varepsilon_{it}$$

En todas estas ecuaciones, CC_{it} es el saldo de cuenta corriente en porcentaje del PIB, $dist_personal_{it}$ es un indicador de desigualdad personal de ingresos, $dist_funcional_{it}$ es la participación salarial en el ingreso total de la economía, $crédito_bancario_{it}$ y $crédito_oif_{it}$ son los ratios de crédito otorgado al sector privado por bancos y otras instituciones financieras, respectivamente, sobre PIB. La variable $avan_{it}$ es la *dummy* mencionada previamente, mientras que entre las

variables de control representadas por X_{it} , se encuentran los principales determinantes tradicionales de la cuenta corriente mencionados en la literatura: balance fiscal (% PIB), posición neta de activos externos (% PIB), PIB per cápita relativo y variables demográficas.

La manera en que estas especificaciones nos ayudan a entender cómo el estado de desarrollo interactúa con la desigualdad y con los ratios crediticios, puede verse a través de las siguientes derivadas parciales de la esperanza condicional del saldo de cuenta corriente, dado el conjunto de variables de control (X_{it}).

Ecuaciones parciales derivadas del Modelo N° 2:

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \text{dist_personal}_{it}} = \beta_1 + \beta_5 \text{avan}_{it} \qquad \frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \text{dist_funcional}_{it}} = \beta_1 + \beta_6 \text{avan}_{it}$$

Ecuaciones Parciales derivadas del Modelo N° 3:

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \text{dist_personal}_{it}} = \beta_1 + \beta_7 * (\text{crédito_bancario}_{it} + \text{crédito_oif}_{it})$$

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \text{dist_funcional}_{it}} = \beta_2 + \beta_8 * (\text{crédito_bancario}_{it} + \text{crédito_oif}_{it})$$

Ecuaciones Parciales derivadas del Modelo N° 4:

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \text{dist_personal}_{it}} = \beta_1 + \beta_3 \text{avan}_{it} \qquad \frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \text{dist_funcional}_{it}} = \beta_1 + \beta_6 \text{avan}_{it}$$

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial \Delta(\text{crédito_bancario}_{it} + \text{crédito_oif}_{it})_{it}} = \beta_9 + \beta_{10} \text{avan}_{it}$$

A continuación, se describen todas estas variables, señalando la fuente de obtención de los datos y el efecto esperado en el saldo de cuenta corriente de acuerdo a la teoría económica.

Cuenta Corriente (%PIB). Las series de la variable dependiente provienen de la External Wealth of Nations Dataset, calculadas por Lane y Milesi-Ferretti (2007) y actualizadas por los mismos autores hasta 2011.

Distribución Funcional del Ingreso (mencionada en los resultados como “part_salarial”). Si suponemos que los trabajadores tienen una propensión marginal a gastar mayor que la de las firmas y la de sus propietarios, la participación del salario en el ingreso debería hallarse asociada negativamente con la cuenta corriente. Aquí se utilizaron las series de total labor share estimadas por Karabounis y Neiman (2013).

Distribución Personal del Ingreso (“top1”, “top0_01” y “gini”). La idea tradicional keynesiana sugiere que si empeora la distribución del ingreso, se produce un mayor ahorro agregado y mejora el saldo de cuenta corriente, dada la mayor propensión al consumo de los sectores medios y bajos. Pero la literatura reciente sugiere que el consumo de estos últimos no se reduce ante una caída de sus ingresos, pudiendo incluso elevarse ante un mayor consumo de las clases altas, por lo que el ahorro y el saldo de cuenta corriente disminuirían ante una peor distribución del ingreso. Se utilizaron estimaciones de concentración del ingreso recopilados en la World Top Incomes Database: Top 1%, Top 0,1% y Top 0,01%. Para Argentina, las estimaciones publicadas en la citada base sólo llegan hasta 2004, por lo que se replicó la metodología empleada por Alvaredo (2007 y 2010), autor de las mismas, para extender las series hasta 2011. También se utilizó el Coeficiente de Gini como indicador de desigualdad, cuyas series fueron obtenidas de The Standardized World Income Inequality Database.

Antes de incluir en la misma regresión indicadores de distribución funcional y personal del ingreso, realizamos un análisis de las correlaciones entre ellas, las cuales se muestran en el Cuadro 1.

Cuadro 1 / Análisis de Correlación entre las variables de desigualdad

	Participación Salarial	Top 1%	Top 0,1%	Top 0,01%	Gini
Participación Salarial	1				
Top 1%	-0,045	1			
Top 0,1%	0,005	0,947	1		
Top 0,01%	0,047	0,875	0,976	1	
Gini	-0,375	0,754	0,625	0,509	1

Observamos que la participación del salario en el ingreso no correlaciona con los *top incomes* y sólo correlaciona levemente con el coeficiente de Gini, por lo que al incluir simultáneamente estas variables en las regresiones no estaríamos repitiendo información. Sí existe una alta correlación entre los *top incomes* y el coeficiente de Gini, por lo que se utilizarán de manera alternativa. Por último, vemos que los tres indicadores de *top incomes* considerados se comportan de manera muy similar, por lo que sólo utilizamos los dos extremos: Top 1% y Top 0,01%.

Crédito al Sector Privado (% PIB) (“cred_ban” y “cred_oif”). Los efectos del tamaño del sector financiero en la cuenta corriente también son ambiguos. Por un lado, pueden permitir que el financiamiento de la inversión sea más eficiente, induciendo un mayor ahorro y un mayor saldo de cuenta corriente. Por otro lado, como se ha descrito en secciones anteriores, la relajación de las restricciones crediticias permite que sectores de ingresos medios y bajos eleven sus niveles de consumo, impactando negativamente en la cuenta corriente. De todas formas, este impacto debería ser temporal ya que en un determinado momento se necesitará reducir el consumo para pagar las deudas contraídas. Para que el mayor consumo se sostenga en el tiempo es necesario que se sigan incorporando nuevos sectores de la población al sistema financiero. El proceso de desregulación financiera suele estar asociado con un crecimiento del crédito proveniente de instituciones no bancarias, tales como sociedades de inversión, instituciones de seguros, fondos de pensiones, cooperativas de ahorro y préstamos, entre otras. Es por eso que el rol del sector financiero se intentará medir mediante dos ratios: crédito privado proveniente de bancos y crédito privado proveniente de otras instituciones financieras, ambos en porcentaje del PIB. La fuente de las series ha sido el Financial Development and Structure Dataset del Banco Mundial.

Balance Fiscal (% PIB) (“saldo_fiscal”). Esta variable usualmente se considera como un determinante de la cuenta corriente, aunque el signo de su coeficiente asociado puede ir en uno u otro sentido. Como señalan Behringer y van Treeck (2013), un mayor saldo fiscal como resultado de un menor gasto o mayores impuestos reduce el ingreso disponible y el consumo agregado, impactando positivamente en la cuenta corriente. Pero los autores advierten que si los agentes privados se comportan de acuerdo a la *equivalencia Ricardiana*, un mayor déficit fiscal es acompañado por un mayor ahorro privado y por lo tanto es neutro. Por otro lado, se ha señalado que en países altamente endeudados puede existir una causalidad inversa: ante un déficit de cuenta corriente se inicia un proceso de ajuste fiscal, por lo que el resultado de la relación puede ser negativo (Ramos

y Rincón, 2000; Alleyne *et al.*, 2011; Sobrino, 2013). Los datos aquí utilizados provienen de distintas fuentes: World Economic Outlook Database (IMF), OECD Economic Outlook Database y de la Annual Macro-Economic Database de la Comisión Europea (AMECO).

Posición Neta de Activos Externos (% PIB) (“pnae”). El signo asociado al coeficiente de esta variable también puede ser positivo o negativo. Por un lado, países con un nivel de activos externos relativamente alto pueden sostener déficits comerciales por períodos prolongados. Pero, al mismo tiempo, estos países obtienen mayores flujos de ingresos primarios desde el exterior, por lo que la mejora en la cuenta de rentas puede compensar o no un deterioro en la balanza comercial, siendo incierto el resultado total en la cuenta corriente. Las series aquí utilizadas provienen de la External Wealth of Nations Dataset, calculadas por Lane y Milesi-Ferretti (2007), cuya versión online está actualizada hasta el año 2012.

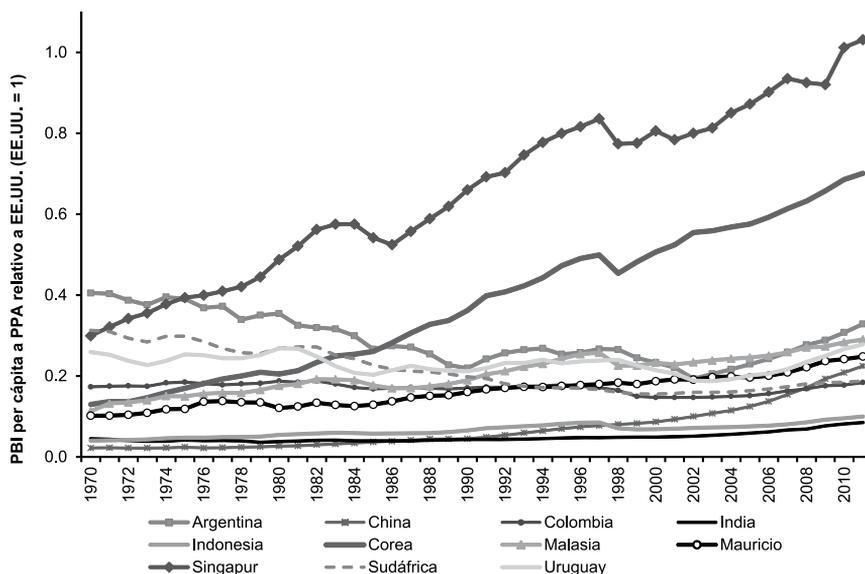
PIB a Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) per cápita relativo a EE.UU. (“pib_relativo”). Esta variable intenta captar los efectos de los procesos de desarrollo económico. Si se anticipa una convergencia, los agentes privados de países poco desarrollados pueden elevar el endeudamiento externo para suavizar su consumo de largo plazo, impactando negativamente en la cuenta corriente. Del mismo modo, se espera que la productividad del capital sea mayor en los países con menor *stock* de capital, por lo que los países menos avanzados deberían ser importadores netos de capital e incurrir en déficits de cuenta corriente. Para esta variable, se utilizaron datos de la Penn World Table.

Variables Demográficas (“dep_mayor” y “dep_joven”). De acuerdo a las hipótesis del ciclo de vida, una mayor proporción de población económicamente inactiva reduce los ahorros impactando negativamente en la cuenta corriente, dado que los jóvenes y ancianos son consumidores netos. De todas formas, diversos factores pueden influir para que la población mayor continúe ahorrando: deseo de dejar herencia, incertidumbre respecto a la expectativa de vida y a los gastos en los que se tendrá que incurrir. Es por eso que para captar mejor estos efectos se utilizaron dos ratios de dependencia distintos, ambos provenientes de la base World Development Indicators del Banco Mundial. Por un lado, se consideró la población joven, de entre 0 y 14 años, mientras que el segundo ratio corresponde a la población de más de 65 años. Para ambos ratios, el denominador es la población de entre 15 y 64 años.

Dummy de país avanzado (“*avan*”). Como ya se indicó, esta variable toma valor 1 para los países avanzados y 0 para las economías emergentes. De acuerdo a la clasificación utilizada por el FMI, el segundo grupo queda conformado por los siguientes 9 países: Argentina, China, Colombia, India, Indonesia, Malasia, Mauricio, Sudáfrica y Uruguay. Un tratamiento especial requieren los casos de Corea y Singapur, quienes hoy son considerados avanzados pero claramente no lo eran al inicio de la muestra, como puede inferirse del Gráfico 4. El criterio que se adoptó para estos países fue considerarlos emergentes hasta que su PIB per cápita relativo a EEUU alcanzó un nivel de 0,5. Si bien este valor es arbitrario, consideramos que a partir de ese momento la separación respecto al resto de las economías emergentes es bastante clara. De esta manera, Singapur empieza a considerarse una economía avanzada a partir de 1981, mientras que para Corea la variable *dummy* cambia su valor en el año 2000.

Ya se ha mencionado que esta variable correlaciona de manera significativa con el PIB per cápita relativo a EE.UU., por lo que no se la introducirá de manera aislada en las regresiones sino sólo interactuando con las variables de desigualdad y crédito. Si bien pudimos haber realizado las interacciones directamente con el PIB per cápita, consideramos que pertenecer o no al grupo de economías avanzadas depende de otros factores estructurales, no captados totalmente por el PIB per cápita.

Gráfico 4 / Convergencia de Corea del Sur y Singapur con las economías avanzadas



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Penn World Table.

Al trabajar con un panel cuya dimensión temporal es relativamente grande (T=41) se deben considerar las cuestiones de no estacionariedad propias de las series de tiempo, lo cual se realiza en el Anexo I. Como allí se explica, se decidió incluir algunas series en diferencias en lugar de en niveles: saldo fiscal, posición neta de activos externos, PIB relativo y ratios crediticios.

Tal como se recomienda en la literatura, todas las variables fueron descentradas utilizando el PIB como ponderador, de forma tal de eliminar los factores comunes en la dimensión de corte transversal.³ Las estimaciones que se presentan en la próxima sección fueron estimadas por Efectos Fijos, aunque en el Anexo II se realiza un análisis de robustez repitiendo las regresiones con la metodología Pooled

³ Al igual que en Al-Hussami y Remesal (2012) y Behringer y van Treeck (2013), el descentrado se realizó mediante la siguiente fórmula:

$$\tilde{X}_{it} \equiv X_{it} - \frac{\sum_{i=1}^J PIB_{it} X_{it}}{\sum_{i=1}^J PIB_{it}}$$

Donde X_{it} es la variable original, \tilde{X}_{it} es la variable descentrada, es el PIB_{it} a valores corrientes extraído de la External Wealth of Nations Dataset de Lane y Milesi-Ferretti (2007), el subíndice i hace referencia al país y t al año.

OLS (POLS). También como análisis de robustez, en el Anexo II se incluyen las regresiones con promedios no superpuestos de 3 años (14 observaciones para el período 1970-2011). Esto es una recomendación mencionada en la literatura previa para aislar los efectos de los factores comunes tales como el ciclo económico global, aunque tiene la notoria desventaja de reducir considerablemente el número de observaciones. Es por esto último que las regresiones del cuerpo principal del trabajo se realizaron en base a las series anuales (42 observaciones).

IV. Resultados

En primer lugar, estimamos el Modelo N° 1 para el panel de 29 países, sin diferenciar entre economías avanzadas y emergentes. Los resultados se muestran en el Cuadro 2.

Cuadro 2 / Resultados de la estimación del Modelo N° 1 (EF)

	(1) cc	(2) cc	(3) cc	(4) cc	(5) cc	(6) cc	(7) cc
Δ saldo_fiscal	0,182* (1,68)	0,583*** (4,67)	0,210** (2,15)	0,482*** (4,06)	0,176* (1,68)	0,042 (0,45)	0,172 (1,59)
dep_mayor	-0,304*** (-3,54)	-0,117 (-1,14)	0,066 (0,95)	-0,057 (-0,59)	-0,423*** (-4,82)	-0,305*** (-3,93)	-0,290*** (-3,08)
dep_joven	-0,506*** (-7,23)	-0,165** (-1,99)	-0,263*** (-4,67)	-0,062 (-0,90)	-0,647*** (-7,97)	-0,625*** (-9,21)	-0,428*** (-5,24)
Δ pib_relativo	-24,874* (-1,91)	-30,744** (-2,11)	-14,987 (-1,20)	-23,606* (-1,68)	-29,647** (-2,42)	-13,771 (-1,13)	-22,357* (-1,72)
Δ pnae	0,036** (2,22)	0,043** (2,17)	0,041 (1,40)	0,047** (2,43)	0,027* (1,78)	0,000 (0,01)	0,032** (1,98)
Δ cred_ban	0,013 (0,44)	0,027 (0,72)	0,018 (0,68)	0,009 (0,25)	0,025 (0,84)	0,018 (0,76)	0,009 (0,29)
Δ cred_oif	-0,071 (-1,62)	-0,067 (-1,25)	-0,091** (-2,58)	-0,043 (-0,83)	-0,036 (-0,87)	-0,032 (-0,99)	-0,053 (-1,21)
part_salarial	-0,886*** (-8,92)				-1,133*** (-10,94)	-0,884*** (-8,15)	-0,892*** (-9,00)
top1		-0,287* (-1,93)			-0,151 (-1,18)		
top0_01			-1,039** (-2,02)			-1,704*** (-3,26)	
gini				-0,343*** (-3,62)			-0,229** (-2,11)
_cons	45,636*** (9,33)	1,988*** (6,42)	0,465** (2,50)	2,104*** (5,95)	58,291*** (11,37)	45,781*** (8,24)	46,109*** (9,46)
N	261	269	198	291	239	176	258
adj. R ²	0,268	0,070	0,179	0,083	0,388	0,413	0,283

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Del cuadro anterior se observa que la distribución funcional del ingreso es un determinante muy significativo de la cuenta corriente: una mayor participación del salario en el ingreso total de la economía está asociada con un deterioro del saldo de cuenta corriente. También existe una relación negativa y significativa entre el ingreso apropiado por los *top incomes*, en particular con el Top 0,01%, y la desigualdad captada por el coeficiente de Gini. Todos estos resultados se encuentran en línea con lo sugerido por la literatura previa.

De acuerdo a estos resultados, la variación de los ratios crediticios no es un determinante significativo de la cuenta corriente. De todas maneras, vale la pena mencionar que los coeficientes asociados al crédito de otras instituciones financieras son negativos y los asociados al crédito bancario son positivos, aunque en términos estadísticos sean indistinguibles de cero.

Por otra parte, los ratios de dependencia poblacional resultan altamente significativos, sugiriendo que cuanto mayor es la proporción de población pasiva, menor es el saldo de cuenta corriente, tal como sugiere la teoría. En cuanto a las demás variables de control, los coeficientes son mayormente significativos, siendo de signo positivo para el saldo fiscal y la posición neta de activos externos, y negativo para el caso del PIB per cápita relativo. Es interesante destacar que los determinantes tradicionales de la cuenta corriente siguen siendo significativos pese a la inclusión de variables distributivas en las regresiones, lo que sugiere que no se está introduciendo información redundante.

A continuación, en el Cuadro 3, se presentan los resultados de la estimación del Modelo N° 2, en el cual introducimos la distinción entre economías avanzadas y emergentes mediante una variable *dummy*. Nuevamente, la participación del salario en el ingreso resulta altamente significativa y con coeficiente negativo. La interacción de esta variable con la de país avanzado no resulta significativa, es decir, una mayor participación del salario está asociada a un menor saldo de cuenta corriente independientemente del grado de desarrollo de las economías.

Los coeficientes asociados a los *top incomes* y al Gini también resultan significativos y de signo negativo, al menos en las regresiones donde se incluye también la participación salarial. De las interacciones consideradas, sólo resulta significativa la de la regresión 5, la que incluye la participación salarial y el Top 1%. El resultado muestra que sólo para los países emergentes un mayor ingreso apropiado por el Top 1% está asociado con un menor saldo de cuenta

corriente. Para las economías avanzadas, ambos coeficientes se anulan entre sí. Es decir, si están operando los mecanismos de las cascadas de consumo o del consumo inercial, tal como sugiere la literatura reciente para el caso de los EE.UU., no encontramos evidencia de que esto se refleje en un menor saldo de cuenta corriente para las economías avanzadas, contradiciendo los resultados de la literatura previa.

Cuadro 3 / Resultados de la estimación del Modelo N° 2 (EF)

	(1) cc	(2) cc	(3) cc	(4) cc	(5) cc	(6) cc	(7) cc
Δ saldo_fiscal	0,183* (1,68)	0,563*** (4,50)	0,206** (2,10)	0,485*** (4,08)	0,156 (1,49)	0,047 (0,50)	0,169 (1,56)
dep_mayor	-0,304*** (-3,53)	-0,080 (-0,76)	0,057 (0,79)	-0,069 (-0,71)	-0,369*** (-4,07)	-0,295*** (-3,78)	-0,268*** (-2,82)
dep_joven	-0,518*** (-6,89)	-0,144* (-1,72)	-0,270*** (-4,70)	-0,096 (-1,18)	-0,579*** (-6,31)	-0,586*** (-7,57)	-0,367*** (-3,62)
Δ pib_relativo	-24,913* (-1,91)	-29,623** (-2,03)	-14,284 (-1,14)	-23,226* (-1,65)	-29,208** (-2,39)	-15,309 (-1,25)	-23,655* (-1,82)
Δ pnae	0,036** (2,22)	0,045** (2,28)	0,039 (1,32)	0,046** (2,39)	0,029* (1,92)	0,002 (0,06)	0,033** (2,00)
Δ cred_ban	0,015 (0,48)	0,025 (0,67)	0,019 (0,71)	0,008 (0,24)	0,021 (0,72)	0,017 (0,68)	0,010 (0,34)
Δ cred_oif	-0,071 (-1,62)	-0,067 (-1,24)	-0,090** (-2,56)	-0,046 (-0,88)	-0,034 (-0,81)	-0,029 (-0,91)	-0,048 (-1,08)
part_salarial	-0,878*** (-8,70)				-1,148*** (-10,78)	-0,921*** (-8,18)	-0,904*** (-8,85)
top1		-0,600** (-2,23)			-0,562** (-2,44)		
top0_01			-0,327 (-0,27)			-3,002** (-2,30)	
gini				-0,228 (-1,30)			-0,488** (-2,35)
sal_avan	-0,015 (-0,46)				0,039 (1,05)	0,027 (0,97)	-0,014 (-0,41)
top1_avan		0,438 (1,39)			0,564** (2,12)		
top0_01_avan			-0,845 (-0,64)			1,393 (1,04)	
gini_avan				-0,176 (-0,78)			0,348 (1,40)
_cons	45,882*** (9,31)	2,224*** (6,31)	0,435** (2,27)	1,699*** (2,70)	57,672*** (11,30)	46,526*** (8,24)	48,057*** (9,57)
N	261	269	198	291	239	176	258
adj. R ²	0,265	0,074	0,176	0,082	0,396	0,411	0,285

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Se mantienen los resultados respecto a los ratios crediticios: sin ser significativamente distintos de cero, los coeficientes asociados al crédito bancario son positivos y los del crédito de otras instituciones financieras son negativos. Las demás variables de control conservan la significatividad y el signo de las regresiones del Modelo N° 1. El Cuadro 4 presenta los resultados del Modelo N° 3.

Cuadro 4 / Resultados de la estimación del Modelo N° 3 (EF)

	(1) ca	(2) ca	(3) ca	(4) ca	(5) ca	(6) ca	(7) ca
Δ saldo_fiscal	0.104 (1.01)	0.583*** (4.66)	0.199** (2.05)	0.466*** (3.91)	0.094 (0.96)	-0.026 (-0.29)	0.096 (0.93)
dep_mayor	-0.406*** (-4.94)	-0.118 (-1.12)	0.049 (0.70)	-0.053 (-0.55)	-0.524*** (-6.24)	-0.412*** (-5.34)	-0.415*** (-4.55)
dep_joven	-0.466*** (-7.10)	-0.165** (-1.98)	-0.270*** (-4.80)	-0.074 (-1.06)	-0.646*** (-8.61)	-0.676*** (-10.37)	-0.444*** (-5.75)
Δ pib_relativo	-28,870** (-2.37)	-30,694** (-2.09)	-10,669 (-0.84)	-23,223* (-1.66)	-33,216*** (-2.89)	-18,403 (-1.55)	-27,834** (-2.27)
Δ pnae	0.037** (2.41)	0.043** (2.16)	0.037 (1.26)	0.043** (2.22)	0.029** (2.07)	-0.013 (-0.50)	0.039** (2.49)
Δ cred_ban	0.041 (1.42)	0.027 (0.72)	0.021 (0.77)	0.005 (0.14)	0.050* (1.83)	0.040* (1.71)	0.042 (1.42)
Δ cred_oif	0.008 (0.19)	-0.068 (-1.23)	-0.097*** (-2.76)	-0.027 (-0.51)	0.028 (0.70)	0.010 (0.31)	0.004 (0.09)
part_salarial	-0.869*** (-9.36)				-1.085*** (-11.28)	-0.937*** (-9.02)	-0.881*** (-9.43)
top1		-0.288* (-1.91)			-0.051 (-0.42)		
top0_01			-0.799 (-1.50)			-0.781 (-1.43)	
gini				-0.292*** (-2.92)			-0.088 (-0.82)
sal_cred	-0.001*** (-5.99)				-0.001*** (-6.20)	-0.001*** (-4.28)	-0.001*** (-5.59)
top1_cred		-0.000 (-0.04)			-0.001 (-0.74)		
top0_01_cred			-0.013* (-1.72)			-0.014** (-1.99)	
gini_cred				0.002 (1.60)			-0.002 (-1.30)
_cons	43.998*** (9.61)	1.983*** (5.82)	0.383** (2.01)	2.524*** (5.74)	55.235*** (11.58)	48.579*** (9.10)	44.319*** (9.63)
N	261	269	198	291	239	176	258
adj. R ²	0.360	0.066	0.188	0.089	0.477	0.475	0.364

Estadístico t se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Aquí se testea la hipótesis de Al-Hussami y Remesal (2012), respecto a que la desigualdad sólo tiene efectos en la cuenta corriente cuando existe un sistema financiero profundo. En efecto, se observa que varias de las interacciones empleadas resultan ser significativas y de signo negativo, aunque el valor de los coeficientes es muy reducido. Nuevamente la participación salarial es altamente significativa y con signo negativo, mientras que el coeficiente de interacción sugiere que a mayor nivel de crédito, mayor es el impacto final en la cuenta corriente, tal como se esperaba.

Los coeficientes estimados para los *top incomes* también resultan significativos pero sólo en una de las regresiones alcanzan una significatividad del 10%. La interacción entre el Top 0,01% y el nivel de crédito resulta significativa y de signo negativo. Es decir, a medida que aumenta el nivel de crédito, se profundiza el impacto negativo que tiene la concentración del ingreso en la cuenta corriente. Esto va en línea con las teorías que sugieren que, en la medida que el crédito lo permite, los sectores altos buscan invertir parte de sus ahorros financiando el consumo de los sectores medios y bajos, el cual no disminuye o lo hace en menor medida de lo que se esperaría dada la pérdida de ingresos de estos sectores. La interacción entre coeficiente Gini y ratios de crédito no resulta significativa, mientras que las demás variables de control se comportan tal como lo hacían en los modelos anteriores.

En el Modelo N° 4 retomamos la diferenciación entre países avanzados y emergentes pero ahora no sólo para el caso de las variables de desigualdad sino también para la variación de los ratios crediticios. Adicionalmente, analizamos la diferencia del ratio de crédito total respecto al PIB. Los resultados se muestran en el Cuadro 5.

La participación salarial sigue siendo altamente significativa y con coeficiente negativo, mientras que la interacción con el estadio de desarrollo no modifica el resultado. Los *top incomes* y el coeficiente Gini también resultan mayormente significativos y con coeficientes negativos. Para el Top 1% se repite el resultado hallado en el Modelo N° 2: es significativo y negativo para las economías emergentes, pero el coeficiente se anula para las economías avanzadas. Algo similar ocurre con la variación del ratio de crédito total. Para las economías emergentes, el coeficiente es significativo y negativo, sugiriendo que una aceleración en el crecimiento del crédito está asociada con un menor balance de cuenta corriente. Pero para las economías avanzadas, este efecto no está presente.

Este resultado indica que los procesos de liberalización financiera tienen distinto impacto en el sector externo de acuerdo al grado de desarrollo de la economía.

Tal como ocurría con las demás estimaciones, las variables de control resultan significativas y con los signos esperados.

Cuadro 5 / Resultados de la estimación del Modelo N° 4 (EF)

	(1) cc	(2) cc	(3) cc	(4) cc	(5) cc	(6) cc	(7) cc
Δsaldo_fiscal	0,174 (1,62)	0,546*** (4,37)	0,194* (1,95)	0,484*** (4,10)	0,145 (1,40)	0,038 (0,41)	0,164 (1,55)
dep_mayor	-0,326*** (-3,87)	-0,106 (-1,02)	0,020 (0,28)	-0,082 (-0,85)	-0,392*** (-4,40)	-0,327*** (-4,35)	-0,287*** (-3,08)
dep_joven	-0,522*** (-7,04)	-0,134 (-1,60)	-0,257*** (-4,40)	-0,112 (-1,37)	-0,589*** (-6,44)	-0,589*** (-7,68)	-0,387*** (-3,88)
Δpib_relativo	-28,380** (-2,21)	-30,141** (-2,06)	-13,970 (-1,10)	-24,146* (-1,72)	-30,867** (-2,54)	-17,439 (-1,43)	-26,331** (-2,05)
Δpnae	0,030* (1,86)	0,045** (2,25)	0,029 (0,95)	0,042** (2,19)	0,027* (1,77)	-0,009 (-0,34)	0,027* (1,68)
Δcred	-0,241*** (-3,10)	-0,071 (-0,69)	-0,106 (-1,24)	-0,152* (-1,70)	-0,147* (-1,80)	-0,157* (-1,97)	-0,218*** (-2,80)
part_salarial	-0,905*** (-9,05)				-1,163*** (-10,96)	-0,974*** (-8,81)	-0,926*** (-9,17)
top1		-0,598** (-2,18)			-0,502** (-2,16)		
top0_01			-0,782 (-0,62)			-3,504*** (-2,73)	
gini				-0,187 (-1,05)			-0,442** (-2,16)
sal_avan	-0,005 (-0,15)				0,033 (0,91)	0,028 (1,05)	-0,008 (-0,22)
top1_avan		0,408 (1,27)			0,486* (1,81)		
top0_01_avan			-0,605 (-0,45)			1,741 (1,31)	
gini_avan				-0,250 (-1,09)			0,281 (1,14)
cred_avan	0,258*** (3,14)	0,075 (0,69)	0,092 (1,05)	0,164* (1,72)	0,165* (1,93)	0,169** (2,04)	0,237*** (2,88)
_cons	46,744*** (9,60)	2,184*** (6,13)	0,396** (2,04)	1,521** (2,39)	58,526*** (11,49)	49,163*** (8,85)	48,729*** (9,84)
N	261	269	198	291	239	176	258
adj. R ²	0,286	0,067	0,151	0,089	0,403	0,421	0,305

Estadístico t se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

V. Conclusiones

La crisis financiera internacional puso nuevamente en el centro del debate el rol de la desigualdad como fuerza impulsora de las decisiones que toman los agentes económicos y que impactan en las principales variables macroeconómicas. En particular, la combinación de desigualdad creciente con desregulación e innovación financiera permitió la generación de patrones de ahorro e inversión, y por ende de cuenta corriente, que no siempre son los esperados en los modelos macroeconómicos estándar.

Si bien no pueden descartarse las hipótesis del ingreso permanente y de la mayor propensión a consumir de asalariados y sectores medios y bajos, estas teorías no son suficientes para explicar nuestros resultados ni los alcanzados por la literatura reciente. Es así que cobran relevancia algunas ideas de la *behavioral economics*, como la acción inercial destinada a mantener una posición de consumo estable en relación a otros sectores aún cuando se afronte un deterioro en los ingresos, o también el deseo de imitar los patrones de consumo de los sectores superiores de la distribución. Estas teorías explican cómo, gracias al sistema financiero, los sectores de ingresos medios pueden sostener niveles de consumo que no guardan tanta relación con sus niveles de ingreso.

El objetivo de este estudio fue determinar si efectivamente estos comportamientos se verifican para un panel amplio de países, analizando si están condicionados por las características estructurales y macroeconómicas de cada país.

De los resultados obtenidos surge que cuanto mayor es la participación del salario en el ingreso total, menor es el saldo de cuenta corriente. Este resultado es muy robusto a distintas especificaciones econométricas y va en línea con la hipótesis de que los asalariados tienen una propensión mayor a gastar que las firmas. Este comportamiento de la clase trabajadora puede estar reflejando también que la misma dispone de menos posibilidades de ahorro/inversión que las empresas, dado que encontramos evidencia respecto de que a mayor profundidad del sistema financiero, menor es el impacto negativo en la cuenta corriente del mayor ingreso salarial, *caeteris paribus*.

Si bien encontramos que una concentración del ingreso en los extremos superiores de la pirámide, los *top incomes*, está asociada con un menor saldo de cuenta corriente, este resultado no fue tan robusto como el anterior. Más aún, nues-

tros resultados muestran que esta relación está presente sólo en las economías emergentes, no en las avanzadas como sugiere la literatura reciente. Esto puede interpretarse como un llamado de atención a la relevancia de algunas hipótesis de moda, como la de las cascadas de consumo, o bien podría reflejar los problemas de comparabilidad que muestran los indicadores de *top incomes* calculados en base a estadísticas impositivas. De todas formas, sí encontramos evidencia respecto a que un mayor nivel de crédito incrementa el impacto negativo de la concentración del ingreso en los estratos superiores sobre la cuenta corriente. A medida que surjan nuevas y más precisas estimaciones de los *top incomes*, se podrá tener una mayor comprensión sobre estos fenómenos.

No encontramos impactos significativos de la variación de los ratios crediticios sobre la cuenta corriente, salvo cuando diferenciamos entre economías avanzadas y emergentes. En este sentido, nuestros resultados muestran que una aceleración del nivel de crédito impacta negativamente sobre el saldo de cuenta corriente de los países en desarrollo pero tiene un efecto neutro en los avanzados. Es decir, los impactos de la profundización financiera en las cuentas externas dependen del grado de desarrollo de la economía.

Las regresiones estimadas en este trabajo indican que la asociación que se halla en la literatura reciente entre desigualdad y endeudamiento no es generalizable para cualquier país. Si bien es muy probable que esté presente y sea positiva en los EE.UU., habiendo contribuido a desencadenar el inicio de la crisis financiera en el mercado del crédito, se debe ser cauteloso a la hora de extender este análisis a los países emergentes.

Respecto a los demás determinantes de la cuenta corriente, encontramos resultados compatibles con la teoría económica. Una mayor proporción de población pasiva está asociada con un menor saldo de cuenta corriente, dado que tanto jóvenes como adultos son consumidores netos. Por otro lado, un proceso de convergencia económica, tal como el que sugiere una aceleración del crecimiento del PBI per cápita respecto al de EE.UU., se corresponde con un menor saldo de cuenta corriente, en línea con el deseo de los agentes de suavizar consumo y de aprovechar las mayores oportunidades de inversión del país en desarrollo. Por último, una aceleración del superávit fiscal y de la acumulación de activos externos tiene como contrapartida un mayor saldo de cuenta corriente.

Los resultados aquí obtenidos nos permiten inferir que existe una relación importante entre distribución del ingreso y las cuentas externas. La futura ampliación de la cobertura y comparabilidad de las bases de datos, junto con el refinamiento en la interpretación de los canales de transmisión permitirán seguir avanzado en este sendero sumamente relevante para el diseño de la política económica. Líneas de trabajo posteriores deberían profundizar, mediante la utilización de una base más amplia, el análisis de las posibles diferencias entre modelos de crecimiento y la relación entre desigualdad y cuenta corriente.

Anexo I / Análisis de estacionariedad de las series de tiempo

Al trabajar con un panel cuya dimensión temporal es relativamente grande ($T=41$), se deben considerar las cuestiones de no estacionariedad propias de las series de tiempo. Por este motivo, a continuación se presentan los resultados de dos de los tests de raíz unitaria más utilizados, el desarrollado por Im, Pesaran y Shin (2003) y el de Maddala y Wu (1999). En ambos casos, la hipótesis nula consiste en considerar que todos los paneles tienen una raíz unitaria, mientras la hipótesis alternativa afirma que algunos de los paneles son estacionarios. La principal diferencia entre ambos tests es que el IPS define al estadístico \bar{t}_{IPS} como el promedio de los estadísticos t individuales de la regresión aumentada del test de Dickey-Fuller, mientras que Maddala y Wu proponen un test estadístico que es un promedio de los logaritmos de los p -values asociados al estadístico t de cada unidad (Burdizzo y Sangiácomo, 2014). Ambos tests requieren paneles balanceados y la independencia de las variables en la dimensión de corte transversal, lo cual no es un supuesto válido para los paneles de variables macroeconómicas como el de este trabajo, dada la presencia de factores comunes globales tales como globalización, desarrollo del sector financiero, transición demográfica, etc. Por estos motivos, para cada variable se ajustó la cantidad de países de modo de mantener el panel balanceado, sustrayendo a cada una de ellas la media correspondiente a cada año de la muestra (*de-meaning*). Los resultados se muestran en los siguientes cuadros:

Cuadro 6 / Test de raíz unitaria para las series en niveles

	IPS				MW			
	Sin Tendencia		Con Tendencia		Sin Tendencia		Con Tendencia	
	W-t-bar	p-value	W-t-bar	p-value	χ^2	p-value	χ^2	p-value
cc	-4,22	0,00 ***	-5,56	0,00 ***	105,12	0,00 ***	96,80	0,00 ***
pnae	1,03	0,85	-0,48	0,31	31,34	0,99	43,17	0,80
saldo_fiscal	-2,40	0,008 ***	-0,79	0,21	60,88	0,047 **	37,415	0,75
pi_b_relativo	0,95	0,83	-0,31	0,38	39,53	0,97	22,93	1,00
dep_mayor	-11,16	0,00 ***	-23,01	0,00 ***	189,797	0,00 ***	414,92	0,00 ***
dep_joven	-16,62	0,00 ***	-52,03	0,00 ***	827,63	0,00 ***	173,76	0,00 ***
cred_ban	2,75	1,00	2,07	0,98	8,88	1,00	3,58	1,00
cred_oif	5,57	1,00	1,06	0,86	1,97	1,00	6,52	0,98
part_salarial	-3,97	0,00 ***	-1,89	0,03 **	84,34	0,00 ***	67,74	0,00 ***
top1	-1,96	0,03 **	-2,12	0,02 **	19,444	0,62	38,59	0,02 **
top0_01	1,15	0,87	-1,83	0,03 **	4,991	0,76	11,08	0,20
gini	-2,90	0,00 ***	-0,74	0,23	47,49	0,65	28,01	0,99

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Los resultados de estos tests sugieren que el saldo de cuenta corriente, el saldo fiscal, los ratios de dependencia poblacional y la participación salarial en el ingreso, son variables estacionarias. Por otro lado, la posición neta de activos externos, el PIB relativo y los ratios crediticios son series integradas de orden 1, mientras que no se obtienen resultados concluyentes para los *top incomes* y del coeficiente Gini.

Cuadro 7 / Test de raíz unitaria para las series en diferencias

	IPS				MW			
	Sin Tendencia		Con Tendencia		Sin Tendencia		Con Tendencia	
	W-t-bar	p-value	W-t-bar	p-value	χ^2	p-value	χ^2	p-value
Δ cc	-29,77	0,00 ***	-27,88	0,00 ***	970,08	0,00 ***	811,49	0,00 ***
Δ pnae	-22,32	0,00 ***	-19,21	0,00 ***	894,02	0,00 ***	784,87	0,00 ***
Δ saldo_fiscal	-13,20	0,00 ***	-10,64	0,00 ***	313,68	0,00 ***	228,65	0,00 ***
Δ pib_relativo	-19,55	0,00 ***	-17,98	0,00 ***	507,17	0,00 ***	443,21	0,00 ***
Δ dep_mayor	-18,54	0,00 ***	-18,96	0,00 ***	391,33	0,00 ***	534,94	0,00 ***
Δ dep_joven	-25,93	0,00 ***	-28,30	0,00 ***	639,26	0,00 ***	968,61	0,00 ***
Δ cred_ban	-10,21	0,00 ***	-9,43	0,00 ***	148,46	0,00 ***	126,30	0,00 ***
Δ cred_oif	-8,78	0,00 ***	-8,86	0,00 ***	82,64	0,00 ***	63,58	0,00 ***
Δ part_salarial	-13,06	0,00 ***	-11,37	0,00 ***	265,01	0,00 ***	227,11	0,00 ***
Δ top1	-17,46	0,00 ***	-15,90	0,00 ***	265,07	0,00 ***	207,44	0,00 ***
Δ top0_01	-13,45	0,00 ***	-13,03	0,00 ***	148,49	0,00 ***	129,16	0,00 ***
Δ gini	-9,71	0,00 ***	-6,98	0,00 ***	338,51	0,00 ***	282,48	0,00 ***

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Siguiendo a Burdizzo y Sangiácomo (2014), el *de-meaning* aplicado para lidiar con la dependencia de corte transversal no es suficiente, ya que supone la homogeneidad en el impacto de los factores no observables sobre las unidades. Es por eso que recomiendan la aplicación de tests de raíz unitaria de segunda generación como el de Pesarán (2007), el cual incorpora en las ecuaciones de Dickey-Fuller los promedios por país tanto del regresor como de la variable dependiente, promediando los estadísticos individuales para obtener el denominado estadístico CIPS (*cross-sectional* Im Pesaran y Shin). La hipótesis nula es que todos los paneles son no estacionarios, siendo la hipótesis alternativa la existencia de algunos paneles estacionarios. Los cuadros 7 a 9 resumen los resultados calculados mediante el comando de Stata XTCIPS elaborado por Sangiácomo (2014).

La principal diferencia con lo que mostraban los tests IPS y MW es que el saldo fiscal y el coeficiente de Gini ahora deben considerarse como I(1). Si bien los resultados del test CIPS indican que los *top incomes* serían estacionarios, la exigencia de mantener balanceado el panel le hace perder robustez a estos resultados, ya que fueron obtenidos con una muestra de pocos países.

La presencia de raíces unitarias en series de tiempo es problemática ya que resulta en regresiones espurias. Pero, como señalaron Pesaran y Smith (1995), el problema de correlación espuria no se origina en las regresiones de corte transversal que surgen al colapsar la dimensión temporal, aun cuando la serie de tiempo de cada país contenga una raíz unitaria. Esta observación fue la que condujo a que el problema de correlación espuria se encuentre bastante mitigado al promediar las unidades (Burdizzo y Sangiácomo, 2014).

Cuadro 8 / Test CIPS. Series en niveles sin tendencia

Variable	N	T	CIPS	
cc	27	42	-2,784	***
pnae	26	42	-1,416	No Rechaza
saldo_fiscal	22	24	-1,793	No Rechaza
pib_relativo	29	42	-1,156	No Rechaza
dep_mayor	29	42	-3,112	***
dep_joven	29	42	-2,866	***
cred_ban	18	39	-1,039	No Rechaza
cred_oif	8	33	-1,033	No Rechaza
part_salarial	14	31	-2,087	*
top1	11	35	-3,066	***
top0_01	4	41	-2,357	**
gini	26	34	-1,431	No Rechaza

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Cuadro 9 / Test CIPS. Series en niveles con tendencia

Variable	N	T	CIPS	
cc	27	42	-2,886	***
pnae	26	42	-2,316	No Rechaza
saldo_fiscal	22	24	-2,176	No Rechaza
pib_relativo	29	42	-1,508	No Rechaza
dep_mayor	29	42	-3,259	***
dep_joven	29	42	-3,174	***
cred_ban	18	39	-2,150	No Rechaza
cred_oif	8	33	-1,754	No Rechaza
part_salarial	14	31	-2,000	No Rechaza
top1	11	35	-3,343	***
top0_01	4	41	-3,379	***
gini	26	34	-2,129	No Rechaza

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Cuadro 10 / Test CIPS. Series en diferencias sin tendencia

Variable	N	T	CIPS	
Δ cc	27	41	-5,720	***
Δ pnae	26	41	-5,189	***
Δ saldo_fiscal	22	23	-4,101	***
Δ pib_relativo	29	41	-3,848	***
Δ dep_mayor	29	41	-1,582	No Rechaza
Δ dep_joven	29	41	-2,678	***
Δ cred_ban	18	38	-2,999	***
Δ cred_oif	8	32	-3,686	***
Δ part_salarial	14	30	-4,366	***
Δ top1	11	34	-5,438	***
Δ top0_01	4	40	-5,520	***
Δ gini	26	33	-3,793	***

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Resulta necesario mencionar que, a la luz de todo el análisis anterior, la literatura sugiere utilizar el estimador mean Group FMOLS (Fully Modified Ordinary Least Squares) o el DOLS (Dynamic OLS). Estas metodologías requieren paneles balanceados o al menos no muy incompletos por lo que nos fue imposible aplicarlas en este trabajo. En efecto, en el análisis de robustez del siguiente anexo se presentan algunos resultados estimados mediante FMOLS, los cuales fueron calculados en base a sólo 8 países, dada la imposibilidad de ampliar la dimensión de corte transversal.

Dados estos inconvenientes, en este trabajo se decidió conservar las metodologías de la literatura previa, es decir, Efectos Fijos y Pooled OLS, facilitando la comparación de los resultados. Pero considerando los problemas de raíces unitarias mencionados previamente, se decidió que las siguientes variables ingresen a las regresiones en diferencias: saldo fiscal, posición neta de activos externos, PIB per cápita relativo y ratios crediticios. Se decidió conservar en niveles la serie del coeficiente Gini para facilitar la interpretación de los resultados.

Anexo II / Análisis de robustez

Se repitieron las regresiones mediante distintas metodologías: Pooled OLS (POLS), Efectos Fijos con promedios no superpuestos de 3 años (14 observaciones) y FMOLS. Las mismas se encuentran disponibles y pueden ser solicitadas por correo electrónico a los autores. En el siguiente cuadro se resumen los casos en los que estas regresiones alternativas coincidieron con los principales resultados del trabajo.

Cuadro 10 / Análisis de robustez de los principales resultados del trabajo (Coeficientes significativos y con signo esperado / Total de regresiones)

Resultado	POLS	EF (3 años)	FMOLS	Total	Total (%)
Participación Salarial (-)	16/16	12/16	2/2	30/34	88,2%
Ratios Demográficos (-)	48/56	37/56	4/4	89/116	76,7%
Interacción Part. Sal. / Crédito (-)	0/4	4/4	-/-	4/8	50,0%
ΔPNAE (+)	21/28	1/28	2/2	24/58	41,4%
Interacción Top Incomes / Crédito (-)	2/4	1/4	-/-	3/8	37,5%
ΔSaldo Fiscal (+)	9/28	9/28	2/2	20/58	34,5%
Top Incomes (-)	6/16	3/16	2/2	11/34	32,4%
Interacción Gini/Avanz. (no significativa)	2/4	0/4	-/-	2/8	25,0%
Crédito Bancario, OIF o Total (-)	17/49	1/49	2/4	20/102	19,6%
ΔPIB Relativo (-)	0/28	8/28	2/2	10/58	17,2%
Interacción Crédito/Avanz. (+)	1/7	1/7	-/-	2/14	14,3%
Interacción Part. Sal./Avanz. (no significativa)	2/8	0/8	-/-	2/16	12,5%
Gini (-)	0/8	1/8	-/-	1/16	6,3%
Interacción Top Incomes/Avanz. (+)	0/8	0/8	-/-	0/16	0,0%

Nota: se considera que un coeficiente adopta determinado signo sólo cuando la significatividad del mismo es mayor o igual al 10%.

Referencias

Al-Hussami, F., y Á. M. Remesal (2012). “Current Account Imbalances and Income Inequality: Theory and Evidence” (N° 459), Kiel advanced studies Working Papers.

Alesina, A. y D. Rodrik (1994). “Distributive Politics and Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics* 109(2), pp. 465-490.

Alleyne, D., B. Lugay y M. Dookie (2011). “The Relationship between Fiscal and Current Account Balances in the Caribbean”.

Alvaredo, F. (2007). “The Rich in Argentina over the Twentieth Century: From the Conservative Republic to the Peronist Experience and Beyond 1932-2004”, Paris School of Economics, Working Paper 2007-02.

Alvaredo, F. (2010). “The Rich in Argentina over the Twentieth Century, 1932-2004”, Incluido en *Top incomes: A Global Perspective*, Atkinson A., Barnes A. y Piketty T., Oxford University Press, 2010, Cap. 6.

Atkinson, A. (2007). “Measuring Top Incomes: Methodological Issues”, Incluido en *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental European and English-Speaking Countries*, Atkinson A. y Piketty T., Oxford University Press, 2007, Cap. 2.

Banerjee, A. V. y E. Duflo (2003). “Inequality and Growth: What can the Data Say?”, National Bureau of Economic Research.

Barba, A. y M. Pivetti (2009). “Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications. A Long-Period Analysis”, *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 113-137.

Barro, R. (1999). “Inequality, Growth, and Investment”. Working Paper 7038, National Bureau of Economic Research.

Behringer, J., y T. van Treeck (2013). “Income Distribution and Current Account: A Sectoral Perspective” (N° 125-2013), IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Bertrand, M. y A. Morse (2013). “Trickle-Down Consumption”, NBER Working Paper 18883.

Burdisso, T. y M. Sangiácomo (2014). “Series de tiempo en panel”, Mimeo.

Borio, C. y P. Disyatat (2011). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?”, BIS Working Papers N° 346.

Forbes, K. (1998). “Growth, Inequality, Trade, and Stock Market Contagion: Three Empirical Tests of International Economic Relationships”, Massachusetts Institute of Technology.

Frank, R. H. (2005). “Positional Externalities Cause Large and Preventable Welfare Losses”, *American Economic Review*, 95(2), pp. 137-141.

Frank, R. H. y A. S. Levine, (2007). “Expenditure Cascades”, American Economic Association Conference.

Galbraith, J. (2014). “Kapital for the Twenty-First Century?”. Disponible en: <http://www.dissentmagazine.org/article/kapital-for-the-twenty-first-century>

Goda, T. (2013). “The Role of Income Inequality in Crisis Theories and in the Subprime Crisis”, Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper 1305.

Gros, D. (2009). “Global Imbalances and the Accumulation of Risk”, CEPS Policy Brief N° 189, Centre for European Policy Studies.

Im, K. S., M. H. Pesarany e Y. Shin (2003). “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics*, 115, pp. 53-74.

Karabarbounis, L y B. Neiman (2013). “The Global Decline of the Labor Share”, NBER Working Paper N° 19136.

Kregel, J. (2008). “Minsky’s Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief 2008.

Krugman, P. (2013). “Inequality and Recovery”, Post en el blog The Conscience of a Liberal del New York Times. Consultado en Enero de 2013 y disponible en: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/20/inequality-and-recovery/>

Krugman, P. (2014a). “Why We’re in a New Gilded Age”. Disponible en: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2014/may/08/thomas-piketty-new-gilded-age/>

Krugman, P. (2014b). “Inequality and Crisis: Scandinavian Skepticism”, Post en el blog The Conscience of a Liberal del New York Times. Consultado en Diciembre de 2014 y disponible en: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/11/21/inequality-and-crises-scandinavian-skepticism/>

Krugman, P. (2014c). “Inequality and Economic Performance”, Post en el blog The Conscience of a Liberal del New York Times. Consultado en Diciembre de 2014 y disponible en: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/12/02/inequality-and-economic-performance/>. Basado en una presentación disponible en: https://webpace.princeton.edu/users/pkrugman/PK_Columbia.pdf

Kumhof, M. y R. Rancière (2010). “Inequality, Leverage and Crisis”, IMF Working Paper 10/268.

Kumhof, M., C. Lebarz, R. Rancière, A. Richter y N. Throckmorton (2012). “Income Inequality and Current Account Imbalances”, IMF Working Paper 12/08.

Kuznets, S. (1955). “Economic Growth and Income Inequality”, *The American Economic Review*, Vol. 45, N°1.

Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti (2007). “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, *Journal of International Economics*, 73, November, pp. 223-250. Base de datos disponible en: <http://www.philiplane.org/EWN.html>

Maddala, G.S. y S. Wu (1999). “A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol.61 (Special Issue), pp. 631-652.

Moss, D. (2009). “An Ounce of Prevention. Financial Regulation, Moral Hazard, and the End of ‘Too Big to Fail’ ”, Harvard Magazine September-October 2009. Gráfico y comentarios disponibles en: http://www.tobinproject.org/sites/tobinproject.org/files/assets/BankFailures_ChartwithComments_Moss.pdf

Obstfeld, M. y K. Rogoff (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”. London: Centre for Economic Policy Research.

Ostry, J., Berg., A. y G. Tsangarides (2014). “Redistribution, Inequality, and Growth”, IMF Staff Discussion Note, febrero.

Ostry, J. y A. Berg (2011). “Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?”, International Monetary Fund.

Palley, T. (2010). “The Limits of Minsky’s Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis”, Monthly Review. Disponible en: <http://monthlyreview.org/2010/04/01/the-limits-of-minskys-financial-instability-hypothesis-as-an-explanation-of-the-crisis>

Pesaran, M. H. (2007). “A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence”, *Journal of Applied Econometrics*, 22, pp. 265-312.

Rajan, R. (2010a). *Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.

Rajan, R. (2010b). “Cómo la desigualdad alimentó la crisis”. Disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/how-inequality-fueled-thecrisis/spanish>

Ramos, J., y H. Rincón (2000). “El Balance Fiscal y el Balance en la Cuenta Corriente en Colombia: Canales de Transmisión y Causalidad”. Borradores de Economía, Banco de la Republica.

Rogoff, K. (2014). “¿Dónde está el problema de la desigualdad?”. Disponible en: <http://www.lanacion.com.ar/1689353-donde-esta-el-problema-de-la-desigualdad>

Sangiacomo, M. (2014). “XTCIPS: Stata Module to Compute Pesaran Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-section Dependence,” Statistical Software

Components S457850, Boston College Department of Economics, revised 31 Dec 2014.

Schor, J. (2005). "What's Hurting the Middle Class", Foro de debate en Boston Review. Disponible en: <http://www.bostonreview.net/forum/what%E2%80%99s-hurting-middle-class/%E2%80%98-public-goods-decay-and-democracy-wanes-populace-offered-suvs>

Sobrinho, C. (2013). "The Twin Deficits Hypothesis and Reverse Causality: A Short-Run Analysis of Peru", Journal of Economics, Finance & Administrative Science, 18(34).

Solow, R. (2014). "Thomas Piketty is Right". Disponible en: <http://www.newrepublic.com/article/117429/capital-twenty-first-century-thomas-piketty-reviewed>

Stiglitz, J. (2012). *El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita.* Taurus, Alfaguara S.A.

Stiglitz, J. (2013). "Inequality is Holding Back the Recovery", Post en el blog Opinionator del New York Times. Consultado en Enero de 2013 y disponible en: <http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/>

Summers, L. (2014). "The Inequality Puzzle". Disponible en: <http://www.democracyjournal.org/32/the-inequality-puzzle.php?page=all>

Wray, L. R. (2011). "Minsky Crisis", Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper N° 659.

Banca pública, banca privada y crisis: el Banco de la Nación Argentina como prestamista de última instancia entre la Primera Guerra Mundial y la posguerra

Andrés Regalsky

CONICET/ITDT, UNLuján, UNTres de Febrero

Mariano Iglesias*

BCRA

Resumen

En 1914 se abatió sobre la Argentina una severa crisis comercial y financiera, que tuvo un fuerte impacto en el nivel de la actividad económica. La interrupción de los flujos financieros externos, que ya venían mermando desde la crisis de los Balcanes, trajo serias repercusiones en el sistema financiero, en el mercado inmobiliario y en otras actividades conexas, con una importante secuela de quebrantos empresariales y desocupación obrera. Por otra parte, la caída de los ingresos fiscales y las complicaciones en los mercados financieros internacionales hicieron recaer el peso de la financiación pública sobre el mercado local. Luego de una importante recuperación entre 1918 y 1920, una nueva crisis internacional a fines de ese último año impactó rudamente sobre la balanza de pagos, las finanzas públicas y en aquellas actividades que se habían visto más favorecidas en los años previos, como la ganadería. El Banco de la Nación Argentina, que experimentó en estos años su mayor expansión, fue llamado a desempeñar nuevas funciones, tanto en la financiación del sector público como de un amplio espectro de actividades productivas. Tal vez el aspecto más saliente, y menos estudiado, fue el de su nuevo papel en relación al sistema bancario y

* Una primera versión de este trabajo se presentó en las XXIV Jornadas de Historia Económica (Rosario, octubre de 2014). Los autores agradecen el apoyo y colaboración del personal y autoridades de la biblioteca del Banco Central de la República Argentina, y de la secretaría del directorio del Banco de la Nación Argentina. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails: regalsky@utdt.edu, mariano.iglesias@bcra.gob.ar.

la banca privada, donde se puede apreciar su intervención —a la manera de un banco central— como prestamista de última instancia en las diversas coyunturas críticas. Este trabajo revisa estas cuestiones, deteniéndose en el caso del Banco Español del Río de la Plata, aquél donde la acción de salvataje del BNA asumió, hacia 1923-24, un carácter más pleno y masivo, como último remezón de las perturbaciones del ciclo de guerra y posguerra.

Clasificación JEL: E51, E58, G21, G28.

Palabras clave: Argentina, banca privada, banca pública, historia bancaria.

Public Banks, Private Banks and Crisis: Banco de la Nación Argentina as Lender of Last Resort between the First World War and the Postwar Period

Andrés Regalsky

CONICET/ITDT, UNLuján, UNTres de Febrero

Mariano Iglesias

BCRA

Summary

In 1914 the outbreak of the First World War gave place to a great commercial and financial crisis in the Argentine economy. The interruption of the external capital flows, already diminished since the Balkan's crisis, brought about serious repercussions on the financial system, on the real estate and other connected activities, resulting in a wave of bankruptcies and huge unemployment. On the other hand, the downfall of fiscal revenues and the difficulties in the international financial markets discharged over the local market the burden of public financing. After an important recovery between 1918 and 1920, a new international crisis heavily afflicted the balance of payments, public finance and those activities previously more profitable, such as livestock. The Banco de la Nación Argentina experienced in those years its greatest expansion, and was called to perform new functions, financing both the public sector and a large range of productive activities. However, the most outstanding aspect, but less studied, was its new role in the banking system, acting as lender of last resort in different critical moments, in the manner of a Central Bank. This paper revisited such questions, with special attention to the case of the Banco Español del Río de la Plata, when the BNA rescue assumed —about 1923-24— a fuller and more massive character, trying to close the postwar cycle of disturbances.

JEL: E51, E58, G21, G28.

Keywords: Argentina, private banks, public banks, banking history.

I. Introducción

En 1935 comenzó a funcionar por primera vez en la Argentina un Banco Central, creado después de varios años de discusiones. Desde 1890 funcionaba un régimen basado en la Caja de Conversión como organismo emisor y principal autoridad monetaria, inspirado en las reglas automáticas de creación monetaria del patrón oro y sin ningún mecanismo de regulación para el sistema de créditos y depósitos bancarios. Más aún, para un contexto de pánico o crisis el sistema no contaba con un prestamista de última instancia que pudiera apoyar o socorrer a las entidades en dificultades.¹ Es sabido que tras el estallido de la crisis mundial, el gobierno militar tomó en 1931 algunas disposiciones por las que el Banco de la Nación Argentina (BNA), junto a la Caja de Conversión, comenzó a asumir ese papel. Aún más, la enorme inmovilización de fondos que insumió el apoyo a estas entidades, entre las que descollaba el Banco Español del Río de la Plata —hasta hacía poco tiempo el principal banco privado del país— motivó la creación de un Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, que fue junto al Banco Central una de las piedras angulares de la reforma de 1935.

El objetivo del presente trabajo es evidenciar que la necesidad de un prestamista de última instancia se hizo sentir desde mucho antes de los sucesos de la Gran Crisis, y que en ese contexto el Banco de la Nación tuvo una actuación destacada en esas situaciones, a veces focalizadamente y otras de manera más generalizada, sentando un importante precedente del papel que le tocaría cumplir luego de 1930, y que a partir de 1935 habría de constituir una de las funciones principales del Banco Central. Es que a partir de la Primera Guerra Mundial se abrió un período de inestabilidad y perturbaciones que afectó severamente al sistema financiero, generando problemas de iliquidez y de insolvencia, que hicieron necesaria una intervención que sostuviera a las entidades en problemas, y que con ello asegurara la estabilidad de todo el sistema de circulación y crédito. No casualmente ya en esas primeras coyunturas estuvieron involucradas grandes entidades, y particularmente una, el Banco Español del Río de la Plata, que habría de tener un gran protagonismo en la crisis de los años treinta.

¹ Sobre los orígenes y funcionamiento del régimen de conversión véanse los textos clásicos de Quintero Ramos (1949), Ford (1966), Olarra Jiménez (1968), y más recientemente, Della Paolera y Taylor (2003). También Regalsky (1999). En cuanto al sistema de patrón oro, véanse Eichengreen (1996) y Bordo y Flandreau (2003).

En la siguiente sección se exponen algunos rasgos de la difícil coyuntura que transcurrió desde el estallido de la Primera Guerra Mundial y hasta diez años más tarde. La tercera sección se concentra en el análisis del sistema bancario argentino y sus principales debilidades. La cuarta sección se centra en el papel que asumió el Banco de la Nación tanto en el fomento a la producción como en el financiamiento al sector público, mientras que en la quinta sección se analizan los cambios en su relación con la banca privada, mutando de competidor a prestamista de última instancia. Este nuevo rol asumido por el Banco de la Nación queda en evidencia con el salvataje realizado al Banco Español del Río de la Plata, el cual se detalla en la sexta sección. Finalmente, se resumen los hallazgos del artículo en las conclusiones.

II. Un contexto difícil: la evolución de la coyuntura entre 1914 y 1924

El estallido de la Primera Guerra Mundial implicó en varios sentidos el comienzo de una nueva etapa en la economía argentina. Por un lado, vino a cerrar un largo período de expansión productiva cuyo inicio se puede remontar a la década de 1880, y que —sorteando los avatares de sucesivas crisis financieras, incluso una tan intensa como la de 1890— culminó a principios de siglo XX con el auge de las actividades agrícolas y ganaderas en la próspera región pampeana.² En un plano más global, la Guerra implicó el fin de una era de crecimiento casi ininterrumpido del comercio internacional, hacia el cual la Argentina volcaba una parte sustantiva de su producción, e inauguró otra de inestabilidad que iba a culminar en el colapso de los años treinta.³

También desde el punto de vista financiero implicó un cambio de época, al dejar en suspenso un sistema monetario basado en el patrón oro, que había marchado de la mano con la expansión del crédito bancario a partir de la monetización de los superávits de la balanza de pagos experimentados durante la década previa a la Gran Guerra. Recién en 1927 se restauraría la vigencia del régimen de conversión o patrón oro, aunque solo habría de durar poco más de dos años.

En ese largo intervalo rigió un sistema de flotación para el tipo de cambio, cuyas cotizaciones se vieron fuertemente influidas por los avatares de la balanza de pa-

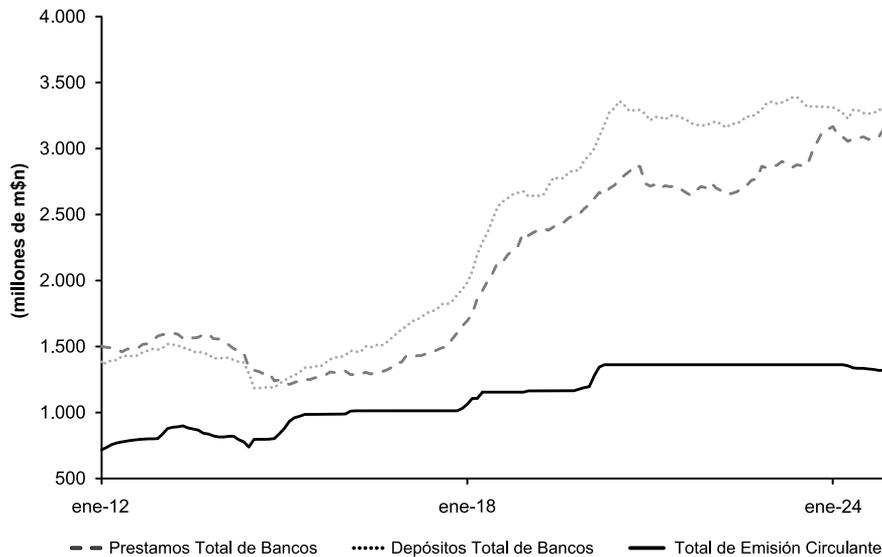
² Véase al respecto el próximo apartado.

³ Sobre el crecimiento anterior a 1914, véase Di Tella y Zymelman (1973), Díaz Alejandro (1975) y Ferrer (2008). Sobre la crisis de 1913-14 y su impacto en la Argentina, Ford (1966).

gos. A una primera etapa de estabilidad, en la que los tipos de cambio flotaron en torno al nivel oficial vigente hasta 1914, siguió otro de apreciación de la moneda local (el peso) en los años finales de la Primera Guerra Mundial y hasta 1920, y a partir de la crisis estallada en este último año, una importante depreciación que solo se lograría revertir hacia 1925.⁴

El sistema bancario habría de experimentar el impacto de estas vicisitudes, aunque también es cierto que la suspensión del régimen de conversión lo puso a resguardo de situaciones de iliquidez en las fases de mayor turbulencia, puesto que impidió la extracción de metálico (y con él, del circulante) de la Caja de Conversión, mientras que se le permitió a este organismo aumentar la emisión de billetes en aquellos momentos, a comienzos de 1915, en 1918 y en 1920, en los que la situación de la balanza comercial y de pagos permitió el ingreso de una masa de metálico apreciable que fue inmediatamente monetizada (véase el Gráfico 1).

Gráfico 1 / Circulación Monetaria, Préstamos y Depósitos 1912-1924
(en millones de pesos moneda nacional)



Fuente: IEB (1937).

⁴ Un buen relato de la coyuntura en Di Tella y Zymelman (1973); véase también Díaz Alejandro (1981) y Gerchunoff y Aguirre (2003).

Por lo pronto, el estallido bélico trajo aparejado un colapso en los mercados financieros internacionales, profundamente globalizados hasta esa fecha, y un impacto intenso en el mercado local, fuertemente dependiente de los flujos financieros externos, que ya venían mermando desde el año anterior en gran medida como producto de la crisis de los Balcanes. Al cabo de unas semanas de parálisis, las operaciones se fueron retomando, aunque en condiciones de fuerte iliquidez que solo paulatinamente se fueron atenuando.⁵

Recién hacia el final de 1914 y con el comienzo de la nueva estación exportadora, que se vio beneficiada por buenas cosechas y una firme demanda internacional, la situación se fue revirtiendo y derivó, a partir de 1915, en un holgado superávit comercial. Un elemento decisivo fue el bajo nivel de las importaciones, motivado en buena medida por la reconversión de los países proveedores a la producción bélica. Como quiera que sea, el ingreso neto de metálico y el aumento consecuente del circulante mejoraron las condiciones de liquidez, apreciables en el aumento de los depósitos y de las existencias bancarias.

Las estadísticas disponibles del producto bruto interno evidencian el fuerte impacto negativo inicial de los eventos externos, estimado en un 10% hacia 1914, y un estancamiento que habría de derivar en un nuevo escalón negativo en 1917 (otro 10% de descenso en el nivel de actividad), debido en este caso al fracaso de las principales cosechas, y al impacto de las nuevas restricciones comerciales a las que daba lugar la guerra. A partir de 1918, sin embargo, la recuperación y el crecimiento de las exportaciones agrícolas y, sobre todo, de las ganaderas, junto al de algunos renglones industriales beneficiados por la menor competencia externa, permitió retomar el sendero de crecimiento de la actividad económica cuyo nivel general, hacia 1919, ya superaba los máximos de preguerra, y seguiría subiendo hasta finales de 1920.⁶

Para entonces, los efectos de una nueva crisis internacional se hicieron sentir en la economía argentina, a través del descenso de los precios de los principales productos de exportación, que fue mucho mayor que el de los productos que se importaban. Los enormes superávits previos en la balanza comercial se convirtieron en saldos deficitarios, que asumieron magnitudes más abultadas en la balanza de pagos, generando un efecto negativo sobre los tipos de cambio, que volvieron a depreciarse (véase el Cuadro 1). En un contexto de fuertes fluctua-

⁵ Véanse Albert (1988) y Weinmann (1994).

⁶ Véanse las series de Cepal (1958), y de Cortés Conde (1997).

ciones, la cotización media del oro se situó en 1921 por encima del 30% de la paridad oficial, y todavía en 1924, en casi el 24%.

Cuadro 1 / Comercio exterior, términos de intercambio, tipo de cambio y deuda pública de la Argentina, 1913-1924 (en millones de pesos moneda nacional)

Años	Exportaciones		Importaciones		Saldo	Términos del	Tipo de	Deuda Pública Total	
	mill. de m\$ ⁿ	Índice	mill. de m\$ ⁿ	Índice	Comercial	intercambio	Índice	mill. de m\$ ⁿ	Índice
1913	1140	100	1091	100	49	100	100	1280	100
1914	919	81	891	82	28	102	100	1392	109
1915	1266	111	609	56	657	103	102	1500	117
1916	1156	101	831	76	325	90	100	1640	128
1917	1387	122	813	75	574	99	97	1851	145
1918	1738	152	1090	100	648	69	95	1893	148
1919	2050	180	1362	125	688	77	98	1865	146
1920	2664	234	1919	176	745	64	108	1812	142
1921	1584	139	1710	157	-126	60	133	1879	147
1922	1584	139	1710	157	-126	59	118	2280	178
1923	1743	153	1923	176	-180	64	123	2355	184
1924	2100	184	1931	177	169	70	123	2541	198

Nota: Índice base 1913=100.

Fuentes: Balboa (1972), Diéguez (1972), Gerchunoff y Llach (2005), MH (1913-1924).

Por el otro lado, la baja de precios de exportación, que al principio afectó a casi todas las actividades, se reveló más persistente en el sector que más se había expandido anteriormente, la ganadería vacuna, impulsando un proceso de liquidación que habría de extenderse por varios años y producir un corrimiento hacia la actividad agrícola, en contraposición a lo sucedido durante la guerra y la inmediata posguerra. El fuerte endeudamiento que previamente se había producido entre los ganaderos hizo que sus dificultades tuvieran una secuela importante en el sistema bancario, ya afectado por el cambio de la coyuntura. En efecto, desde fines de 1920 cesó el crecimiento de los depósitos, y consecuentemente, de los préstamos, que habrían de oscilar en tono al mismo nivel hasta bien avanzada la década.

III. La estructura del sistema bancario. Cambios y debilidades

El sistema bancario que operaba hacia 1914 era básicamente el que había emergido de la crisis de 1890.⁷ La rudeza de esta crisis había hecho colapsar el sistema monetario y bancario vigente, dando lugar a la instauración de un nuevo régimen, en el que se despojaba a los bancos de sus facultades de emisión (que inicialmente correspondían a la banca oficial y mixta, pero que luego se habían extendido también a entidades privadas), transfiriéndolas a la Caja de Conversión. La caída de la banca oficial (Banco de la Provincia de Buenos Aires, Banco Nacional), que detentaba hasta ese entonces la mayor parte de los depósitos del sistema, y era la única con una fuerte presencia en el interior del país y de la provincia de Buenos Aires, había dejado un vacío que solo parcialmente fue cubierto por un nuevo establecimiento, el Banco de la Nación. Si bien se organizó desde un principio con un importante despliegue territorial (60 sucursales en todas las provincias, especialmente en aquellas en las que se verificaba la nueva expansión agraria), sus recursos iniciales eran escasos y las disposiciones estatutarias lo limitaban a una práctica crediticia muy restrictiva.⁸

En esas condiciones, el espacio comenzó a ser cubierto por la banca privada nacional, el segmento que presentó mayor dinamismo en la primera década del siglo XX, integrado por establecimientos creados por las principales colectividades migratorias en la Argentina (Banco de Italia y Río de la Plata, Nuevo Banco Italiano, Banco Español del Río de la Plata, Banco de Galicia y Buenos Aires, Banco Francés del Río de la Plata). Su mayor flexibilidad crediticia les permitió aglutinar una amplia clientela y liderar el crecimiento de los depósitos que se dio sobre todo en la plaza porteña a partir del nuevo *boom* exportador, hacia 1902-1903. Posteriormente estos bancos reforzaron su capacidad prestable con aumentos de capital, que encontraron fácil colocación en la Bolsa de Buenos Aires, y en los últimos años en los propios mercados europeos (Londres, París, Madrid). Particularmente el Banco Español y el Francés fueron los que más avanzaron en esta práctica y, así, el volumen de préstamos en este segmento de bancos se expandió a partir de 1910 por encima del nivel de depósitos, llegando a excederlo en un 25% hacia fines de 1913.⁹

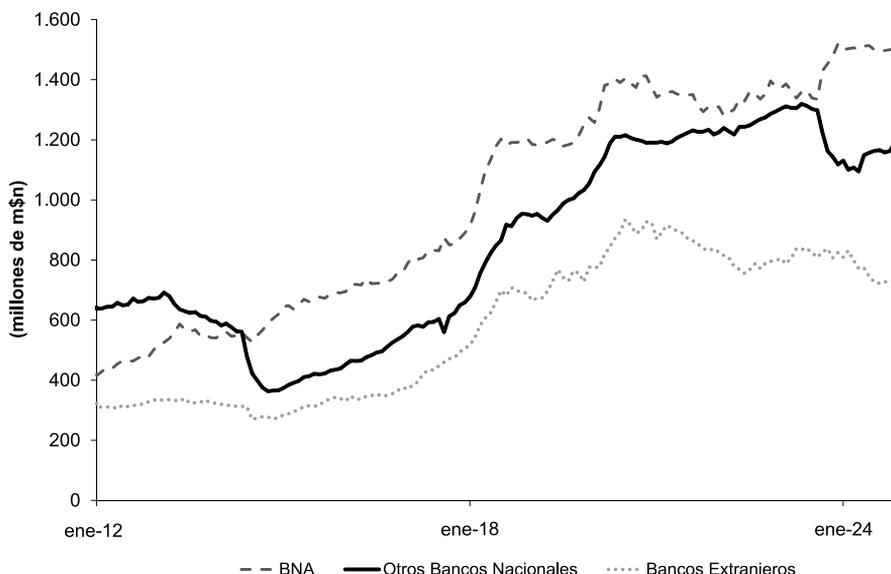
⁷ Sobre la crisis véanse Terry (1893), Hansen (1916), Williams (1920), Prebisch (1921-22), Ford (1956: 1975), Cortés Conde (1989), Della Paolera y Taylor (2003) y Gerchunoff, Rocchi y Rossi (2008).

⁸ Sobre la antigua banca estatal, Agote (1881-1889), Amaral (1988), Casarino (1922), de Paula y Girbal-Blacha (1997), de Vedia (1890), Garrigos (1873), Lamas (1886), Martí (1998), Quesada (1901). Sobre las características iniciales del Banco Nación, BNA (1941) y Regalsky (2010b).

⁹ Sobre los orígenes de estos bancos, Agote (1889). Para su evolución posterior, Regalsky (1994), (1999) y (2011), éste último sobre el Banco Francés, mientras que sobre el Banco Español, Fernández (1912) y recientemente, Iglesias (2012). Sobre el Banco de Italia y Río de la Plata, Devoto (2008).

Mientras tanto el Banco Nación, liberado a partir de 1904 de las restricciones que limitaban su accionar y reforzado su capital en 1908, pasó a experimentar un dinamismo en el crecimiento de sus depósitos que pronto superó al de la banca privada nacional, y que se mantuvo aún en 1912 y 1913 cuando el volumen de los depósitos en los bancos privados había dejado de crecer. En junio de 1914, en vísperas de la Guerra, la masa de depósitos del Banco Nación era equivalente a la de todos los otros bancos nacionales reunidos (véase el Gráfico 2).

Gráfico 2 / Depósitos por grupos de bancos, 1912-1924
(en millones de pesos moneda nacional)



Fuente: IEB (1937).

La ampliación de la red de sucursales del Banco Nación en todo el país, y en los principales centros urbanos de la región pampeana, fue una poderosa herramienta de crecimiento (de allí provino el 50% de sus recursos), al tiempo que era un instrumento poderoso de unificación monetaria y financiera en todo el país. La disponibilidad de amplios encajes en metálico, por ser el custodio del Fondo de Conversión, le permitía intervenir en el mercado de cambios para suavizar las oscilaciones estacionales. Fuera de esto, se comportaba en la plaza como un

banco comercial más, solo que su tamaño le permitía influir en el comportamiento del resto más que ningún otro establecimiento en particular.¹⁰

El estallido de la Guerra en agosto de 1914 produciría cambios en esta estructura. En los primeros meses fue ostensible la caída de depósitos en el conjunto del sistema, pero mientras ello se verificaba con particular incidencia en el segmento de los otros bancos nacionales (más del 30% de caída hasta diciembre de 1914), el BNA era el único en aumentarlos (un 8%). De esta manera se quedaba con casi el 50% de los depósitos, acentuando su liderazgo del sistema (véase el Cuadro 2). Más significativamente aún, también aumentaba sus préstamos, en un contexto en que el resto de los bancos los reducían en torno de un 25%.

En los tres años subsiguientes se mantendría la preeminencia del BNA en materia de depósitos y préstamos, aunque se observaría en este último punto un rasgo notable: la declinación en el monto de los préstamos en 1915 y 1916, y una tenue recuperación en 1917, que todavía los ubicaba por debajo de los niveles de 1914. En tanto se observaba un mayor dinamismo en el comportamiento de los depósitos que, aún en el sector más castigado (los otros bancos nacionales), volvían ya en 1916 a niveles próximos a los de preguerra, posiblemente por efecto de la mayor liquidez que acarrió el aumento de la base monetaria el año anterior (véase el Gráfico 3). Este comportamiento más cauteloso en materia crediticia habría de revertirse a partir de 1918 y hasta 1920, cuando el total de las sumas prestadas duplicó los niveles de 1915-1917, igual que sucedió con los depósitos. A partir de 1920, y por efecto de la nueva crisis, los niveles de los depósitos se volvieron a estabilizar hasta bien avanzado el decenio, y en el de los créditos, solo por un par de años, ya que en 1923-1924 volvieron a aumentar, en alrededor de un 14%. Lo más significativo sin embargo, es que este aumento fue provisto casi totalmente por el Banco de la Nación (300 de los 380 millones), que también vio aumentar en esos dos años sus depósitos, neutralizando la caída que tuvieron otras entidades del sistema.

¹⁰ Sus reservas en efectivo, del orden del 46% de los depósitos, muy por encima de la media general, contribuían a darle un perfil conservador, aunque es dable hacer notar que si se descuenta el Fondo de Conversión recibido en custodia, dichas reservas bajaban al 35%, un nivel prácticamente similar al del promedio. IEB (1937), p. 12.

Cuadro 2 / El Banco de la Nación y el sistema bancario argentino. Créditos, Depósitos y Existencias, 1913-1924 (en millones de pesos moneda nacional, según los promedios anuales de los saldos de fin de mes)

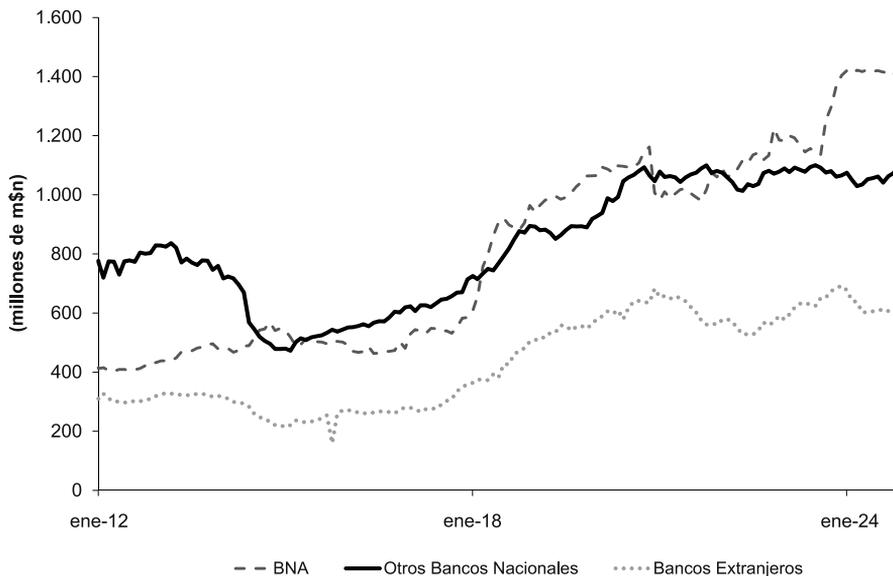
Años	Créditos			Depósitos			Existencias		Encaje	
	BNA	SBA	BNA/SBA	BNA	SBA	BNA/SBA	BNA	SBA	BNA	SBA
1913	463,7	1.581,5	29,0%	501,1	1.475,4	34,0%	233,3	540,9	46,6%	36,7%
1914	505,5	1.400,9	36,0%	515,0	1.303,2	40,0%	205,2	491,6	39,8%	37,7%
1915	509,3	1.257,3	41,0%	609,8	1.324,2	46,0%	313,5	570,7	51,4%	43,1%
1916	477,1	1.311,7	36,0%	665,2	1.495,4	44,0%	362,5	635,7	54,5%	42,5%
1917	538,7	1.468,7	37,0%	732,3	1.756,8	42,0%	340,6	699,2	46,5%	39,8%
1918	805,9	1.992,7	40,0%	919,9	2.367,7	39,0%	224,2	761,0	24,4%	32,1%
1919	996,3	2.414,1	41,0%	1.040,0	2.732,2	38,0%	230,6	771,4	22,2%	28,2%
1920	1.098,4	2.718,1	40,0%	1.160,1	3.189,1	36,0%	266,0	932,6	22,9%	29,2%
1921	1.008,5	2.702,4	37,0%	1.134,4	3.223,9	35,0%	260,6	978,4	23,0%	30,3%
1922	1.112,0	2.718,4	41,0%	1.175,7	3.213,5	37,0%	291,7	953,2	24,8%	29,7%
1923	1.202,7	2.919,8	41,0%	1.249,0	3.346,8	37,0%	275,7	917,0	22,1%	27,4%
1924	1.417,0	3.099,7	46,0%	1.375,8	3.284,6	42,0%	190,8	703,9	13,9%	21,4%

BNA: Banco de la Nación Argentina.

SBA: el conjunto del sistema bancario argentino.

Fuente: BNA (1928), p. 10.

Gráfico 3 / Préstamos por grupos de bancos, 1912-1924 (en millones de pesos moneda nacional)



Fuente: IEB (1937).

Este comportamiento contracíclico del BNA tuvo su contraparte en otra variable, sus niveles de encaje, que sufrieron una fuerte caída. Antes de 1914, esos niveles eran consistentemente superiores a los del resto del sistema, por efecto del Fondo de Conversión que tenía en custodia, y que se mantenía permanentemente en metálico. En 1914, con la conversión a papel de la mayor parte de dicho Fondo, también bajó el encaje, que se ubicó en el promedio del sistema. Sin embargo, en 1915 y 1916, y como consecuencia de un fuerte aumento de los depósitos, junto a una política más restrictiva del crédito, los encajes del BNA volvieron a subir por encima del 50% de sus depósitos, y muy por arriba del promedio general. A partir de 1918 la situación se revirtió, y el mayor dinamismo de la oferta prestable fue de la mano de una fuerte reducción de existencias que llevó el encaje por debajo del 25%. A partir de entonces sus niveles iban a ser consistentemente inferiores al resto de las entidades, llevando a una baja del promedio general (véase el Cuadro 2). Esta baja ayuda a explicar cómo con un aumento de la base monetaria del 30% entre 1916 y 1920, el incremento de depósitos y créditos excedió el 100%, proveyendo la mayor liquidez y capacidad prestable del sistema, pero a costa de una mayor vulnerabilidad, que haría necesario un papel más activo de la banca pública como resguardo del sistema.

Una mayor profundización de estos tópicos requiere extender el análisis a la composición de los préstamos. Esto puede encararse con mayor accesibilidad en el caso del BNA, cuyas cuentas presentan el grado de discriminación necesaria para poder visualizar las nuevas funciones que fue asumiendo, las que serán analizadas en el próximo apartado.

IV. El Banco de la Nación Argentina y sus nuevas funciones: de la banca de fomento al financiamiento estatal

La noción que pronto se extendió entre los círculos dirigentes, en el sentido de que se estaba ante una situación extraordinaria frente a la que había que procurar nuevas respuestas, se puede apreciar en las nuevas funciones que se le otorgaron al Banco Nación cuando al cabo de unos meses se pudo apreciar que la Gran Guerra europea iba a extenderse por mucho más tiempo de lo que los conflictos convencionales venían durando. Las leyes de prenda agraria y de *warrants*, de noviembre de 1914, apuntaban a proveer financiamiento directo a los pequeños productores agrícolas de la región pampeana y a los de la zona azucarera del noroeste, procurando mitigar su vulnerabilidad frente a los inter-

mediarios, que la incertidumbre del mercado y de los transportes internacionales había agudizado.^{11,12}

Disposiciones posteriores extendieron el crédito directo a los ganaderos de la región pampeana y de todo el país, y a productores de otras economías regionales, como los forestales del nordeste y la vitivinicultura cuyana. Aunque se establecieron límites máximos para las operaciones, era claro que estas últimas respondían a unos actores de mayor porte que los agricultores. Igualmente a lo largo de esos años diversas circulares establecieron modalidades específicas para financiar las distintas operaciones del ciclo agrícola (siembra, cosecha, trilla o desgrane, embolsado y depósito), así como a ramas especiales de la ganadería (por caso, el desarrollo de rodeos de aptitud lechera), e incluso para la pequeña industria (sobre todo a través de las agencias en los barrios de la Capital).¹³

De esta manera, el Banco de la Nación, a pesar de su dependencia del Ministerio de Hacienda, pasó a operar en rigor como brazo ejecutor del Ministerio de Agricultura (que lo era en verdad de la producción, puesto que comprendía también la ganadería, la industria y la minería). Este proceso, que se fue desplegando durante los años de la guerra, redujo el papel que el comercio tenía como principal receptor de los préstamos del Banco, tanto en su casa central como en sucursales y agencias, en favor de un lugar más destacado para la ganadería, que pasó a ser la primera destinataria del crédito.¹⁴

Este ascenso de los préstamos ganaderos llegó a su clímax luego del fin de la guerra, entre 1919 y 1920, y se acentuó aún más con la crisis que la baja de precios acarreó para el sector. Así, los guarismos más altos se alcanzaron en 1921-1922, y siguieron manteniendo importancia en 1923, lo que la mantuvo como primera destinataria de los préstamos. Las operaciones prendarias, que en este rubro se hacían por un plazo de 540 días, renovable, permitieron ayudar a una liquidación ordenada de los abundantes *stocks* en esos primeros años de la década de 1920, ayudando al traspaso de muchos de esos campos, sobre todo en la región pampeana, a la actividad agrícola, que por sus mejores precios estaba siendo más remunerativa.

¹¹ Soares (1922).

¹² BNA-LAD N° 145 (acta del 15-9-14), 151 (24-12-14) y 152 (11-2 y 16-3-15).

¹³ Referencias en BNA (1915), p. 4, (1918), p. 5 y (1920), p. 7.

¹⁴ BNA (1941) y memorias del BNA en el período (1914-1923).

Mientras este proceso tenía lugar, otra de las nuevas funciones del Banco, y del sistema bancario en su conjunto, iba desarrollándose hasta ocupar un plano aún más destacado: la financiación del sector público. El estallido de la guerra generó un colapso en los mercados financieros internacionales, que venían suministrando financiamiento a través de empréstitos de largo plazo desde hacía ya largos años. A la reducción de las rentas generales, por la disminución en el movimiento de las importaciones, de donde se obtenían los mayores gravámenes fiscales, se agregó la consecución de algunas obras públicas, como las de agua y saneamiento de la Capital, que no se podían frenar por sus implicancias tanto sanitarias como financieras.¹⁵

Así, el gobierno no tuvo más alternativa que recurrir a los créditos de corto plazo, inicialmente en el escenario internacional (los grandes bancos de Londres y Nueva York fueron los interlocutores), y luego en el local.¹⁶ En efecto, a partir de 1915, el gobierno recurrió a la emisión masiva de letras de tesorería a 180 días, generalmente renovables, llevadas al descuento ante los bancos, a veces directamente y otras por intermedio los proveedores de las distintas reparticiones (véase el Cuadro 3).

El Banco Nación tuvo un rol fundamental al absorber mediante el redescuento a los demás bancos comerciales (no lo podía hacer directamente por los límites que le imponía su carta orgánica), no menos de la mitad de estas letras. La modalidad, denominada adelantos sobre cauciones, o lisa y llanamente cauciones, revestía la forma de descubiertos en cuenta corriente a favor de los bancos (la mayoría de los que tenían alguna significación en la plaza local, nacionales o extranjeros) con garantía de las referidas letras, a una tasa sensiblemente menor que la que los propios bancos habían cobrado al gobierno para el descuento original de dichos documentos.¹⁷

En 1916 el gobierno obtuvo una amplia oferta de crédito en la plaza neoyorquina, por lo que en el mercado local se limitó mayormente a renovar las letras ya emitidas.¹⁸ Sin embargo en 1917, con la entrada de los Estados Unidos en la guerra y la situación cambiaria más favorable para la Argentina, los créditos

¹⁵ Sobre este punto véanse Regalsky (2010a) y Regalsky y Salerno (2009).

¹⁶ La primera gran operación, que consolidaba los adelantos recibidos en 1914, fue un préstamo a 5 años por 50 millones de dólares, la mitad sobre Londres a cargo de Baring y asociados, y la otra sobre Nueva York a cargo de un consorcio liderado por Morgan y City Bank. Peters (1934).

¹⁷ Detalles de estas operaciones en BNA-LAD N° 157, actas del 23 y 28-4-1915.

¹⁸ Peters (1934).

norteamericanos no fueron renovados y el gobierno debió recurrir a otra masiva emisión de letras, así como a la ampliación del crédito directo del Banco Nación. De hecho, el negocio de las “cauciones” representó un 17% del crédito total del sistema bancario y casi el 25% de las operaciones del Banco que, por distintos mecanismos, canalizó hacia el Estado más del 40% de sus créditos (véase el Cuadro 4).

Cuadro 3 / Rentas generales y deuda total y flotante del gobierno nacional, 1913-1924 (en millones de pesos moneda nacional)

Año	Rentas Generales	DeudaTotal	Deuda Flotante					Deuda Flotante/ Deuda Total (%)	Variación Deuda Flotante
			Total	Exterior	BNA	Letras	AGFE		
1913	353,7	1280,0							
1914	250,1	1391,8	153,1	138,2	4,5	10,4	11,0		
1915	237,2	1499,5	277,8	155,5	9,6	112,8	18,5	124,7	
1916	240,5	1639,7	397,0	248,0	16,2	132,8	24,2	119,2	
1917	241,0	1851,0	497,8	117,8	108,9	271,2	26,9	100,8	
1918	308,3	1893,2	579,1	117,8	133,8	327,5	30,6	81,3	
1919	389,7	1865,3	580,1	117,8	149,0	313,3	31,1	1,0	
1920	493,9	1812,1	554,7	117,8	149,1	287,9	30,6	-25,4	
1921	456,5	1879,1	601,4	117,8	167,8	315,8	32,0	71,8	
1922	438,9	2279,8	879,4	217,7	129,8	440,6	91,4	275,5	
1923	524,4	2355,0	923,7	229,4	121,4	431,8	141,2	54,3	
1924	577,6	2540,7	929,7	196,6	134,2	414,1	184,8	40,0	-22,2

Nota: AGFE: deuda flotante de la Administración General de Ferrocarriles del Estado.

Fuente: MH (1913-24), MCGN (1914-24) y Soares (1932), pp. 246-50.

En 1918 este involucramiento en el financiamiento al sector público fue llevado a su máxima expresión al participar el BNA como agente del gobierno en el préstamo a los aliados (Gran Bretaña y Francia) para la compra de cereales en la Argentina, por 200 millones de pesos oro (equivalentes a unos 450 millones de pesos papel).¹⁹ Al 31 de diciembre de ese año la suma utilizada equivalía a casi 340 millones de pesos, que conjuntamente con las cauciones, y descubiertos y adelantos a la Tesorería, arrojaba un total de 600 millones, que representaba el 60% del total de créditos otorgados por el Banco. En los dos años siguientes la cifra se mantuvo en torno a los 500 millones, representando un 50% del crédito total, y a partir de 1921 con el reembolso del préstamo a los aliados, bajó a alrededor de un tercio del crédito total, canalizado principalmente a través de las cauciones, que retomaron desde 1922 un ritmo ascendente (véase el Cuadro 4).

¹⁹ Ver los antecedentes de esta operación en Weinmann (1994) y, especialmente, en Gravil (1988), que se refieren a las presiones de los aliados y sobre todo de los Estados Unidos. Una interpretación más focalizada en las condiciones económicas argentinas en DiTella y Zymelmann (1973).

Cuadro 4 / Composición de los préstamos del Banco de la Nación Argentina, 1913-1924 (saldos al 31 de diciembre, en millones de pesos moneda nacional)

Años	Descuentos	Adelantos	Crédito Comercial	Redes-cuentos	Cauciones	Crédito MH	FPN	Crédito RU-Fr	Crédito Público	Total	Particip. Créd. Púb. en el total
	1	2	A=1+2	B	4	5	6	7	C=4+5+6+7	A+B+C	C / Total
1913	412,3	57,8	470,0	7,7			5,7		5,7	483,4	1,2%
1914	402,3	51,2	453,5	43,2			5,4		5,4	502,0	1,1%
1916	278,1	56,9	335,0	15,6	91,1		25,3		116,4	467,0	24,9%
1917	287,1	92,1	379,2	6,6	147,5	72,0	50,1		269,6	655,4	41,1%
1918	277,4	102,1	379,5	5,0	147,5	72,0	43,9	338,8	602,2	986,7	61,0%
1919	329,0	154,6	483,7	32,1	160,3	72,0	43,2	289,4	564,8	1.080,6	52,3%
1920	461,9	151,3	613,2	29,3	161,3	72,0	42,7	266,4	542,5	1.185,0	45,8%
1921	533,5	177,0	710,5	37,9	155,7	72,0	42,5	75,8	346,0	1.094,4	31,6%
1922	584,8	212,7	797,5	12,9	225,2	72,0	41,0	78,9	417,0	1.227,4	34,0%
1923	574,7	219,9	794,7	107,0	249,9	72,0	40,2	80,7	442,8	1.344,4	32,9%
1924	566,7	204,8	771,6	121,6	307,7	72,0	39,5	82,6	501,8	1.395,0	36,0%

Notas: Redescuentos: sólo los de Casa Central. Crédito MH: adelanto especial al Ministerio de Hacienda autorizado por ley en 1917. FPN: tenencia de Fondos Públicos Nacionales. Crédito RU-Fr: créditos abiertos en 1918 a los gobiernos del Reino Unido y Francia para la compra de cereales.

Fuentes: BNA (1910-1920), passim; BNA (1928), p. 10; IEB (1937); BNA (1941); Jascavich (1917).

V. El Banco Nación y la banca privada: de competidor a prestamista de última instancia

Como se puede apreciar en el caso de las “cauciones”, los eventos de 1914 produjeron un cambio significativo en otra esfera: la relación del Banco Nación con la banca privada. Si hasta entonces había sido básicamente de competencia, puesto que ambos se disputaban la misma clientela en Buenos Aires y en las principales plazas del interior, para la captación de depósitos y la constitución de una cartera de créditos, en esas nuevas operaciones el Banco pasaba a actuar como organizador de la banca privada para la realización de negocios con el Estado, otorgándoles para tal fin redescuentos por sumas no conocidas hasta entonces.

Por otra parte, es dable reconocer que el BNA había generado una parte sustantiva de su expansión proyectándose sobre plazas del interior y la región pampeana, muy poco atendidas hasta entonces por la banca privada, contribuyendo en una medida nada despreciable a la unificación del mercado (el papel de la compra-venta de giros sobre todo el país, a través de su vasta red de sucursales, debe ser valorado en ese sentido). Asimismo, las acciones de apoyo a otros bancos privados no eran nada infrecuentes con anterioridad. Por el contrario, el BNA otorgaba descubiertos en cuenta corriente a una serie de pequeños bancos locales y aun de Buenos Aires, y mantenía una importante

relación financiera con algunas entidades grandes. Así, la banca Supervielle gozaba de un descubierto por 1,5 millones de pesos desde mucho antes de 1914 y seguiría manteniéndolo.²⁰

No obstante, la magnitud del apoyo otorgado habría de cambiar de escala con los eventos de agosto de aquel año. Al sobrevenir la declaración de guerra entre las principales potencias, el gobierno nacional decretó una semana de feriado bancario, luego prorrogada por otra más, durante las cuales una serie de medidas, primeramente consensuadas por el BNA y el ministro de Hacienda con todos los representantes de bancos, fueron votadas por el Congreso.²¹ Además de la suspensión de las operaciones de venta de oro por la Caja de Conversión, y la prohibición de exportar metálico (algunos fuertes embarques en las semanas previas habían despertado susceptibilidad en las autoridades), se permitía al Banco Nación “movilizar” el Fondo de Conversión que custodiaba (en pesos oro) para operaciones de crédito en pesos papel, y a redescantar la cartera comercial de los demás Bancos llevando esos papeles a la Caja de Conversión, que a cambio inyectaría nuevo circulante.²²

Si bien el BNA nunca llevó tales papeles a la Caja, efectuó el redescuento por cifras masivas, cuyo saldo llegaba a fin de 1914 a 43 millones de pesos, un monto equivalente al de los 20 millones de pesos oro “movilizados” del Fondo de Conversión. Es que la reapertura de los bancos luego del feriado trajo una oleada de retiros de fondos por parte del público, de los cuales solo estuvo exento el BNA, y que afectaron con especial severidad a varios de los más importantes bancos privados nacionales (e inclusive a uno mixto, como era el nuevo Banco Provincia, reabierto en 1906).

A uno de ellos, el Banco Francés del Río de la Plata, cuya situación era más comprometida, se le negó el apoyo para que pudiera seguir operando, por lo que debió cerrar sus puertas. Era justamente la institución a la que se acusaba de haber hecho aquellos fuertes embarques de oro en vísperas de la declaración de guerra.²³ Una vez removida su conducción, sus nuevas autoridades recibirían apoyo del BNA para volver a poner la entidad en condiciones de operar.

²⁰ Véanse, por ejemplo, BNA-LAD N° 127, 25 julio de 1913, y N° 134, 9 enero de 1914.

²¹ Soares (1922).

²² Hasta entonces el Fondo de Conversión había sido usado solamente para operaciones destinadas a moderar las fluctuaciones estacionales del tipo de cambio, propias de un país cuyo ingreso de divisas dependía fuertemente de las exportaciones agrícolas.

²³ Véanse en este sentido las declaraciones del diputado Francisco Oliver, en DSDCD 1914, p. 479 y ss.

Hacia fines de agosto, no obstante, el BNA comenzó a otorgar fuertes préstamos con redescuento de la cartera a otras entidades en dificultades. La primera de ellas fue el Banco Español del Río de la Plata, la entidad privada más importante de la plaza, que recibió nada menos que nueve millones de pesos, y que volvería a recibir sumas similares en otras dos oportunidades en los meses subsiguientes. A partir de octubre otros bancos se sumaron, algunos mixtos o extranjeros, como el Provincia y el Germánico, y otros nacionales como el de Italia y Río de la Plata.²⁴

En general el BNA ofreció esos fondos al 7%, tasa similar a la que cobraba a los clientes privados de primera línea aunque un poco más alta que la que había acordado hasta entonces a los bancos grandes en descubiertos en cuenta corriente. Debe tenerse en cuenta que lo que importaba entonces a estos establecimientos era recuperar la liquidez, por más que las operaciones absorbieran la rentabilidad de los descuentos originalmente otorgados. Por otra parte, la magnitud de estas operaciones mermó mucho a partir de enero de 1915, y algunas entidades como el Banco Español, no volvieron a solicitar la ayuda.

No obstante debe tomarse en cuenta que a partir de abril de 1915 el BNA comenzó a articular con esos bancos el negocio de las “cauciones”. Durante los años siguientes el apoyo del BNA volvió a darse bajo la forma de descubiertos permanentes, por montos mucho menores, que apuntaban a resolver problemas estacionales, y los saldos a fin de año bajaron a 10 millones pesos y aún menos. El panorama no pareció cambiar con la crisis de 1920, que afectó más seriamente al propio BNA, en tanto había otorgado, por el perfil de sus créditos de fomento, mucha exposición a los sectores ahora más afectados, en tanto la banca privada se ceñía en mayor medida a la clientela comercial. En cambio volvieron a aumentar los negocios combinados como el de las cauciones, dada la situación más delicada que volvieron a padecer las finanzas públicas.

Sin embargo, a partir de octubre de 1923 el panorama cambió diametralmente, y la suma de redescuentos de la cartera comercial de los bancos volvió a subir a alturas nunca alcanzadas, superando en pocas semanas los 100 millones de pesos. ¿Qué había ocurrido entonces? En principio, nada que pudiera generalizarse al conjunto de la banca privada, pero sí una situación que afectaba severamente al que todavía era el principal banco privado nacional (excluyendo

²⁴ BNA-LAD N° 144 (acta del 28-08-14), 146 (5-10-14), 148 (4 y 16-11-14) y 149 (26-11 y 9-12-14).

al Banco Provincia, que ya era el segundo banco del país): el Banco Español del Río de la Plata.

En el siguiente apartado abordaremos algunos aspectos de la crisis de este banco y del papel que le cupo en su auxilio al Banco de la Nación Argentina.

VI. Un caso de salvataje masivo: el Banco Español del Río de la Plata

Como habíamos enunciado más arriba, el Banco Español del Río de la Plata era hacia 1914 el segundo banco en importancia detrás del BNA y, aunque superado también por el Banco Provincia, continuaba hacia 1923 liderando al sector privado por el volumen de sus depósitos y préstamos. Había sido creado a fines de 1886 como parte de la pléyade de nuevos bancos de colectividades de inmigrantes que se formaron en aquellos años, pero había tenido más éxito que los demás para afrontar las corridas del público durante el pánico bancario de 1891, siendo el único junto al Banco de Londres y Río de la Plata, este último de capitales británicos, que no tuvo que cerrar sus puertas. Sin duda esa circunstancia ayudó a posicionarlo, y en pocos años logró superar en volumen de operaciones al más antiguo de su categoría, el de Italia y Río de la Plata, y hacia comienzos de siglo equipararse con el de Londres, sin duda el más antiguo y prestigioso de los privados.²⁵ Este crecimiento se vio potenciado por la importancia de la comunidad española, que fue siempre la segunda después de la italiana, pero que luego de la guerra de Cuba aumentó considerablemente, al convertirse la Argentina en el primer destino de la emigración peninsular. De hecho, el número de españoles pasó de menos de 200.000 en el censo de 1895 a más de 800.000 en el de 1914, superando su aumento al de los propios italianos.²⁶

En 1903, a poco de iniciarse la nueva etapa expansiva del sistema bancario argentino, el Banco Español comenzó con una seguidilla de creación de sucursales en el exterior (Madrid, París, Génova, Montevideo y finalmente Londres, en 1907).²⁷ Si bien la constitución de múltiples sedes, en Argentina y en la metrópoli, era una práctica conocida entre los bancos de capital extranjero, no lo era para los bancos nacionales. Solo el Banco Francés se atrevió a organizar una filial —no sucursal— en París, algunos años más tarde.²⁸ Mientras tanto

²⁵ Fernández (1912), Regalsky (1994).

²⁶ Argentina (1898) y (1917).

²⁷ Iglesias (2012).

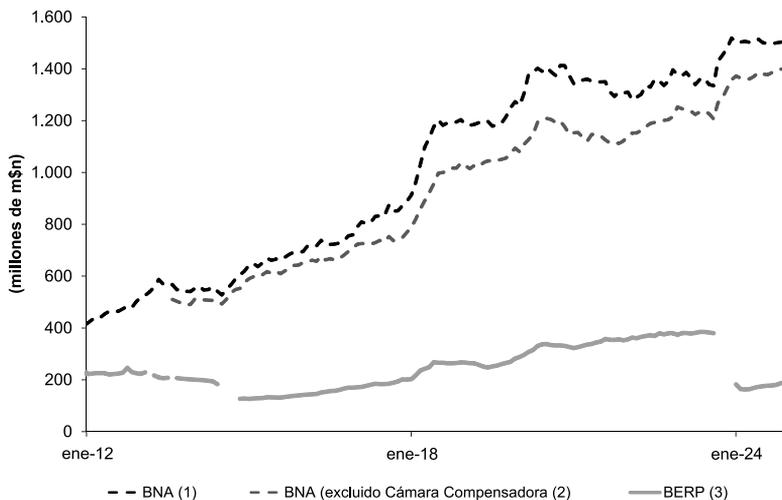
²⁸ Regalsky (2011).

el Español, valiéndose de estas nuevas implantaciones, comenzó a lanzar las nuevas emisiones de acciones con las que iba aumentando su capital también en dichas plazas, que proveyeron una parte sustancial de los recursos. Así llegó a erigir en vísperas de la Guerra una imponente masa de capital de 100 millones de pesos (solo el Banco Nación alcanzaba semejante cifra) a lo que se sumaban 50 millones de reservas, frente a una masa de depósitos, en base a los datos difundidos por el Ministerio de Hacienda, que se había estabilizado desde fines de 1910 en 230 millones de pesos, y tendía a decrecer. El número de sucursales en el exterior siguió aumentando, hasta sumar 15 en 1914 y nada menos que 19 en 1923. Doce de esas sucursales se hallaban en España, repartiéndose las restantes en Inglaterra, Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Uruguay y Brasil. También se multiplicaron las sucursales en el interior, hasta llegar a 40 en 1912 (de las que 23 se hallaban en la Provincia de Buenos Aires).

El pánico bancario desatado con el estallido de la Guerra lo afectó duramente, y sufrió una sangría de depósitos de alrededor del 35% entre junio y diciembre de 1914, que cayeron a menos de 130 millones. En 1915 logró estabilizarse y a partir de 1916 comenzó una decidida recuperación, que le permitió para 1918 superar los valores máximos de preguerra, y para fines de 1920 incrementar sus depósitos en un 20% adicional, llegando a superar los 330 millones. La crisis de fines de ese año impactó suavemente en las cifras declaradas por la institución, que para junio de 1923 volvía a tener niveles 10% superiores a los de 1920. Esos datos parecían indicar una performance superior a la del resto de las entidades, incluso el Banco Nación, que para entonces evidenciaban un cierto estancamiento en sus cuentas (véanse los Gráficos 4, 5 y 6).²⁹

²⁹ En base a datos compilados por el Ministerio de Hacienda y difundidos como "Estado mensual de los Bancos". Los datos de depósitos y préstamos del BERP proveniente de esta fuente son inferiores a los que semestral y/o anualmente publicaba el propio BERP en sus Memorias, dado que en las últimas se consolidaban las operaciones en el exterior además de las de la República Argentina.

Gráfico 4 / Depósitos BNA y BERP 1912-1924 (en millones de pesos moneda nacional)

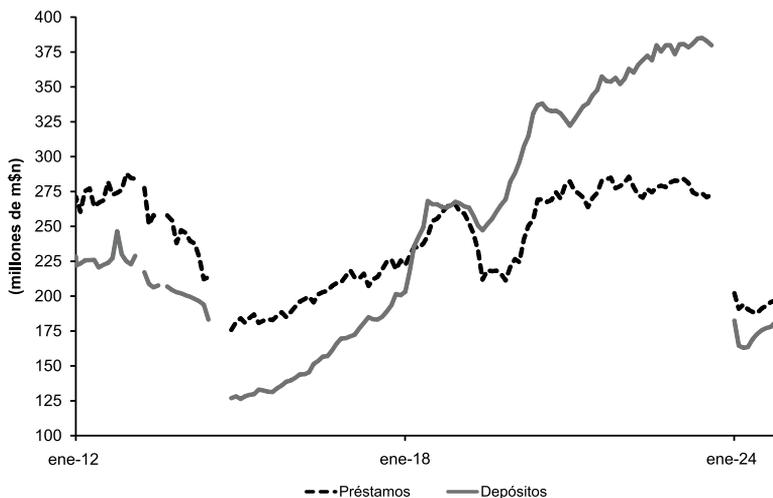


Notas: (1) Incluye existencia en Cámara Compensadora; (2) Elaboración propia en base a IEB (1937) y IEB (1929); (3) Refiere a los depósitos del BERP en la Argentina, en base a datos publicados por el Ministerio de Hacienda.³⁰

Fuentes: IEB (1929); IEB (1937); Review of the River Plate (1912-13), Anuario Comercial y Bancario (1913), Buenos Aires Handels Zeitung (1913-14), Revista de Economía y Finanzas (1913), Revista de Bancos, Seguros, Comercio y Navegación (1914), Extracto estadístico de la República Argentina correspondiente al año 1915 (1916), La Argentina Económica (1915), Monitor de Sociedades Anónimas (1916-1924).

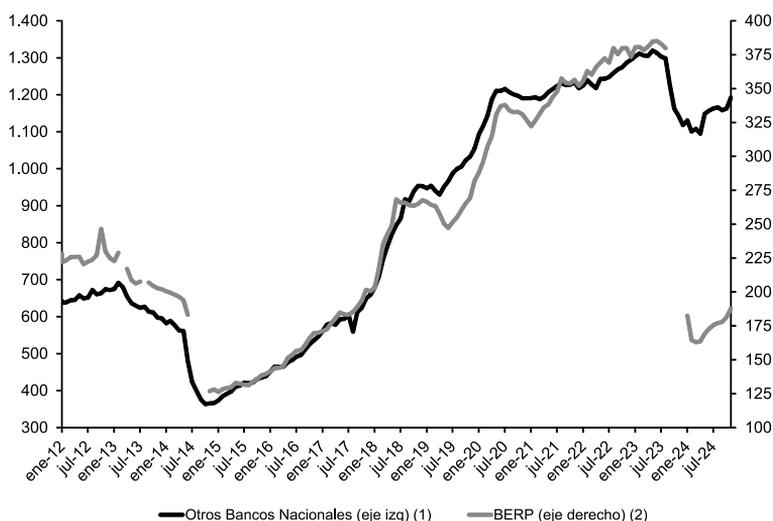
³⁰ Las discontinuidades en las series del BERP obedecen a la falta de datos fehacientes para determinados meses de 1913 y 1914, y fines de 1923, por interrupciones en la publicación de sus balances mensuales (ver: La Argentina Económica, "Estado de los Bancos al 31 de Enero de 1915", 1 de abril de 1915, p. 8) y Monitor de Sociedades Anónimas, "Cuadro al 31 de octubre de 1923, Advertencia", noviembre de 1923, p. 129, y "La publicación del Estado de los bancos: supresión arbitraria y perjudicial", enero de 1924, p. 9).

Gráfico 5 / BERP, depósitos y préstamos en Argentina 1912-1924
(en millones de pesos moneda nacional)



Fuentes: Review of the River Plate (1912-13), Anuario Comercial y Bancario (1913), Buenos Aires Handels Zeitung (1913-14), Revista de Economía y Finanzas (1913), Revista de Bancos, Seguros, Comercio y Navegación (1914), Extracto estadístico de la República Argentina correspondiente al año 1915 (1916), La Argentina Económica (1915), Monitor de Sociedades Anónimas (1916-1924).

Gráfico 6 / Depósitos BERP y Otros Bancos Nacionales 1912-1924
(en millones de m\$ñ)



Notas: (1) OBN: depósitos de Otros Bancos Nacionales; (2) Depósitos del BERP en la Argentina, en base a datos provistos por el Ministerio de Hacienda.
Fuentes: Ídem gráfico 4.

Repentinamente, en octubre de 1923, una serie de acontecimientos se precipitaron. A la renuncia del gerente de la Casa Matriz siguió la de tres miembros del directorio, reemplazados inmediatamente con nuevas designaciones, y dos días después se presentaba formalmente ante el Directorio del Banco Nación, y obtenía de éste, una autorización para redescantar hasta 100 millones de pesos de su cartera.^{31, 32} La alarma cundió en las sucursales en Europa, pero ante el pedido de nuevos fondos para reforzarlas, la nueva conducción, en la cual se había incorporado a Gaspar Cornille (que había hecho toda su carrera —hasta hacía poco más de tres años— en el Banco Nación, pasando de contador a subgerente y gerente), se negó rotundamente exhortando a que se valieran por sí mismas.³³

Los nuevos directores, junto con uno de los que siguió en la conducción, Jorge Santamarina (y no parece casual que un Enrique Santamarina integrara en ese mismo momento el directorio del Nación) encararon una revisión de cuentas de la que resultaría un nuevo balance.³⁴ El contador del BERP había detallado a los Directores las pérdidas “irreparables” en que se había incurrido hasta el 31 de diciembre de 1923, adicionando las que consideraba probables o eventuales. Marcaba que si bien no tenía los datos definitivos de las sucursales, estimaba que debían cancelarse de la “Cuenta de Ganancias y Pérdidas” alrededor de 68 millones de pesos. Adicionalmente, señaló que sobre otras partidas del activo debían calcularse quitas por unos 30 millones. Así, en total implicaban unos 98 millones que proponía cubrir con los 50 millones del fondo de reserva y con 48 millones de reducción del capital. Lo que quedara del capital, sugería aplicarlo a la creación de un fondo de previsión para “responder a mayores pérdidas que pudieran presentar las partidas no liquidadas”.³⁵

A fin de cuentas, se terminó presentando un balance al 31 de diciembre 1923, con una pérdida que hasta ese momento se cifraba en los 101 millones de pesos (equivalentes al 100% del capital del banco o a las dos terceras partes del capital más las reservas), y que correspondía al menos en 42 millones a las sucursales en el exterior, a lo que había que agregar diversos quebrantos en operaciones con divisas extranjeras y otros negocios con el exterior que podía elevar esa suma a unos 60 millones.³⁶ Según se rumoreaba en otros medios,

³¹ BERP-LASDyA, T. XVI, Sesión Extraordinaria del 18/10/1923 (p. 96), del 20/10/1923 (p. 97), del 22/10/1923 (p. 98) y del 19/10/1923 (p. 96).

³² BNA-LAD, acta del 22/10/1923.

³³ BNA-LAD N° 180, 23/09/1920 y BNA (1941).

³⁴ BERP-LASDyA, T. XVI, Sesión Ordinaria del 23/10/1923, pp. 98-99.

³⁵ BERP-LASDyA, T. XVI, Sesión Extraordinaria del 03/01/1924, pp. 199-200

³⁶ BERP-LASDyA, T. XVI, Sesión Ordinaria del 22/01/1924, pp. 213-216.

la entidad había sido víctima de una colosal pérdida en operaciones de cambio efectuadas sin conocimiento de la conducción central sobre todo por la sucursal de Río de Janeiro (véase el Cuadro 5). También se señalaba que los 24 millones repartidos en dividendos entre 1913 y 1915 no habían reflejado una ganancia efectiva, pues se habían calculado sobre una masa de créditos inmovilizados cuya liquidación iba a entrañar seguras pérdidas.³⁷

Cuadro 5 / BERP: Detalle del Cuadro de Ganancias y Pérdidas al 31/12/1923 (en pesos moneda nacional)

Concepto	Cancelaciones	Quitas	Total
Sucursales del Exterior			
Río de Janeiro-Cambios	24.800.000		
Sucursales de Brasil-Liquidación	6.870.524		
Capital Madrid-Diferencia de Cambios	777.500		32.448.024
Río de Janeiro-Pérdidas; Montevideo-Pérdidas; Cuentas de Allende (1)		10.000.000	10.000.000
Cuentas Diversas			
Cambios-Marcos	5.271.140		
Cambios-Pesetas	9.487.964		
Partidas Pendientes	18.290.604		
Empréstito Provincia de Tucumán	64.519		
Negociación de café	835.150		
Negociación de trigo	31.934		33.981.312
Acciones de nuestra propiedad; cuentas corrientes especiales; cuentas Gasóliba (1)		15.000.000	15.000.000
Créditos garantidos con hipotecas; créditos garantidos con propiedades; propiedades recibidas en pago de deudas; Deudores en gestión y mora (Nota: no se desagrega cada cuenta)		10.000.000	10.000.000
Totales	66.429.336	35.000.000	101.429.336

Nota: (1) Se informaron todas las cuentas en conjunto sin precisiones sobre su desagregación.

Fuente: BERP, ASDyA, T. XVI, Sesión Ordinaria del 22/01/1924, pp. 213-216.

Al respecto, el presidente del BERP de algún modo reconoció el reparto de dividendos “ficticios” al argumentar que era lógico que la administración del banco no “quiera dejar librado el reparto de utilidades al solo juego libre y regular de la economía”, debido a que los títulos del BERP se encontraban diseminados por el mundo y en manos de pequeños propietarios que a la vez eran depositantes, y así toda caída en el precio de las acciones o merma en el reparto de dividendos afectaría la marcha de los depósitos.³⁸

³⁷ Ver: Monitor de Sociedades Anónimas, 02/02/1924.

³⁸ BERP, LASDyA, T. XVI, Asamblea General Extraordinaria del 02/02/1924, pp. 233-314. Esta asamblea fue convocada para tratar la reducción del capital de la entidad.

El presidente del BERP también argumentó frente a los accionistas que el aumento del capital del Banco en el año 1910 de 50 a 100 millones de pesos había sido un “grave error” y que esto era de consenso público, debido a que el activo del BERP no contaba con verdadera solidez, existiendo créditos inmovilizados que prácticamente representaban quebrantos. En este sentido, señalaba la existencia en 1915 de las siguientes cuentas: “Créditos garantidos por hipotecas” por 13 millones de pesos, “Deudores en gestión” por 14 millones de pesos y “Quitas y quebrantos” por 2,77 millones de pesos. Sin embargo, estas cuentas recién para junio de 1918 comenzaron a aparecer en los balances del BERP.³⁹ Desde ese momento se observa un fuerte crecimiento de la morosidad hasta 1924, que pasó de representar poco más del 5% de los préstamos al 13,6%. También se comenzaron a detallar las propiedades recibidas por el BERP en parte de pago de las deudas contraídas durante el auge de la especulación inmobiliaria de los años anteriores. De este modo, hacia mediados de 1924 se habían acumulado propiedades valuadas en cerca de 29 millones de pesos, que equivalían a un 10% de los préstamos.⁴⁰ En suma, los activos inmovilizados declarados por el BERP habían ido creciendo, pasando a representar de cerca del 15% de los préstamos a mediados de 1918 al 39% en junio de 1924, y de 43 a 107 millones de pesos en dicho lapso (véase el Cuadro 6).

³⁹ La cuenta “Créditos garantidos con hipotecas” aparece en el balance a junio de 1918 por primera vez como un desdoblamiento de la cuenta “Descuentos y Adelantos” donde se contabilizaba anteriormente. Esta cuenta evidenciaba las garantías reales sobre los créditos que había tomado el BERP luego de la crisis. Lo mismo ocurría con la cuenta “Títulos de nuestra propiedad”, que reflejaba los títulos de renta que admitió el BERP como pago de créditos. (Ver: BERP, Memoria Anual, al 30/06/1918, p. 8).

⁴⁰ BERP (1919) p. 11.

Cuadro 6 / BERP. Inmovilización de Cartera: morosidad, deudores hipotecarios y propiedades y títulos recibidos en parte de pago (en pesos moneda nacional)

A junio de	En millones de pesos curso legal							Como % de los Préstamos
	Préstamos (1)	Deudores en Gestión y Mora	Deudores Hipotecarios (2)	Propiedades Casa Matriz	Recibidas Sucursales	Títulos de Renta (3)	Activos Inmovilizados (4)	Activos Inmovilizados (4)
1918	296,3	15,7	19,5	0,0	0,0	8,0	43,3	14,6%
1919	325,2	18,4	27,3	28,2	0,0	7,6	81,6	25,1%
1920	440,1	17,7	24,2	27,3	0,0	8,6	77,8	17,7%
1921	444,9	16,8	22,6	26,9	0,0	9,0	75,2	16,9%
1922	408,4	19,8	24,0	26,5	0,0	9,1	79,4	19,4%
1923	409,2	23,0	27,2	24,9	0,0	9,9	85,0	20,8%
1924	273,6	37,1	31,4	22,3	6,5	9,7	106,9	39,1%

Nota: (1) Incluye los Deudores Hipotecarios; (2) Incluye el préstamo hipotecario por 6 millones de pesos concedido para la construcción del edificio de la Bolsa de Comercio en 1911; (3) Incluye acciones de los Viñedos y Bodegas Giol por una suma cercana a los 6 millones de pesos; (4) Se consideran "Deudores en Gestión y Mora", los "Deudores Hipotecarios", y las propiedades y títulos de rentas recibidos como parte de pago de deudas contraídas con el BERP.

Fuente: BERP, Memoria Anual, 1918-1924.

Otra parte de las pérdidas del BERP fueron el fruto de su incursión en el transporte de ultramar luego del estallido de la Guerra. Entre ellas figuraba una cuenta originada en el negocio que ofreció Ramón Gasóliba asegurando la obtención de "importantes y rápidos beneficios" producto de los altos fletes que se pagaban entonces con motivo de la Guerra Mundial. Así el BERP compró el velero "Viva" en diciembre de 1917 por 60.000 libras, y luego los veleros "Cisneros" y "Pelayo" en mayo de 1918 por 64.000 y 75.000 libras respectivamente. Sin embargo, el negocio nunca alcanzó ni siquiera en sus primeros tiempos "los pingües resultados que prometiera Gasóliba", situación que se agravó con el fin de la guerra al bajar los precios de los fletes y de los buques, por lo que el directorio decidió liquidar el negocio.⁴¹

Volviendo al accionar del Banco Nación, lo cierto es que su directorio encaró este operativo de rescate con la mayor de las discreciones, de modo de permitirle al BERP afrontar el ingente retiro de fondos que tuvo, unos 180 millones de pesos (equivalentes a la tercera parte del total de sus depósitos a nivel consolidado), y que una liquidación apresurada de su cartera de créditos no habría permitido realizar. No deja de ser sugestivo que frente a los 107 millones de pesos que representaba el saldo de los fondos redescontados por el BNA hacia fin de año,

⁴¹ BERP, LASDyA, T. XV, Acta de la Asamblea Ordinaria del 24/02/1922, pp. 123-130.

el BERP apenas presentaba una existencia de caja de 81 millones de pesos. Sin esos redescuentos parece obvio que el BERP hubiera debido cerrar sus puertas. La cartera de créditos se había reducido en unos 55 millones de pesos, y los fondos destinados a sucursales habían bajado en más de 70 millones de pesos, pero es dudoso que esas cifras significaran para el Banco algún recupero, sino más bien un quebranto que por el momento había consumido la mitad de su capital social, y la totalidad de las reservas (véase el Cuadro 7).

Cuadro 7 / Balances consolidados del BERP al 30 de junio y 31 de diciembre de 1923 (en pesos moneda nacional)

	30 de junio de 1923	31 de diciembre de 1923	Diferencia
Activo			
Caja y Bancos	137.564.001	81.080.352	-56.483.649
Accionistas	878.380	863.140	-15.240
Sucursales y Agencias	74.762.390	3.280.208	-71.482.182
Descuentos y Adelantos en c/c	381.991.410	307.562.816	-74.428.594
Créditos garantizados con hipotecas	27.236.332	31.500.925	4.264.593
Propiedades Recibidas en pago (Casa Matriz)	24.941.544	23.669.812	-1.271.732
Propiedades Recibidas en pago (Sucursales)		4.410.215	4.410.215
Deudores en Gestión y Mora	22.492.990	33.878.828	11.385.838
<i>Subtotal Créditos e Inmovilizaciones</i>	<i>456.662.276</i>	<i>401.022.596</i>	<i>-55.639.680</i>
Inmuebles	13.594.867	13.874.867	280.000
Muebles y útiles	2.466.994	2.434.575	-32.419
Valores mobiliarios de nuestra propiedad	9.865.460	9.700.871	-164.589
Total	699.559.563	512.256.610	-187.302.953
Pasivo			
Capital	100.000.000	50.520.168	-49.479.832
Fondo de Reserva	50.000.000		-50.000.000
Depósitos a la vista y a plazo	532.486.164	352.354.151	-180.132.013
Intereses y Descuentos	2.056.614	1.947.405	-109.209
Diversos y Redescuentos	6.726.197	107.434.487	100.708.290
Saldo de Ganancias y Pérdidas	7.932.877		-7.932.877
Total	699.559.563	512.256.210	-187.303.353
Ganancias y Pérdidas			
Debe			
Sucursales del Exterior. Cancelaciones y quitas		42.448.024	
Cuentas diversas. Cancelaciones y quitas		48.981.312	
Deudores. Hipotecas, propiedades recibidas en parte de pago, deudores en gestión y mora, cancelaciones y quitas	1.000.000	10.000.000	
		101.429.336	
Haber			
Utilidad neta del semestre		1.451.944	
Fondo de Reserva		50.000.000	
Fondo de Previsión		497.560	
Saldo Capital		49.479.832	
Pérdidas		101.429.336	

Nota: Los balances publicados en la Memorias y en los Libros de Actas de Sesiones del Directorio y de Asambleas del BERP incluyen no sólo las operaciones en Argentina, sino también las de las sucursales del exterior.

Fuentes: BERP, Memoria Anual, al 30/06/1923 y BERP, ASDyA, T. XVI, Asamblea General Extraordinaria del 02/02/1924, pp. 233-314.

El BNA pudo desarrollar exitosamente esta operación de salvataje sin que se produjeran nuevos pánicos y corridas que pudieran afectar a otras entidades. Sin embargo, la ayuda brindada al BERP no pudo ser retirada en los años sucesivos, y el saldo de redescuentos otorgados se mantuvo por encima de los 100 millones de pesos, en ocasiones llegando a los 150 millones de pesos, hasta bien avanzado el año 1927. Solo en 1928 y en los primeros meses de 1929 esa línea de apoyo pudo reducirse, pero a partir de mayo de este último año volvería a presentar los saldos abultados antes mencionados. De este modo, las medidas tomadas a mediados de 1931, autorizando a la Caja de Conversión a proveer, mediante la emisión, nuevos recursos al Banco Nación para redescantar al resto del sistema, solo fueron una vuelta de tuerca más en un proceso en el que el BNA había avanzado mucho más de lo que hasta ese momento se había dado por sentado.

VII. Conclusiones

Sin duda, la Primera Guerra Mundial marcó un hito en la historia financiera argentina, poniendo en cuestión la confianza que previamente los círculos dirigentes mantenían en el esquema de inserción internacional del país, bajo los mecanismos automáticos del patrón oro, como vía para asegurar una era de progreso indefinido. Desde ese punto de vista debió comenzar a admitirse la necesidad de un rol más activo del Estado como regulador de la economía, y como amortiguador de los efectos más nocivos de la Guerra.

El Banco de la Nación Argentina, hasta entonces un banco comercial más, si bien de mucha mayor dimensión y perteneciente al Estado nacional, fue una herramienta fundamental para poner en acción la nueva orientación de las políticas públicas. Por un lado, actuando como agente del Estado para asegurar el acceso al crédito de los sectores que se consideraban los más vulnerables frente a la nueva coyuntura (pequeños y medianos productores de la región pampeana y también del interior del país). Por otra parte, tomando a su cargo el financiamiento del sector público, primero de modo complementario respecto de los mercados internacionales y luego, asumiendo el papel principal, encabezando una movilización financiera que comprendió a casi todo el sistema bancario local.

Y en este punto llegamos al tercer aspecto de su accionar, específicamente a su relación con los demás bancos del sistema, como prestamista de última instancia. En primer término su intervención estuvo dirigida a atenuar, a través del redescuento, el impacto del estallido bélico sobre la liquidez de las principales entidades de la plaza. Esta actividad asumiría importancia en los seis u ocho primeros meses de la Guerra, para luego ir mermando. Sin embargo, luego de un nuevo deterioro de la coyuntura después de 1920, lo haría concurriendo al salvataje puntual de una gran institución, el Banco Español del Río de la Plata, cuyas dificultades podían poner en riesgo la estabilidad de todo el sistema. Su rápida intervención en 1923 ante la situación apremiante por la que pasaba dicha entidad, la más grande de capitales privados nacionales en el país, y con ramificaciones en naciones limítrofes y en diversas ciudades de Europa, particularmente de España, prefiguró por su contundencia y eficacia la conducta de un verdadero banco central.

Ese apoyo no haría más que ampliarse hacia otras entidades, siempre con los fondos propios de un banco que daba cuenta por sí mismo de casi la mitad de los recursos de todo el sistema, cuando la crisis de 1929 hizo sentir su impacto a nivel local. Poco después el gobierno militar abriría camino, en 1931, al redescuento de estas operaciones en la Caja de Conversión, iniciando el tramo final del camino que conduciría al diseño y puesta en funciones del BCRA.

Para entonces hacía tiempo ya que se había abandonado la antigua fe ciega en la eficacia de los mecanismos automáticos para restablecer el equilibrio. Sin embargo, la no formalización de estos cambios en un nuevo diseño institucional durante los años 1920 mostraba la fuerza de las expectativas de que en algún momento volviera a restablecerse el viejo mecanismo que tan buenos resultados había deparado en la preguerra. Hubo que esperar a los dramáticos eventos de 1929 a 1931 (crack bursátil y bancario en los Estados Unidos, devaluación de la libra y consecuentemente, implantación del control de cambios) para que esas creencias y expectativas terminaran de ponerse en cuestión.

Referencias

Agote, P. (1881-1889). *Informe del Presidente del Crédito Público Nacional sobre la deuda pública, bancos y emisiones de papel moneda*, Buenos Aires, vol. 5.

Adelman, J. (1992). *Financiamiento y expansión agrícola en la Argentina y el Canadá, 1890-1914*, Ciclos, Buenos Aires, pp. 3-22.

Albert, B. (1988). *South America and the First World War: the Impact of the War on Brazil, Argentina, Peru and Chile*, Cambridge, Cambridge University Press.

Amaral, S. (1977). *Comercio y crédito: el Banco de Buenos Aires (1822-1826)*, América, Buenos Aires, II:4, pp. 9-49.

Argentina (1898). *Segundo Censo Nacional de la República Argentina*.

Argentina (1917). *Tercer Censo Nacional de la República Argentina*.

Argentina, Dirección General de Estadística (1916). *Extracto estadístico de la República Argentina: correspondiente al año 1915*, Compañía Sud-Americana de Billetes de Banco, Buenos Aires.

Balboa, M. (1972). "El balance de pagos de la República Argentina, 1913-1950", *Desarrollo Económico*, 45, pp. 151-172.

Banco Español del Río de la Plata (1887-1930). *Memoria y Balance*, Buenos Aires.

Banco Español del Río de la Plata (1912-1924). Libros de Actas de Sesiones del Directorio y Asambleas.

Banco de la Nación Argentina (1891-1930). *Memoria y Balance*, Buenos Aires.

Banco de la Nación Argentina (1930-1924). Libros de Actas del Directorio.

Banco de la Nación Argentina (1941). *El Banco de la Nación Argentina en su cincuentenario*, Buenos Aires.

Bordo, M., y M. Flandreau (2003). “Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization”, NBER Chapters, en *Globalization in Historical Perspective*, pp. 417-472.

Buenos Aires Handels Zeitung (1913-1914). Revista financiera y comercial, Buenos Aires.

Casarino, N. (1922). *El Banco de la Provincia de Buenos Aires en su primer centenario*, Buenos Aires.

Cavallo, D., Y. Mundlack y R. Domenech (1986). “Estadísticas de la evolución económica de Argentina 1913-1984”, IEERAL, Estudios IX: 39, pp. 103-184.

CEPAL (1958). Comisión Económica para América Latina, *El Desarrollo Económico de la Argentina*, Vol. 5: “Algunos estudios especiales y estadísticas macroeconómicas”, Santiago de Chile: CEPAL, Mimeo.

Cortés Conde, R. (1989). *Dinero, Deuda y Crisis*, Editorial Sudamericana, Buenos Aires.

Cuccorese, H. (1972). *Historia del Banco de la Provincia de Buenos Aires*, Buenos Aires.

Della Paolera, G. (1994). “Experimentos monetarios y bancarios en Argentina: 1861-1930”, *Revista de Historia Económica*, 12:3, Madrid.

Della Paolera, G. y A. Taylor (2003). *Tensando el ancla. La Caja de Conversión argentina y la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, 1880-1955*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.

De Paula, A. y N. Girbal-Blachay (1997). *Historia del Banco de la Provincia de Buenos Aires: 1822-1997*, Buenos Aires. Macchi, 2 vol.

de Vedia, A. (1890). *El Banco Nacional, historia financiera de la República Argentina*, Buenos Aires. Lajouane.

Devoto, F. (2008). *Historia de los italianos en la Argentina*, Buenos Aires, Biblos.

Díaz Alejandro, C. (1975). *Ensayos sobre la historia económica argentina*, Buenos Aires, Amorrortu.

Díaz Alejandro, C. (1981). “Tipo de Cambio y Términos de Intercambio en la República Argentina 1913-1976”, CEMA, Serie de Investigaciones, 22.

Diéguez, H. (1972). “Crecimiento e inestabilidad del valor y el volumen físico de las exportaciones argentinas en el periodo 1864-1963”, *Desarrollo Económico*, 46, pp. 334-347.

Di Tella, G. y M. Zymelman (1973). *Los ciclos económicos argentinos*, Buenos Aires, Paidós.

DSCD (1914). Diario de Sesiones de la Honorable Cámara de Diputados de la Nación, Buenos Aires.

Eichengreen, B. (1996). *La globalización del capital: historia del sistema monetario internacional*, Barcelona.

Fernández, J. A. (1912). *La Banca Argentina, su actuación y desarrollo. El Banco Español del Río de la Plata*, Buenos Aires, García & Dasso.

Ferreres, O. (2005). *Dos siglos de economía argentina (1810-2004)*, Buenos Aires, Fundación Norte y Sur.

Ford, A. (1956: 1975). “La Argentina y la crisis de Baring de 1890”, en M. Giménez Zapiola, *El régimen oligárquico. Materiales para el estudio de la realidad argentina*, Buenos Aires, Amorrortu.

Ford, A. (1966). *El patrón oro, 1880-1914: Gran Bretaña y Argentina*, Buenos Aires, Editorial del Instituto.

Garrigós, O. (1873). *El Banco de la Provincia*, Buenos Aires.

Gerchunoff, P. y H. Aguirre (2006). “La economía argentina entre la gran guerra y la gran depresión”, CEPAL, *Estudios y perspectivas*, mayo.

Gerchunoff, P., F. Rocchi y G. Rossi (2008). *Desorden y progreso. Las crisis económicas argentinas 1870-1905*, Edhasa, Buenos Aires.

Gravil, R. (1985). *The Anglo-Argentine Connection, 1900–1939*, Boulder, Westview Press.

Hansen, E. (1916). *La moneda. Estudio histórico*, Buenos Aires.

Instituto de Economía Bancaria (1929). *Análisis estadístico y económico de algunas series bancarias y afines: en el período 1901 a 1927*, Buenos Aires, Imprenta de la Universidad.

Instituto de Economía Bancaria (1937). *La economía bancaria argentina a través de sus índices más significativos en el período 1901 a 1935: cifras y gráficos*, Buenos Aires: Imprenta de la Universidad.

Iglesias, M. (2012). “El Banco Español del Río de la Plata en sus primeros 50 años, 1886-1935”, *Revista Electrónica de Fuentes y Archivos N° 3*, Centro de Estudios “Prof. Carlos S. A. Segretti”, Córdoba, pp. 47-73.

Jascalevich, A. (1917). *El Banco de la República*, Buenos Aires.

Lamas, A. (1886). *Estudio histórico y científico del Banco de la Provincia de Buenos Aires*, Buenos Aires.

Marichal, C. (2010). *Nueva Historia de las Grandes Crisis Financieras*, Buenos Aires-México, Random House Mondadori.

Martí, G. (1998). “El colapso del sistema de emisión, depósitos y descuentos en la Argentina: El caso del Banco de la Provincia de Buenos Aires (1887-1891)”, *El Trimestre Económico*, 258, México.

Contaduría General de la Nación (1914-1924). *Memoria*, Buenos Aires.

Ministerio de Hacienda (1913-1924). *Memoria*, Buenos Aires.

Monitor de Sociedades Anónimas, Buenos Aires (1916-1924).

National Monetary Commission - U.S. Senate (1910). Statistics for Great Britain, Germany and France, 1867-1909, Washington, Vol. 10.

Peters, H. E. (1934). *The Foreign Debt of the Argentine Republic*, Baltimore J. Hopkins.

Phelps, V. (1938). *The Argentine Economic Position*, Philadelphia.

Prebisch, R. (1921-1922). "Anotaciones sobre nuestro medio circulante", *Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires.

Quesada, S. (1901). *Historia de los bancos modernos. Bancos de descuentos; la moneda y el crédito*, Buenos Aires.

Regalsky, A. M. (2010a). De Buenos Aires a las provincias: la formación de una empresa pública nacional de saneamiento urbano en la Argentina. Obras Sanitarias de la Nación, 1891-1930", *Desarrollo Económico, Revista de Ciencias Sociales*, vol. 50:199, octubre-diciembre, pp. 455-483.

Regalsky, A. M. (2010b). "Empresas, Estado y mercado en el sector financiero: el Banco de la Nación Argentina, 1891-1930", Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo (CEEED), Anuario N° 2, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.

Regalsky, A. M. (1999). "Banca y capitalismo en la Argentina", *Revista CICLOS*, Buenos Aires.

Regalsky, A. M. (1994). "La Evolución de la Banca Privada Nacional en Argentina (1880-1914), Una Introducción a su Estudio", Pedro Tedde y Carlos Marichal (coords.), *La Formación de los Bancos Centrales en España y América Latina (Siglos XIX y XX)*, Vol. II: Sudamérica y el Caribe, Banco de España, Servicio de Estudios de Historia Económica, N° 30.

Regalsky, A. M. y E. Salerno (2009). "Financiamiento e inversión pública en la Argentina en un período de transición, 1900-1935. Un enfoque general y dos estudios de caso", *Revista de Historia Económica, Journal of Iberian and Latin American Economic History*, XXVII:2, Madrid, pp. 205-246.

Review of the River Plate, Buenos Aires (1912-13).

Revista de Bancos, Seguros, Comercio y Navegación, Buenos Aires (1914).

Revista de Economía Argentina, Buenos Aires (1918-1924).

Revista de Economía y Finanzas, Buenos Aires (1913).

Rougier, M. (2004). *Industria, finanzas e instituciones. La experiencia del Banco Nacional de Desarrollo*, Editorial de la U. N. Quilmes, Bernal.

Soares, C. (1916:1922: 1932). *Economía y finanzas de la Nación*, Buenos Aires.

Terry, J. A. (1893). *La crisis 1885-1892. Sistema bancario*. Buenos Aires.

Weinmann, R. (1994). *Argentina en la Primera Guerra Mundial*, Buenos Aires, Biblos.

Williams, J. (1920). *The Argentine International Trade Under Inconvertible Paper Money*, Cambridge, Harvard University Press.

El debate sobre las crisis de subconsumo en la economía política clásica

Manuel Calderón*

UCEMA, UNLP y UBA (CIECE)

Resumen

El debate sobre las crisis de subconsumo de principios de siglo XIX entre Ricardo, Say, Sismondi y Malthus, da origen a dos tradiciones de pensamiento económico que continuarán oponiéndose hasta el presente: una basada en el principio de la estabilidad y la autorregulación de los mercados y la otra basada en el principio de la desigualdad entre la producción, el ingreso y el gasto agregados. Para la primera, el pleno empleo de los factores productivos y el progreso económico están asegurados en los principios del *laissez faire*, mientras que la segunda advierte sobre la necesidad de la regulación política sobre la economía para lograrlos. Este trabajo propone un recorrido por las ideas y escritos de las principales figuras que participaron del debate original.

Clasificación JEL: B1.

Palabras clave: crisis, historia del pensamiento económico, Keynes, Malthus, Mandeville, Say, Sismondi, Smith, sobreproducción, subconsumo, Ricardo.

* Quisiera agradecer los comentarios de los referís anónimos que ayudaron a mejorar sustancialmente este trabajo. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: mcalderon@ucema.edu.ar, manuel.calderon@econo.unlp.edu.ar.

The Debate on the Under-Consumption Crises in Classical Political Economy

Manuel Calderón

UCEMA, UNLP, UBA (CIECE)

Summary

The debate on the under-consumption crises of the early nineteenth century between Ricardo, Say, Sismondi and Malthus, gives rise to two traditions of economic thought that continue to oppose to the present: one based on the principle of stability and self-regulation of markets and the other based on the principle of inequality between production, income and expenditure aggregates. For the first, full employment of productive factors and economic progress are guaranteed by the principles of *laissez faire*, while the latter warns of the need for political control over the economy to achieve them. This paper proposes a tour of the ideas and writings of the leading figures who participated in the original debate.

JEL: B1.

Keywords: crisis, history of economic thinking, Keynes, Malthus, Mandeville, over-production, Ricardo, Say, Sismondi, Smith, under-consumption.

“Cuando un país está aumentando su riqueza con cierta rapidez, el progreso que sigue a este estado venturoso de cosas puede interrumpirse, en condiciones de laissez-faire, por insuficiencias de estímulos para nuevas inversiones”.

J. M. Keynes. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero (cap. 23).

I. El problema del subconsumo para los economistas clásicos y su relevancia teórica actual

Este trabajo tiene como objetivo describir brevemente, y sin entrar en demasiados detalles de la historia intelectual, la discusión en torno al problema que planteaba el desequilibrio entre lo que hoy llamaríamos oferta y demanda agregadas, en el pensamiento de los principales economistas clásicos posteriores a Adam Smith (1723-1790). La importancia de la discusión acerca de la posibilidad de un estado de subconsumo general, que se dio principalmente durante la primera mitad del siglo XIX entre Jean Baptiste Say (1767-1832) y David Ricardo (1772-1823), por un lado, y Jean Charles Léonard Simonde de Sismondi (1773-1842) y Thomas Malthus (1766-1834), por otro, radica en que a partir de ella es posible ya vislumbrar el enfrentamiento de dos formas antagónicas de interpretar el funcionamiento de la macroeconomía y de definir las políticas económicas asociadas, formas que siguen distinguiendo a las dos grandes corrientes actuales de la teoría económica y que sin demasiada precisión podríamos llamar “del equilibrio” o “no intervencionista” y “del no equilibrio” o “intervencionista”.¹

Tal como sucede en la actualidad, el debate original estuvo en gran parte motivado por las frecuentes experiencias de crisis comerciales, depresiones económicas y aumento de la pobreza y el desempleo, y por las interpretaciones teóricas diversas acerca de cuál era la tendencia de largo plazo que estos ciclos permitían entrever. A su vez, estas interpretaciones daban lugar a diferentes recomendaciones de política y diseños institucionales y de gobierno, y en este sentido la diferenciación entre los economistas fue aún mayor.

¹ Otros autores contemporáneos también se expresaron sobre estos temas como, por ejemplo, James Mill, Lord Lauderdale, Dr. Chalmers, etc., pero aquí no los estudiaremos.

El principio de los mercados formulado por Say afirmaba, sobre la base de que toda producción está orientada por las necesidades de consumo y a su vez genera el ingreso suficiente para satisfacerlo, que no podían suceder episodios de desequilibrio entre la oferta y la demanda agregada. Bajo este supuesto, sólo es necesario que los gobiernos se aboquen a barrer las trabas que pudieran obstaculizar el libre funcionamiento de los mercados y la iniciativa de productores y consumidores, y el comercio libre, por sí solo, lleva a las naciones a alcanzar cada vez mayores niveles de riqueza y progreso.

Ricardo, por su parte, esperaba que el comercio internacional y el avance tecnológico permitieran dilatar en el tiempo los inevitables rendimientos decrecientes de la tierra, los aumentos del precio de los alimentos y los salarios, y la consecuente disminución de los beneficios del capital y los incentivos a invertir, considerando solamente como transitorios a los episodios de desequilibrio entre la producción y el consumo a nivel agregado. Al igual que Say, Ricardo compartía el principio de que el libre funcionamiento de los mercados y la promoción del comercio aseguran que se ajusten los niveles de producción con los de consumo, y se mantenga el pleno empleo de los factores productivos.

Contrariamente, Sismondi afirmaba que la creciente acumulación de capital y la continua introducción de maquinaria en la industria, con el consecuente aumento desproporcionado de la capacidad productiva en relación al consumo, podrían terminar generando una divergencia cada vez más importante entre la oferta y la demanda de una sociedad, ocasionando de este modo un excedente estructural de mano de obra y un aumento de la pobreza y la precariedad.² Sus recomendaciones de política consistían en diversas medidas redistributivas de ingresos y de regulación de la producción y el consumo con el fin de lograr un crecimiento equilibrado de la oferta y la demanda.

Malthus compartía con Sismondi su preocupación por la escasez de demanda y la atribuía al exceso de ahorro y acumulación por parte de los capitalistas pero, sin criticar la incorporación de maquinaria a la producción, proponía medidas de ampliación de mercados internos y externos, división de la propiedad de la tierra, impulso de las clases medias y políticas de aumento del empleo en sectores de servicios con el objetivo de expandir la demanda hasta que alcanzara una correcta proporción con la producción.

² Marx analizará en varias partes de su obra cuestiones similares a las de Sismondi en relación a la sobreproducción. En este trabajo decidí concentrarme en el debate original de principios del siglo XIX, dejando sin analizar las ideas que Marx tenía sobre estos temas.

Lo interesante de este debate es que estableció una de las grietas más amplias y prolongadas del pensamiento macroeconómico, que sobrevivió al progreso en los formalismos, las terminologías y los tratamientos de la evidencia empírica.

II. La rehabilitación del debate clásico sobre el subconsumo por Keynes

Uno de los principales objetivos de la *General Theory of Employment, Interest and Money* de 1936 de John Maynard Keynes (1883-1946) era el de criticar los supuestos teóricos, y las recomendaciones de políticas que implicaban, en que se basaba la economía por él llamada “clásica” y que consistía en los desarrollos de “los continuadores de Ricardo, es decir, aquellos que adoptaron y perfeccionaron la teoría económica ricardiana incluyendo, por ejemplo, a J. S. Mill, Marshall, Edgeworth y al profesor Pigou” (Keynes, 1965, cap. 1).

Para este pensamiento “clásico”, la gran fortaleza del capitalismo era su capacidad de autorregulación y eficiencia en el empleo y la distribución de los recursos económicos. En este esquema de ideas, no había lugar para preocuparse por ninguna crisis, en todo caso, si existiera un desbalance en los niveles de producción, demanda y empleo, sería transitorio ya que el funcionamiento del mercado se encargaría de corregirlo. El rol de la política era sólo el de velar por el funcionamiento del mercado, evitando las regulaciones artificiales que pudieran obstruirlo y, llegado el caso, tratando de contener la formación de monopolios, considerados como organizaciones rentísticas que evitaban la producción y circulación de bienes y de capital en toda su potencialidad, siendo “evidente que en una sociedad que funcionara de acuerdo a los postulados clásicos debería existir una tendencia natural hacia el empleo óptimo de los recursos” (Keynes, 1965, cap. 3).

La cuestión que plantea Keynes en su *General Theory* es la posibilidad concreta de la existencia de niveles elevados de desempleo por tiempo prolongado, ocasionados por una deficiencia de la demanda agregada, y para comprender teóricamente esta posibilidad su objetivo era el de criticar la “economía ricardiana” rehabilitando el “principio de la demanda efectiva” originalmente propuesto por Malthus en sus *Principles of Political Economy* de 1820 y usado por él para rechazar las afirmaciones de Ricardo y Say acerca de la imposibilidad de una situación de sobreproducción general en los mercados, dado que “la demanda efectiva no es más que la oferta de una mercancía a cambio de otra que ha costado el mismo trabajo” (Malthus, 1946, libro II, cap. I, sección III).

En este sentido, Keynes se declara continuador de Malthus y del “principio de la insuficiencia de la demanda efectiva”, y portavoz de una tradición intelectual que plantea la estructuralidad del problema del desempleo y la necesidad de una política activa para solucionarlo, tradición cuyos orígenes remonta hasta las primeras discusiones entre mercantilistas y anti-mercantilistas del siglo XVII. En el capítulo 23 de la *General Theory*, menciona a las primeras figuras de esta tradición crítica de la “frugalidad excesiva”, entre las que incluye a William Petty (1623-1687), Nicholas Barbon (1623-1698), y Bernard de Mandeville (1670-1733), quienes opinaban que a pesar de su aparente frivolidad, los gastos en bienes de lujo, en “diversiones y espectáculos suntuosos”, o en “palacios y arcos triunfales”, contribuían a dar empleo e ingresos a la población.

Quizá Mandeville, con su influyente y controvertida obra de 1714 titulada *The Fable of the Bees or, Private Vices, Public Benefits*, haya sido uno de los exponentes más retóricos de la interrelación entre el gasto, la producción y el empleo, y de las consecuencias sociales benéficas no intencionadas de las acciones individuales, explicando cómo es posible incluso que los “vicios privados” se conviertan en “beneficios públicos”:

Como esta prudente economía, que algunos llaman ahorro es en las familias privadas el método más certero para aumentar su patrimonio, igualmente se imaginan algunos que, ya sea un país infecundo o fructífero, el mismo método (que ellos creen practicable) tendrá efectos idénticos si se practica por la generalidad en toda una nación; y que por ejemplo, los ingleses podrían ser mucho más ricos de lo que son, si fueran tan frugales como algunos de sus vecinos. Esto a mi entender, es un error.

El gran arte para hacer que una nación sea feliz y lo que llamamos floreciente, consiste en dar a todos y cada uno la oportunidad de estar empleado; y para obtenerlo, hágase que la primera preocupación del gobierno sea promover una variedad tan grande de manufacturas, artes y oficios como la inteligencia humana pueda inventar.³

Según Keynes, esta tradición intelectual promotora del consumo y el gasto como impulsores del empleo fue ensombrecida por las ideas de Smith, quien enarbo-

³ Extracto del libro *The Fable of the Bees or, Private Vices, Public Benefits*, de Bernard de Mandeville, citado en Keynes, 1965, cap. 23.

lando la bandera de la frugalidad y el puritanismo económico, escribió “lo que es prudencia en la conducta de toda familia privada, escasamente puede ser insensatez en la de un gran Reino”; probablemente refiriéndose al anterior pasaje de Mandeville (Keynes, 1946, cap. 23).

III. La autorregulación de los mercados y el progreso económico en el pensamiento de Smith y Say

Tanto para Smith como para Say, una de las principales características de la economía de mercado es su capacidad para “poner en circulación” las fuerzas productivas de las naciones. Para ellos, la propiedad, el mercado y la competencia son las instituciones que organizan a una sociedad de individuos libres, es el espacio en donde los “intereses egoístas” de las personas terminan generando un “bienestar social” para todos, es decir, donde funciona “la mano invisible”. Y no sólo eso, también el mercado (como espacio donde confluyen gran parte de las “pasiones” que mueven a los individuos) se encargará de corregir cualquier desviación del sendero de crecimiento y acumulación del capital de una sociedad, dando lugar a un progreso continuado de la riqueza y el bienestar.

Smith publica en 1776 su famoso tratado *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, y en el capítulo *Of the Accumulation of Capital, or of Productive and Unproductive Labour*, narra con gran retórica su apología de la frugalidad como el motor del progreso social:

Los capitales aumentan con la sobriedad y la parsimonia, y disminuyen con la prodigalidad y la disipación. Todo lo que una persona ahorra de su ingreso lo acumula a su capital y lo emplea en mantener un mayor número de manos productivas, o facilita que otra persona lo haga, prestándosele a cambio de un interés o, lo que viene a ser lo mismo, de una participación en la ganancia. Así como el capital de un individuo sólo puede aumentar con lo que ahorre de sus ingresos anuales o de sus ganancias, de igual suerte el capital de una sociedad, que coincide con el de sus individuos, no puede acrecentarse sino en la misma forma.

La sobriedad o parsimonia y no la laboriosidad es la causa inmediata del aumento del capital. La laboriosidad, en efecto, provee la

materia que la parsimonia acumula, pero por mucho que fuese capaz de adquirir aquella, nunca podría lograr engrandecer el capital, sin el concurso de esta última.

La parsimonia, al aumentar el capital que se destina a dar ocupación a manos productivas, contribuye a aumentar el número de aquellas cuyo trabajo agrega algún valor a la materia que elaboran, contribuyendo así a incrementar el valor de cambio del producto anual de la tierra y del trabajo del país. Pone en movimiento una cantidad adicional de actividad laboriosa que da un valor adicional a ese producto anual. (Smith, 1937, libro II, cap. 3).

Este ciclo virtuoso de frugalidad, acumulación de capital y progreso económico es la clave para entender la diferencia entre las naciones ricas y las pobres. En su argumento, considera que todo lo que una sociedad ahorra lo invierte inmediatamente, ya sea que los propios individuos que ahorran lo inviertan directamente o que lo canalicen a través de un mercado de crédito donde una tasa de interés establece el precio del préstamo del capital (Smith, 1937, libro II, cap. 4). Cuando el ahorro es escaso, la tasa de interés es alta, y la acumulación es baja, y ésta es la característica de los países pobres. Cuando el ahorro es abundante, la tasa de interés es baja, y la acumulación es alta, y ésta es la característica de los países ricos. Por lo tanto, la tasa de interés refleja la mayor o menor frugalidad de las sociedades y sus posibilidades de progreso (Smith, 1937, libro II, cap. 3).

Es cierto, dice Smith, que el gasto en consumo también es una fuente de empleo, pero de consecuencias muy distintas a las del ahorro. Mientras que el gasto contribuye a mantener a una clase de “trabajadores improductivos”, es decir, que no producen ningún producto a cambio del salario que reciben sino que sólo brindan “servicios personales”, el ahorro mantiene a la clase de “trabajadores productivos” que contribuyen al aumento de la producción del país, tanto presente como futura, gracias a la acumulación de capital y el incremento de la capacidad productiva:

Aquella porción de su renta que gasta anualmente el rico, se consume, en la mayor parte de los casos, por los criados y huéspedes ociosos, que nada producen aparte de lo que consumen. Sin embargo, la proporción de la renta que ahorra al cabo del año, cuando se emplea en la consecución de una ganancia se emplea en

concepto de capital, y se consume en la misma forma y poco más o menos en el mismo período de tiempo, pero por una clase distinta de gente, los manufactureros, trabajadores y artesanos, que reproducen, con una ganancia neta, lo que anualmente consumen. (Smith, 1937, libro II, cap. 3).

Smith afirma, entonces, que “siempre resultará que todo pródigo es un enemigo de la sociedad, y todo hombre sobrio, un benefactor de la misma” (Smith, 1937, libro II, cap. 3), rechazando de este modo la tesis de Mandeville. Es más, para él la frugalidad privada contrarresta la constante prodigalidad de los gobiernos, y cuando los países crecen lo hacen a pesar de sus gobiernos y no gracias a ellos:

Las grandes naciones nunca se empobrecen por la prodigalidad o la conducta errónea de algunos de sus individuos, pero sí caen en esa situación debido a la prodigalidad y a la disipación de los gobiernos. En casi todos los países, la totalidad o la mayor parte de los ingresos públicos se emplea en el sostenimiento de manos improductivas. Tales son las personas que componen una corte espléndida, un poderoso estamento eclesiástico y los grandes ejércitos y flotas que en época de paz no producen nada, y en tiempo de guerra nada adquieren que pueda compensar el gasto de sostenerlas. (Smith, 1937, libro II, cap. 3).

Sin embargo, a medida que el ahorro y la acumulación de capital hacen que las industrias de la nación produzcan cada vez una mayor cantidad de bienes, Smith advierte que se hace necesario enviarlos al exterior para evitar que la sobrea-bundancia haga caer el empleo productivo:

Cuando el producto de una industria particular excede la demanda del país, el excedente ha de ser enviado al exterior para cambiarse por otros bienes para los cuales existe una demanda en el propio país. Si no tuviera lugar esa exportación, cesaría parte del trabajo productivo del país, disminuyendo el valor de su producto anual (...) Sólo por medio de esta exportación puede adquirir aquel excedente un suficiente valor para compensar el trabajo y los costos de su producción. (Smith, 1937, libro II, cap. 5).

Este pasaje es interesante porque da pie a la pregunta que luego se harán Sismondi y Malthus acerca de la posibilidad de que todas las industrias generen al mismo tiempo un excedente tal que no encuentre demanda suficiente para compensar su costo de producción. Smith resuelve este posible problema apelando a la demanda externa, y no a la interna, y aunque no sabemos si hubiera rechazado el principio que más tarde formularía Say, y compartiría Ricardo, acerca de que la producción crea su propia demanda, de sus palabras pareciera posible inferir algún tipo de reparo al respecto. Sin demanda externa, la demanda interna no sería capaz de comprar toda la producción doméstica, el valor de esta producción caería por debajo de los costos, disminuyendo así el empleo productivo y el nivel de producción. De este modo, la continuidad del crecimiento depende de contar siempre con una demanda externa en expansión. Sin embargo, en ningún momento habla de la necesidad de aumentar la demanda interna ante la posibilidad de una sobreproducción general, como luego lo harán Malthus y Sismondi.

En el capítulo XV del *Traité d'Economie Politique*, originalmente publicado en 1804 y varias veces ampliado y reeditado, Say explica su principio del funcionamiento de los mercados, afirmando que “la compra de un producto no puede hacerse más que con el valor de otro”, argumentando de esta manera en contra de lo que él denomina la popular idea según la cual “no hay ventas porque el dinero es escaso”, dado que el dinero es un mero intermediario entre la venta y la compra de productos:

Vale la pena señalar que un producto terminado ofrece, desde ese preciso instante, un mercado a otros productos por todo el monto de su valor. En efecto, cuando el último productor termina un producto, su mayor deseo es venderlo, para que el valor de dicho producto no permanezca improductivo entre sus manos. Pero no está menos apresurado por deshacerse del dinero que le provee su venta, para que el valor del dinero tampoco quede improductivo. Ahora bien, no podemos deshacernos del dinero más que motivados por el deseo de comprar un producto cualquiera. Vemos entonces que el simple hecho de la formación de un producto abre, desde ese preciso instante, un mercado a otros productos. (Say, 2001, libro I, cap. 15).

Sostiene entonces que no hay que creer que “las ventas son escasas porque el dinero es escaso, sino porque los demás productos lo son”. Debido a esto, cuando en algunos mercados resulta que existe un exceso de oferta, es decir,

de productos que no se venden, es porque en otros mercados hay un faltante de oferta, es decir, de productos que no se hacen:

¿De dónde viene, me preguntarán, esa cantidad de mercancías que en ciertas épocas atestan la circulación, sin poder encontrar compradores? ¿Por qué esas mercancías no se compran unas a otras? Contestaré que las mercancías que no se venden, o se venden con pérdidas, superan la suma de las necesidades que se tiene de ellas, ya sea porque se produjeron en cantidades demasiado considerables, o más bien porque otras producciones mermaron. Algunos productos son abundantes porque otros llegaron a escasear. (Say, 2001, libro I, cap. 15).

Estos desbalances entre la oferta y la demanda son ocasionados cuando factores externos a los mercados obstruyen su buen funcionamiento y autorregulación. Sin la injerencia de estos factores externos y perturbadores, entre los que cuenta la impericia de los gobiernos, “un tipo de producción tomaría raras veces la delantera sobre las demás, y raras veces sus productos se depreciarían si todos dispusieran siempre de completa libertad”:

Podemos señalar que las épocas en que ciertos productos no se venden bien son precisamente aquellas en que otros productos alcanzan precios excesivos; y como esos altos precios serían incentivos para favorecer su producción, es necesario que causas mayores o medios violentos como desastres naturales o políticos, la codicia o la impericia de los gobiernos, mantengan forzosamente por un lado esa escasez que provoca la falta de salida por el otro. Cuando cesa esta causa de enfermedad política, los medios de producción se orientan hacia los caminos en que la producción permaneció retrasada; al avanzar por ellos se favorece el adelanto de la producción en todos los demás. (Say, 2001, libro I, cap. 15).

Al igual que Smith, Say relata los males que esperan a una sociedad de pródigos y el grueso error de considerar al consumo como el motor del empleo. Según Say, la *Economía Política* es la ciencia que tiene por objetivo ilustrar a los individuos y los gobiernos en los verdaderos principios del progreso de las sociedades:

¡En qué error no cayeron quienes, viendo en líneas generales que la producción siempre iguala al consumo (pues es necesario que lo que se consume haya sido producido), consideraron el efecto como la causa, plantearon como un principio que sólo el consumo improductivo provocaba la reproducción, que el ahorro era directamente contrario a la prosperidad pública y que el ciudadano más útil era el que más gastaba!

Los partidarios de dos sistemas opuestos, el de los economistas⁴ y el de la balanza comercial⁵, hicieron de esta máxima un artículo fundamental de su fe. Los manufactureros, los comerciantes que sólo tienen en cuenta la venta actual de sus productos, sin buscar las causas que los hubieran hecho vender más, respaldaron una máxima al parecer tan conforme a sus intereses; los poetas, siempre un poco seducidos por las apariencias, y no considerándose obligados a ser más sabios que los hombres de Estado, celebraron el lujo en todos los tonos, y los ricos se apresuraron a adoptar un sistema que representa su ostentación como una virtud y sus goces como buenas acciones.

Pero los progresos de la economía política, al dar a conocer las verdaderas fuentes de la riqueza, los medios de producción y los resultados del consumo, harán caer para siempre ese prestigio. (Say, 2001, libro III, cap. 5).

Obviamente Say también critica las ideas de pensadores como Sismondi a favor de promover el consumo interno, mencionándolo incluso explícitamente en una nota al pie en su capítulo sobre el funcionamiento de los mercados de una de las ediciones posteriores del *Traité*:

El señor Sismondi, que parece no haber entendido bien los principios establecidos en este capítulo y en los tres primeros del libro segundo de esta obra, cita, como prueba de que se puede producir demasiado, esa enorme cantidad de productos manufacturados con los que Inglaterra recarga los mercados extranjeros. Esa superabundancia no demuestra más que la insuficiencia de la producción en los

⁴ Se refiere a las ideas de los fisiócratas franceses liderados por *Francois Quesnay* (1694-1774).

⁵ Se refiere a toda la tradición de los llamados *mercantilistas*.

lugares donde son sobreabundantes las mercancías inglesas. Si Brasil produjera lo suficiente para comprar los productos ingleses que entran al país, esos productos no se atascarían ahí. Para ello sería necesario que Brasil fuera más industrial, que poseyera más capitales, que sus aduanas permitieran toda la libertad sobre la elección de las mercancías que se considera llevar al país, que las aduanas inglesas ya no fueran un obstáculo para la entrada a Inglaterra de las mercancías de Brasil y que dejaran toda la libertad sobre la elección de las compensaciones. (Say, 2001, libro I, cap. 15).

De este modo, tanto para Smith como para Say, el ahorro, la acumulación y la libertad en el funcionamiento de los mercados, bastan por sí solos para llevar a las naciones a obtener niveles de riqueza, bienestar, progreso, e incluso “civilización”, cada vez mayores.

IV. La defensa de Ricardo al principio de Say

En el capítulo 21 de sus *Principles of Political Economy and Taxation*, cuya primera edición se publicó en 1817, Ricardo analiza el problema de la sobreproducción en el marco de los “efectos de la acumulación sobre las utilidades e intereses”. Preguntándose acerca de si puede darse el caso de una situación de exceso de oferta generalizada, causada por una acumulación de capital demasiado elevada, opina, siguiendo a Say, que como “las producciones se compran siempre con producciones”, “puede producirse en exceso una determinada mercancía cuyo mercado esté tan saturado que el capital gastado en ella no produzca la utilidad habitual; pero éste no puede ser el caso respecto de todas las mercancías” (Ricardo, 1959, cap. 21).

Dando por válido el principio de Say, afirma que no puede darse el caso de que exista una situación duradera de capital no utilizado en un país a causa de una deficiencia de la demanda, porque como la producción crea su propia demanda, si hay producción entonces habrá la suficiente demanda para comprar lo producido:

Ningún hombre produce sin la intención de consumir o vender lo que produce, y nunca vende sin la intención de, a su vez, comprar algún otro producto, el cual puede ser para su uso inmediato o para contribuir a la producción futura. Al producir, entonces, él necesi-

riamente se convierte o en el consumidor de su propia producción, o en el comprador y consumidor de la producción de alguna otra persona. No hay que suponer que el productor pudiera, por algún lapso de tiempo, estar mal informado acerca de los bienes que él pudiera producir de la forma más ventajosa, para alcanzar el objetivo que persigue, que es la posesión de otros bienes; y por lo tanto, no es probable que continúe produciendo bienes para los cuales no hay demanda. (Ricardo, 1959, cap. 21).

Cuando un determinado bien está siendo producido en exceso de su demanda, de forma tal que el precio de mercado no alcance para pagar los beneficios normales del capital que se ha empleado en producirlo, entonces el capital dejará de invertirse en la producción de ese bien y se destinará a la producción de otros para los cuales el precio de mercado haga rendir una tasa de beneficios mayor.

En una sociedad siempre habrá necesidades de consumo insatisfechas y en general todas las personas tienen algo que dar a cambio para satisfacer estas necesidades. Esta es la razón que da Ricardo, siguiendo a Smith, de por qué siempre habrá oportunidad de invertir el capital en forma rentable, y por lo tanto continuar su acumulación. Una vez satisfechas las necesidades básicas de alimentos, surgen nuevas necesidades y deseos que motivan la producción y la acumulación de capital: “El deseo de alimento está limitado en todo hombre por la capacidad de su estómago, pero el deseo de las conveniencias y ornamentos de los edificios, del vestido, del equipamiento y de los muebles de un hogar pareciera no tener límite ni frontera cierta” (Ricardo, 1959, cap. 21).

En este sentido, sólo es posible que exista una producción excesiva si el capital sólo puede invertirse en donde la demanda es limitada, es decir, en la producción de alimentos:

Hay sólo un caso, y el que será temporario, en el que la acumulación de capital con bajos precios de los alimentos puede ocasionar una caída de beneficios; y es cuando los fondos para el mantenimiento del trabajo se incrementan mucho más rápido que la población; los salarios serán entonces altos y los beneficios bajos. Si todo hombre abandonara el uso de lujos y se interesara sólo en la acumulación, puede ser producida una cantidad de productos de primera necesidad para la cual pudiera no haber consumo inmediato alguno. Para

bienes como estos tan limitados en número, podría haber sin dudas una sobreproducción generalizada y consecuentemente podría no haber ni demanda para cantidades adicionales de estos bienes ni beneficios sobre el mayor capital empleado. Si los hombres dejan de consumir, dejarán de producir. Pero esta admisión no impugna el principio general. (Ricardo, 1959, cap. 21).

Por lo tanto, dado que las necesidades generales son siempre ilimitadas, lo único que requiere la demanda son los ingresos o “los medios, y nada puede proporcionarlos como no sea un aumento de la producción”. De esta manera, Ricardo da por sentado el hecho de que toda producción no es otra cosa que la obtención de los medios para hacer efectiva la demanda, es decir, la forma en que la sociedad procura la satisfacción de sus necesidades. No es posible entonces imaginar una situación donde exista producción sin demanda, dado que la demanda precede a la producción, y la producción es sólo la forma de hacer efectiva esa demanda.

Es así como Ricardo no considera posible la ocurrencia de una crisis de sobreproducción, es decir, una sobreproducción generalizada que paralice la acumulación de capital y el crecimiento, ni tampoco un desequilibrio entre la oferta y la demanda agregada que no sea transitorio y no se corrija por la autorregulación de los mercados:

Cuando los precios de mercado de las mercancías bajan a causa de una oferta abundante, de una disminución de la demanda, o de un alza de la renta, el productor de manufacturas acumula naturalmente una cantidad inusual de bienes terminados, que no desea vender a precios demasiado bajos. Para cubrir sus obligaciones normales, circunstancia que solía depender de la venta de sus productos, tiene ahora que acudir al crédito, obligándose a menudo a pagar una elevada tasa de interés. Sin embargo, esta circunstancia es temporal, pues o bien las expectativas del productor estaban bien fundadas y sube el precio de mercado de sus productos, o bien descubre que la caída de la demanda es permanente y no puede resistir más el curso de los acontecimientos: los precios bajan, y el dinero y el interés recobran su valor real. (Ricardo, 1959, cap. 21).

En su esquema de la dinámica de una economía, el único peligro que enfrenta la acumulación del capital y la producción, se da cuando la limitación de la tierra y sus rendimientos decrecientes elevan el precio de los alimentos, y con estos los salarios, hasta un punto tal que no quedan beneficios para el capital y entonces la acumulación se detiene:

No hay ningún límite a la demanda, ningún límite al empleo del capital mientras rinda algún beneficio, y a pesar de lo abundante que pueda llegar a ser el capital, no hay ninguna otra razón adecuada para una caída de los beneficios que el aumento de los salarios, y la única causa adecuada y permanente para el aumento de los salarios es la creciente dificultad de proveer alimentos y productos necesarios para la vida al creciente número de trabajadores.
(Ricardo, 1959, cap. 21).

La preocupación de Ricardo está puesta en esta tendencia decreciente de las utilidades del capital. Gran parte de los *Principles* es un intento de analizar la naturaleza de la renta de la tierra y su interdependencia con la acumulación de capital. A medida que más acumulan, los capitalistas pierden participación en el ingreso nacional a causa del aumento más que proporcional de la renta de los propietarios de la tierra. En el esquema ricardiano, esta tendencia hacia el estancamiento se ve contrarrestada en gran parte por el comercio internacional, que le permite a un país abundante en capital importar alimentos baratos a cambio de manufacturas. De esta manera, la intervención de los gobiernos debe centrarse en establecer políticas de desregulación del comercio exterior y promoción de las exportaciones, dejando que el funcionamiento de los mercados corrija los desequilibrios temporales entre la oferta y la demanda agregadas.

V. La crítica de Sismondi y Malthus al principio de los mercados y la autorregulación de Say y Ricardo

En 1803 se publica el primer libro de economía política del suizo Simonde (luego se lo conocería como Simonde de Sismondi) titulado *De la Richesse Commerciale ou Principes de l'Economie Politique*, calificado por Ricardo como excelente obra en el capítulo 29 de sus *Principles*. Luego de un tiempo durante el cual se dedicó a publicar trabajos de historia, en 1815 se conoce en la *Edinburgh Encyclopaedia* un largo artículo de su autoría llamado *Political Economy*, y

finalmente en 1819 presenta su *opus magna* sobre economía política titulada *Nouveaux Principes d'Economie Politique ou de la Richesse Dans ses rapports avec la Population*.

Defensor de Smith, del que afirma que “nunca un filósofo había llevado a cabo una revolución tan completa de una ciencia” (Sismondi, 1969, cap. 1), el principal postulado teórico que caracteriza el pensamiento de Sismondi, tanto en la *Political Economy* como en los *Nouveaux Principes*, es la necesidad de diferenciar entre el ingreso anual y el producto anual. Sostiene que la única forma de explicar correctamente los hechos que se observan en las economías y el comercio es a partir de esta diferenciación, cuestión que ha llevado a errores, según su interpretación, a los principales economistas de su época, en referencia a Say y Ricardo:

Ningún hecho se nos representa en tantos lugares y bajo tantas apariencias, como la desproporción entre los medios de consumo y los medios de producción, la imposibilidad de los productores de renunciar a una industria porque declina, y la certidumbre de que sus filas no se reducen más que por las quiebras. ¿Cómo puede ser que los filósofos no hayan querido ver lo que de todas partes salta a la vista del vulgo?

El error en el que caen se debe por completo a un principio falso, el de que a sus ojos la producción anual es la misma cosa que el ingreso. El Sr. Ricardo, siguiendo al Sr. Say, lo repite y lo afirma. (Sismondi, 1827, libro IV, cap. 4).

Para Sismondi, el error de Say y Ricardo surge de aceptar el principio de que toda producción tiene la intención de un consumo o una venta y toda venta la de una compra, por lo que el valor de la producción tiene que ser igual al valor del ingreso, y bajo este principio, dice Sismondi, “es absolutamente imposible comprender o explicar el hecho más demostrado de todos en la historia del comercio, que es la sobreabundancia de oferta de productos en los mercados” (Sismondi, 1827, libro IV, cap. 4).

Según Sismondi, en las naciones ricas como Inglaterra, la producción está determinada no por las necesidades domésticas sino por la abundancia del capital, y cuando esta abundancia sobrepasa a las necesidades de consumo se genera

una crisis. La forma en que explica cómo Inglaterra supera estas crisis de sobreproducción y mantiene el crecimiento de su industria y su capacidad productiva, es a través de las exportaciones a crédito que realiza al resto del mundo, en particular a las colonias americanas:

La apertura del inmenso mercado que la América española ofrece a los productores industriales me parece el acontecimiento que mejor podría dar cauce a las manufacturas inglesas. El gobierno británico lo juzga de la misma forma, y durante los siete años que siguieron a la crisis comercial de 1818 se realizó una actividad extraordinaria para hacer penetrar el comercio inglés hasta las partes más alejadas de México, Colombia, Brasil, el Río de la Plata, Chile y Perú. (...) Pero por más inmensa que haya sido la apertura que ofreció la América libre, no hubiera bastado para absorber todas las mercancías que Inglaterra producía por sobre sus necesidades de consumo, si los préstamos que tomaron estas nuevas repúblicas no hubieran aumentado desmesuradamente sus medios para comprar las mercancías inglesas. (Sismondi, 1827, libro IV, cap. 4).

Al igual que los fisiócratas, Sismondi resalta el carácter circular de la causalidad en la determinación del ingreso y la producción, y la necesidad de que se mantengan las proporciones adecuadas en su crecimiento:

Por medio de una concatenación circular, en la cual cada efecto se convierte a su vez en causa, la producción proporciona renta, la renta suministra y regula un fondo consumible, el cual vuelve a originar producción y determina su cuantía. La riqueza nacional continúa aumentando y el Estado prospera mientras estas tres cantidades, que son proporcionales entre sí, continúen aumentando de manera gradual; pero en cuanto la proporción entre ellas se rompe, la nación decae.

Por esto las naciones incurren en peligros que parecen incompatibles: se arruinan lo mismo gastando demasiado mucho que demasiado poco. Una nación gasta demasiado cuando sobrepasa su renta, porque no puede hacerlo excepto a costa de su capital y disminuyendo con ello la producción futura. (...) Una nación gasta demasiado poco cuando, careciendo de comercio exterior, no con-

sume su propia producción, o cuando gozando de comercio exterior, no consume el exceso de su producción sobre su exportación. (Sismondi, 1969, cap. 2).

Sismondi advierte que a medida que la industria crece y se despliega todo el excedente hacia el comercio exterior, mientras las posibilidades de consumo interno quedan rezagadas, las magnitudes de las crisis serán cada vez mayores, y cuando por cualquier motivo de caída en la demanda externa se detengan las exportaciones se habrá generado una población de obreros industriales desempleados que quedará en la miseria. La concentración de la industria en pocas manos, y la maquinaria introducida para expandir la producción sustituyendo obreros, contribuyen también a ampliar la brecha entre producción y demanda, poniendo en jaque el progreso económico general. En este sentido, la conclusión de su artículo de 1815 es desoladora:

Cuando por fin el mercado mundial se encuentra suficientemente abastecido, y se han producido nuevas reducciones de trabajadores; cuando los braceros han sido despedidos del campo, los hiladores de las manufacturas de algodón, los tejedores de las de paños; cuando cada día una máquina nueva ocupa el lugar de varias familias, mientras ninguna nueva demanda les ofrece una ocupación o un medio de vida; la miseria ha alcanzado su cenit, y uno comienza a lamentar el progreso de esta civilización que, al congregarse en el mismo espacio de tierra a un mayor número de individuos, sólo ha multiplicado su infortunio, mientras en los desiertos por lo menos hubiera sido menor el número de víctimas. Uno también lamenta que los gobiernos lo hayan estudiado demasiado tarde, y hayan descuidado con demasiada frecuencia los preceptos de una ciencia que, al enseñar el origen de la prosperidad nacional, señala ya de antemano su peligro y las causas de su destrucción. (Sismondi, 1969, cap. 7).

Para Sismondi los gobiernos tienen que cumplir una función “reguladora” del proceso de crecimiento de la riqueza, intentando promover el crecimiento proporcional entre la producción y el consumo. Ni un aumento de los capitales por sobre las necesidades de la industria que los emplea, ni un aumento de la población por sobre la demanda de trabajo, son situaciones deseables; el “deber del gobierno consiste en ralentizar estos movimientos, para regularizarlos” (Sismondi, 1827, libro IV, cap. 8).

Malthus, a pesar de sus declaradas diferencias con Sismondi en varios puntos de la teoría económica, en particular en sus ideas acerca de la población y de la renta, comparte su preocupación por la cuestión de la demanda agregada y el estancamiento que puede producirse a causa de una oferta sobreabundante.

En el capítulo primero del segundo libro de sus *Principles of Political Economy*, cuya primera edición es del año 1820, Malthus estudia el problema “del progreso de la riqueza”. En estas páginas desarrolla su teoría sobre la posibilidad de ocurrencia de las crisis de superproducción o de subconsumo, y el peligro que ellas representan para el crecimiento económico de una nación. Su primera afirmación es que el progreso de la riqueza en un país puede verse detenido o disminuido sin estar esto causado por deterioro alguno de la capacidad de producción o de los factores productivos:

Los que conocen la naturaleza de la demanda efectiva se darán perfecta cuenta de que, donde existe la institución de la propiedad privada y se satisfacen las necesidades de la sociedad por la industria y el cambio, por muy intensos que sean los deseos de cualquier persona de poseer las cosas necesarias, útiles y agradables para la vida, no contribuirá en modo alguno a su producción si no existe una demanda recíproca de algo que ésta posea. Un hombre que no posea más que su trabajo, tendrá o no tendrá una demanda efectiva de productos, según que exista o no exista una demanda de su trabajo por parte de quienes posean los productos. Y no puede haber nunca una demanda de trabajo productivo con vistas a la obtención de utilidades a menos que el producto que de él pueda obtenerse sea de mayor valor que el trabajo que lo obtuvo. No pueden emplearse en ninguna industria nuevos brazos por el sólo hecho de que exista una demanda de sus productos por parte de las personas empleadas en ella. No habrá ningún agricultor que se tome el trabajo de dirigir la labor de diez hombres por el simple hecho de que pueda vender en el mercado toda su producción a un precio exactamente igual al que les pagó. Tiene que existir algo en el estado anterior de la demanda o la oferta de la mercancía en cuestión, o en su precio, previa e independientemente de la demanda ocasionada por los nuevos obreros, para justificar el empleo de un número mayor de hombres en su producción. (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección II).

Por lo tanto, es evidente en teoría y también observando la experiencia, dice Malthus, “que cuando no se requiere una cantidad adicional de trabajo, el aumento de población encontrará pronto un obstáculo a su crecimiento en la falta de empleo y en la mala retribución que recibirán los que estén trabajando, y no existirá el estímulo necesario a un aumento de riqueza proporcional a la capacidad productiva” (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección II). De esta manera es incorrecta, según él, la opinión acerca de que el único estímulo que necesita el aumento de la producción sea el crecimiento de la población y el consecuente aumento de las necesidades que ésta generaría: “casi en todas partes la riqueza real que poseen las naciones que conocemos es muy inferior a sus capacidades de producción, y entre esas naciones sucede a menudo que progresa menos la riqueza de aquellas en que es mayor el estímulo que surge de la población por sí sola, es decir, en los países en que la población presiona con más fuerza contra los límites reales de los medios de subsistencia” (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección II).

La crítica de Malthus se dirige, como él mismo lo hace explícito, a la opinión de Say y de Ricardo de que “las mercancías compran a las mercancías” y que, en consecuencia, no es posible la persistencia de una situación de exceso general de oferta de bienes:

Algunos escritores muy inteligentes han pensado que si bien no es difícil que se produzca un abarrotamiento de ciertas mercancías, no es posible que éste sea general, porque según ellos, como las mercancías siempre se cambian por mercancías, la mitad de éstas proporcionará un mercado para la otra mitad y, al ser la producción la única fuente de demanda, un exceso en la oferta de un artículo sólo demuestra la deficiencia en la oferta de algún otro, y es imposible un exceso general. (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección III).

Malthus niega esta afirmación postulando que es falso que siempre las mercancías se cambien por otras mercancías: “muchísimos productos se cambian directamente por trabajo productivo o por servicios personales”, y es este hecho el que ocasiona que puedan existir momentos en donde un exceso de producción haga que las mercancías bajen de valor en relación al trabajo por el que se intercambiarán, generando a su vez incentivos para disminuir la producción, lo que se traducirá en una caída de la demanda de trabajo y, por lo tanto, de la demanda efectiva.

Esta situación de exceso generalizado de producción en relación a la demanda efectiva ocurre, señala Malthus, cuando existe una tasa de ahorro y de acumulación de capital demasiado elevada, es decir cuando existe en la población un exceso de frugalidad en el consumo de bienes, principalmente por parte de las clases de mayores ingresos. En este caso:

Es evidente que habría en el mercado una cantidad anormal de mercancías de todas clases, debido a que las personas que antes daban servicios personales se habrían convertido en trabajadores productivos como resultado de la acumulación de capital; el número total de obreros sería el mismo, y los terratenientes y capitalistas tendrían, por hipótesis, menos capacidad y deseo de comprar mercancías para su consumo, y en tales circunstancias el valor de aquellas bajaría necesariamente en comparación con el trabajo, de modo que disminuirían mucho las utilidades y se detendría durante algún tiempo la producción. Y esto es precisamente lo que se entiende por la palabra abarrotamiento, que en este caso es, sin la menor duda, general y no parcial. (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección III).

Malthus asigna mucha más importancia teórica y empírica a la separación entre costo de producción y valor de la producción. Mientras que, como vimos anteriormente, para Ricardo cualquier desvío entre el costo de producción y el valor de la producción desencadena un mecanismo automático de ajuste que lo corrige y que, por lo tanto, cualquier desajuste entre la oferta y la demanda es transitorio y parcial (es decir, localizado en algún o algunos mercados particulares), Malthus argumenta que este desajuste puede dar lugar a un proceso que lo potencie, generando una situación de estancamiento y desequilibrio generalizado:

Si se lleva la transformación de los ingresos en capital más allá de un cierto punto, entonces, como al disminuir la demanda efectiva de productos quedan sin empleo las clases trabajadoras, es evidente que si la adopción de costumbres frugales rebasa cierto límite, puede ir acompañada al principio por los efectos más desastrosos y después por una marcada depresión de la riqueza y la población. (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección III).

El error más grave de Say y Ricardo, afirma Malthus, es “suponer que la acumulación asegura la demanda; o que el consumo de los trabajadores emplea-

dos por aquellos que ahorran creará una demanda efectiva de mercancías de tal magnitud que dará impulso a un aumento continuado de la producción” (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección III). Por el contrario, este caso es un caso particular y para nada general, por lo que suponer que a través de una mayor frugalidad y ahorro un país aumentará más rápido su riqueza es una idea falaz, ya que “ninguna nación puede enriquecerse por una acumulación de capital que provenga de una disminución permanente del consumo; porque al acumularse más de lo que se necesita para satisfacer la demanda efectiva de productos, una parte perderá enseguida su utilidad y su valor, y dejará de poseer el carácter de riqueza” (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección III).

A pesar de su advertencia sobre los peligros de una elevada frugalidad para el progreso de la riqueza, Malthus reconoce que cierto nivel de frugalidad o ahorro es necesario para incrementar el capital de la sociedad, por lo que si todo el ingreso se consumiera y nada se ahorrara tampoco se lograría expandir la riqueza nacional:

Desde luego, no pretendemos decir que la frugalidad, o aun una disminución temporal de consumo, no sean a menudo utilísimas, y a veces indispensables para el progreso de la riqueza. La extravagancia puede, sin duda, arruinar a un estado; y por ello no sólo puede ser necesaria una disminución de los gastos acostumbrados, sino una economía temporal del consumo (cuando el capital del país es deficiente comparado con la demanda de sus productos), de manera que pueda surgir una oferta tal de capital que proporcione medios suficientes para permitir un consumo mayor en el futuro. Lo único que pretendo es que ninguna nación puede enriquecerse por una acumulación de capital que provenga de una disminución permanente del consumo; porque, al acumularse más de lo que se necesita para satisfacer la demanda efectiva de productos, una parte perderá en seguida su utilidad y su valor y dejará de poseer el carácter de riqueza. (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección III).

Por grande que sea la capacidad de producción, afirma Malthus, ésta no basta por sí sola para asegurar la creación de una demanda efectiva proporcional (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección VI), por lo que se hace necesario generar las condiciones para un mayor crecimiento de la demanda. Para esto, las propuestas que menciona son la expansión del comercio interior y exterior; las in-

versiones en canales de distribución para dar cauce a la producción; las políticas de redistribución de la tierra para fomentar una división de la propiedad territorial que no sea en exceso desigual; y el mantenimiento de una proporción adecuada de la sociedad dedicada a servicios personales, es decir, capaz de tener una demanda de productos materiales sin contribuir directamente a su oferta (Malthus, 1946, libro II, cap. 1, sección VII).

De modo que tanto Sismondi como Malthus, advierten sobre los peligros de suponer, como lo hacen Say y Ricardo, que el funcionamiento de los mercados siempre equilibra los desbalances entre la oferta y la demanda agregada, manteniendo el nivel de producción en su máximo posible dados los recursos productivos existentes en un momento determinado; y sugieren que es necesaria la intervención de los gobiernos estimulando la demanda efectiva hasta un cierto punto y sobre la base del conocimiento de la ciencia de la economía política, para asegurar que el producto alcance y se mantenga en este nivel de pleno empleo, y así la acumulación y el crecimiento continúen.

VI. Conclusiones

El rápido recorrido que hemos hecho por el debate de principios de siglo XIX sobre la posibilidad de crisis de sobreproducción entre los principales continuadores de Adam Smith, demuestra claramente que ya desde entonces existe una marcada diferenciación teórica y política entre una tradición de economistas que, sobre la base de la afirmación del *principio de los mercados de Say*, cree que la macroeconomía se autorregula y tiende naturalmente hacia el pleno empleo de los factores productivos y el crecimiento potencial; y otra tradición que parte del supuesto contrario, al que podríamos llamar *principio del ingreso de Sismondi*, de que producción e ingreso son dos entidades diferentes, con tendencia incluso al desequilibrio, siendo necesaria algún tipo de intervención gubernamental para restaurar el balance entre ambas y promover el crecimiento.

Estas dos tradiciones, cada una de las cuales irá sumando adeptos y ampliando los puntos de debate a lo largo de la historia del pensamiento económico, continúan siendo aún hoy los dos principales modos de pensar e interpretar la macroeconomía contemporánea, y consecuentemente de formular las políticas macroeconómicas.

Referencias

Keynes, J. M. (1965). *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, edición en español de *The General Theory of Employment, Interest and Money* de 1936, Fondo de Cultura Económica, México.

Malthus, Th. R. (1946). *Principios de Economía Política*, edición en español de la segunda edición inglesa de los *Principles of Political Economy* de 1820, Fondo de Cultura Económica, México.

Ricardo, D. (1959). *Principios de Economía Política y Tributación*, edición en español de los *Principles of Political Economy and Taxation* de 1817, Fondo de Cultura Económica, México.

Say, J. B. (2001). *Tratado de Economía Política*, edición en español del *Traite d'Economie Politique* de 1804.

Simonde de Sismondi, J. C. L. (1827). *Nouveaux Principes d'Economie Politique ou de la Richesse dans ses Rapports avec la Population*, segunda edición en francés de la original de 1817, Libraire Delaunay, Paris. <https://archive.org/stream/nouveauxprincip01sismgoog>

Simonde de Sismondi, J. C. L. (1969). *Economía Política*, edición en español del artículo *Political Economy* de 1815, Alianza Editorial, Madrid.

Smith, A. (1937). *Investigación sobre la Naturaleza y las Causas de la Riqueza de las Naciones*, edición en español de *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* de 1776, Fondo de Cultura Económica, México.

Jornadas Monetarias y Bancarias 2015

Síntesis de las Presentaciones

Los días 4 y 5 de junio de 2015 se realizaron las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina bajo la temática: “Dinero, Finanzas y Economía Real; hacia la Plena Ocupación y un Desarrollo Inclusivo”. A continuación se presenta un resumen de las exposiciones realizadas en los distintos paneles durante ambos días.

Jueves 4 de junio

Panel 1 | Perspectivas de la economía mundial con especial énfasis sobre la desigualdad, el empleo y la situación alimentaria

Richard Kozul-Wright (UNCTAD)

Al inicio de la crisis financiera global las economías en desarrollo presentaron un desempeño superior al de las economías avanzadas, lo que hizo suponer inicialmente que podrían enfrentar fluctuaciones asincrónicas. No obstante, más adelante los efectos de la crisis financiera se hicieron con fuerza en las economías en desarrollo tanto por el canal comercial como por el financiero, dando cuenta que en realidad no existió un desacople en los ritmos de crecimiento de estos conjuntos de economías.

Para retornar al potencial de crecimiento existen distintas propuestas de política, que se desprenden del lugar en el que se haga énfasis: factores de oferta o de demanda.

Por el lado de la oferta, se pueden aplicar reformas estructurales para alentar el crecimiento de la productividad y la consolidación fiscal con el fin de dar “buenas señales” y alentar la inversión privada. No obstante, la experiencia reciente da cuenta de que este tipo de medidas llevaron a mayor recesión.

Otra manera de retornar al potencial de crecimiento es vía la demanda agregada, principalmente a través del consumo y la inversión. Esto se puede lograr con

una serie de medidas para estimular el gasto interno, entre las que se destacan la mejora salarial de los trabajadores y la política fiscal expansiva, entre otras. Sin embargo, es necesaria cierta coordinación internacional para lograr un crecimiento equilibrado y mayor regulación financiera.

Jomo Kwane Sundaram (IDEAS)

La pobreza en el mundo experimentó una reducción mayor a la observada en los indicadores de desnutrición, debido a que la primera es una medida nominal y no, necesariamente, de capacidad de compra de alimentos. La caída en la desnutrición fue heterogénea entre regiones y países, siendo Asia occidental y África las que presentaron los peores desempeños y el sudeste asiático la mejor performance relativa.

En los últimos años el cambio climático, el mandato de corte con biocombustibles y el uso de los commodities como activos financieros dio lugar a un marcado incremento en los precios de los alimentos y a una mayor volatilidad de los mismos. Esto es un factor de riesgo para la seguridad alimentaria.

Las decisiones de producción están basadas en los precios de los alimentos. Valores altos de los alimentos pueden llevar a mayor desnutrición, pero pueden generar también una mayor oferta de los mismos, mientras que menores valores de producción pueden reducir la desnutrición pero dar lugar a menores niveles de producción.

La tendencia a mayores precios de los últimos años experimentó recientemente una reversión. Existen dos explicaciones posibles para esto. Por un lado, se puede pensar que la política regulatoria hizo efecto, lo cual dio lugar a un menor interés de los commodities como activos financieros. Por el otro, se puede considerar que existe una condena social por la especulación en el precio de los alimentos, que incluso llevó a algunos bancos a afirmar públicamente que no intervendrían más en estos mercados.

Verónica Amarante (CEPAL)

A nivel global, entre 1988 y 2008, la desigualdad medida por el coeficiente de Gini no presentó cambios estadísticamente significativos. Al interior de la distri-

bución se observaron mejoras en el tramo de los percentiles 50 a 60 y el 1% más rico de la población.

Las naciones avanzadas experimentaron un alza en la desigualdad, aunque en términos relativos se mantienen entre los países más igualitarios. Entre las emergentes, América Latina es la región con mayor desigualdad en el mundo. La tendencia en la desigualdad de América Latina fue estable durante la década de los ochenta, ascendente en los noventa y decreciente desde 2003 en adelante. Cabe señalar que en los últimos años se volvió a observar un estancamiento en el coeficiente de Gini.

La causa fundamental de la reducción de la desigualdad durante la década de los 2000 fue la dinámica del mercado laboral, destacándose la caída en la brecha salarial por nivel de calificación, el fortalecimiento de instrumentos institucionales (salario mínimo, negociaciones colectivas de trabajo, etc.) y la expansión del sector formal de la economía.

A de la mejora en la distribución del ingreso en América Latina, fundamentalmente en las medidas de desigualdad relativa, otros indicadores revelan que todavía hay un amplio margen de mejora. La participación en el ingreso nacional de los individuos en el extremo superior de la distribución es todavía muy elevada en términos internacionales, como también resulta insuficiente el efecto redistributivo logrado por la acción fiscal. Realizar los ajustes necesarios sobre estos puntos es el próximo desafío de los gobiernos nacionales en pos de alcanzar mayores niveles de equidad.

Raymond Torres (OIT)

La crisis internacional impactó sobre el empleo, particularmente en los jóvenes y las mujeres. Las políticas de flexibilización laboral no dieron como resultado una caída del desempleo, sino todo lo contrario e incluso una caída en la productividad laboral. Mundialmente, 1 de cada 4 trabajadores tiene empleo permanente. Existe una elevada relación entre descontento social y desempleo juvenil.

También se detecta una elevada correlación entre desigualdad y aceleración del crecimiento, siendo menos probable lograr una aceleración de la economía ante la presencia de elevados niveles de desigualdad.

Diversos factores explican el mayor desempleo que experimentan las economías. Por un lado, la mayor ocurrencia de crisis económicas resulta nociva para el mercado de trabajo, dificultando cada vez más la recuperación de los niveles de empleo. Además, la tecnificación de diversas tareas impacta negativamente sobre el empleo, ya que cada vez se requieren menos personas para realizar algunos trabajos. Además existe una falla en la orientación de la política, ya que muchas naciones se han focalizado en desregular los mercados laborales, lo cual habría resultado contraproducente, en vez de concentrarse en fortalecer las instituciones laborales.

El problema del mercado de trabajo debe ser encarado desde una perspectiva multifacética, en combinación con políticas macroeconómicas mejor enfocadas. También es importante lograr acuerdos de comercio e inversión y crear una serie de instituciones para poder apuntalar al mercado de trabajo. Realizar políticas activas de empleo puede traer buenos resultados, pero requieren una mayor injerencia del estado, pactos sociales y cooperación a nivel internacional.

Panel 2 | Repensando la teoría económica y la macroeconomía a la luz de la crisis

Marc Lavoie (University of Ottawa, Canadá)

Existen dos visiones respecto a la macroeconomía teórica actual que difieren sustancialmente. La que sostiene que no es responsable de la crisis actual y, por lo tanto, no debe modificarse o, por el contrario, la que argumenta que debe revisarse íntegramente.

Entre las áreas de la macroeconomía sujetas a mayor tensión hay algunas que han mostrado ser fuertemente contraproducentes: los modelos de ciclo real, la hipótesis de expectativas racionales y la relativización de la contracción del déficit fiscal y de la administración de los controles de capitales (inclusive recomendados por el FMI). La crisis mostró que el Banco Central no puede ser completamente independiente y que no existe una única tasa de interés de equilibrio o natural.

Si bien hoy existe un mayor consenso respecto a que la creación de dinero es impulsada por la demanda de manera endógena, no se comprenden del todo las implicancias de esto. El Banco Central realiza operaciones defensivas, intentando

ajustar la oferta a la demanda. No existe el multiplicador monetario, algo reconocido incluso por el Banco de Inglaterra. En el contexto de las políticas de “quantitative easing” (QE), desaparece la relación entre depósitos y préstamos bancarios.

Philip Mirowski (University of Notre Dame, Estados Unidos)

Para entender la crisis financiera internacional no hay que leer sólo literatura económica, sino también revisar las contribuciones de las ciencias jurídicas y de la ciencia política. Las explicaciones económicas son sólo superficiales. Hay que tener en claro que no existen garantías perfectas y que la expansión del *shadow banking* surge precisamente por no comprender este punto.

El *shadow banking* se sostiene en una cadena de promesas de pago y garantías que pasan de una mano a otra generando una compleja interdependencia en base a un conjunto finito de activos subyacentes. La crisis ocurrió cuando justamente se quiebra dicha cadena y fue claro que las garantías que debían sostener las promesas de pago se evaporaron.

El *shadow banking* surgió por cuestiones políticas, no técnicas. El sueño neoliberal de que el sistema monetario podía funcionar sin control del Estado y la creencia de que el “Mercado” representa una sabiduría superior, condujo a presiones políticas para cambiar las reglas de las garantías y bancarrotas. Insisto en la centralidad del Neoliberalismo, ya que bajo otro tipo de ideología este tipo de apalancamiento oculto hubiera sido visto como una locura. Muchas de las reformas implementadas (reformas en los códigos de bancarrota, independencia del Banco Central, etc.) surgieron en condiciones de emergencias, donde las autoridades pudieron tomar medidas excepcionales por afuera del control democrático.

En lugar de arreglar el problema del *shadow banking*, la FED decidió sumarse al juego, paradójicamente a través de intervenciones contra garantías a través del mercado de REPOs.

Kazimierz Laski (Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Austria)

Partiendo de la ecuación de beneficios de Kalecki, se obtiene que el ahorro privado neto es estrictamente igual a la suma del déficit público y el superávit comercial. Esto implica que el sector privado puede incrementar sus activos financieros (ahorrar más de lo que invierte) si y sólo si disminuye al mismo tiempo la cantidad de activos en poder del gobierno o del resto del mundo.

Por ello, el déficit público no refleja una irresponsabilidad del gobierno sino una necesidad económica. En momentos de crisis, el gasto debe aumentar para compensar la menor demanda privada y debe ser enfocado, en lo posible, a la inversión.

El desempeño de la Unión Europea luego de la crisis de 2008 fue peor al de EE.UU. y Japón, con una recuperación incluso más lenta que en la de la crisis de 1930. La explicación radica en el diagnóstico y en la terapia implementada. En EE.UU. se entendió que hubo un problema con el sector privado y se respondió con políticas parcialmente Keynesianas, las cuales permitieron retomar el crecimiento, aunque no de modo espectacular.

Mark Setterfield (New School for Social Research, Estados Unidos)

Aun cuando un banco central puede realizar política económica en base a un modelo no correctamente especificado, las políticas igualmente pueden funcionar. Esto puede parecer bueno, pero en realidad encierra el peligro de ser demasiado complaciente respecto al verdadero funcionamiento de la economía.

Si la política funciona, se puede interpretar que se entiende realmente la economía, exponiéndose a vulnerabilidades. Y las sorpresas pueden ser grandes cuando las políticas no funcionan. Los hacedores de políticas deberían ser eclécticos respecto al verdadero modelo de la economía. Deberían emplear varios de ellos, lo que actúa como un seguro gratis que deberían utilizar.

Muchos bancos centrales se niegan a abandonar completamente los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico. Es recomendable que aun así le presten atención a los abundantes modelos heterodoxos disponibles, ya que

frecuentemente muestran tendencias que no están presentes (o ni siquiera son posibles) en los modelos ortodoxos.

Panel 3 | Dinero: su rol social y sus funciones

Gianfranco Poggi (Università di Trento, Italia)

Es necesario establecer una distinción entre poder político y poder económico y sus distintos niveles de vinculación. Hay una relación asimétrica entre capitalismo y democracia representativa.

Hay una menor dependencia del capitalismo respecto a la democracia, que de la democracia respecto al capitalismo. El capitalismo intenta minimizar la democracia en busca de maximizar beneficios como sugiere Piketty. Pero, al mismo tiempo, el poder económico necesita de la figura del Estado para que garantice derechos de propiedad.

Por lo tanto, el dinero dentro del poder económico necesita del poder político, en sentido del rol del Estado en cuanto al mantenimiento de los derechos de propiedad. A su vez, las funciones del dinero se vinculan con su relación respecto al poder político. En este sentido, las funciones del dinero podrían ser las de influenciar en el poder político; financiar campañas electorales e, incluso, participar del financiamiento de actividades ilícitas como la corrupción.

Perry Mehrling (Barnard College, Estados Unidos)

El sistema bancario es, en primer lugar, un sistema de intercambio de promesas de pago y, en segundo lugar, es un sistema de generación de mercados. Los bancos centrales son instituciones híbridas, públicas y privadas. Por un lado, los bancos centrales son los bancos de bancos y, por otro lado, son los bancos de los gobiernos.

El crédito es inherentemente inestable. El crédito es una promesa hecha sobre el futuro que no se conoce. Pensar en la inestabilidad del crédito es difícil porque la economía teórica apunta al equilibrio. Estamos imaginando que conocemos el futuro o, al menos, sus probabilidades. La fuente de inestabilidad se encuentra

por fuera del sistema. La teoría económica piensa cómo hacer que el sistema sea más resistente a los shocks, cuando en realidad hay que ver que está pasando al interior del sistema.

La economía teórica de hoy no ayuda. Las nociones de economía de hoy deben cambiar porque hoy las finanzas son más importantes que hace 60 años. Tenemos modelos como el IS-LM o la teoría cuantitativa donde no hay bancos centrales. La globalización financiera resulta un desafío. Los Estados no son globales. Un mercado de capitales internacionales debería ser un instrumento de desarrollo, no una preocupación. Los mercados de capitales y el crecimiento no están en contradicción. Hay que reformar el sistema preservando su eficiencia. Grandes gobiernos, grandes finanzas, y un gran mundo.

Maria Cristina Marcuzzo (Sapienza, Università di Roma, Italia)

El *quantitative easing* ha inundado a los mercados de liquidez, lo que ha producido un claro conflicto con la teoría cuantitativa del dinero. A pesar de la expansión de la liquidez, no se ha producido la inflación que predice la teoría cuantitativa debido a la existencia de la “trampa de liquidez”.

Si el dinero es visto como un depósito de valor, el dinero que reciben los bancos de los bancos centrales no ingresa al sistema económico. Por lo tanto, ese dinero tiene bajo impacto en los precios y en los ingresos reales. La preferencia por la liquidez puede explicar esta situación en lugar de la teoría cuantitativa.

En términos prácticos, desde los inicios del 2000, la teoría cuantitativa ha sido dejada de lado por los bancos centrales. Sin embargo, en términos teóricos, la teoría cuantitativa no ha sido dejada de lado por los libros o el discurso dominante.

Viernes 5 de junio

Panel 4 | Globalización financiera y grado de autonomía de las políticas económicas

Kevin Gallagher (Boston University, Estados Unidos)

En los últimos años, los organismos internacionales han reconocido la importancia de la regulación de los flujos de capitales internacionales (en particular las grandes oleadas de capital especulativo de corto plazo) como una forma de preservar autonomía en el contexto de la globalización financiera. En este sentido, los países emergentes han sido pioneros planteando regulaciones tanto originales como efectivas.

Teniendo en cuenta lo anterior, emergen cuatro puntos relevantes: 1) la economía poscrisis plantea la necesidad de regulación de los flujos de capitales; 2) los países emergentes han implementado este tipo de regulación de forma efectiva y exitosa; 3) los organismos multilaterales, como el FMI, han tenido que modificar sus posturas sobre estos temas; y 4) los tratados de comercio e inversión propuestos por EE.UU. vienen acompañados por condiciones que dificultan la capacidad de regular los flujos internacionales.

Dimitri Papadimitriou (Levy Economics Institute, Estados Unidos)

En determinadas situaciones hay que ser creativos y pensar lo impensable. Debido a que en 2014 la economía griega mostró algunos signos de recuperación se tomaron decisiones respecto de la política fiscal y de deuda externa que teniendo en cuenta el escenario de 2015 podrían resultar de difícil cumplimiento.

Teniendo en cuenta esto, en el Levy Institute se plantearon escenarios basados en el logro de un acuerdo para refinanciar las deudas a la tasa de interés previa del Banco Central Europeo y sin la exigencia de medidas adicionales de austeridad. Las proyecciones no son alentadoras. Se podría perder una década para poder restablecer las condiciones económicas previas a la crisis.

Por ello, se analizaron dos opciones alternativas para la resolución de la crisis griega de una forma más satisfactoria. La primera es la creación de un sistema

financiero paralelo, es decir, de una moneda paralela (el GEURO), que se utilizaría para el pago de una porción de salarios del sector público, beneficios sociales e impuestos. Al mismo tiempo se canjearían los bonos públicos y los préstamos de largo plazo de los bancos en euros a la nueva moneda. Esto permitiría restaurar la liquidez en la economía doméstica, proporcionaría espacio fiscal para permitir que el gasto público incentive el empleo y, al contar con el respaldo de un banco central independiente, la emisión no excedería límites pre-acordados.

Una segunda alternativa es la implementación de un programa de certificados fiscales que serían transferidos a los receptores a sus cuentas bancarias. Estos podrían ser usados para pagar impuestos a su vencimiento o descontarse en el mercado secundario. Este esquema permitiría financiar incrementos del gasto público y mejorar la competitividad de las empresas a través de la reducción de la carga impositiva.

Luiz Eduardo Melin (International Economic Synergies, Brasil)

Brasil ha sido un ejemplo de que, más allá de la globalización financiera y la liberalización de los flujos de capitales, existe lugar para la autonomía a la hora de tomar decisiones de política económica, tanto en el plano doméstico como en el internacional.

Las decisiones de política económica pueden afectar la evolución de distintas variables. Un ejemplo es la comparación de las políticas y resultados de la economía de Brasil del periodo 2004-2010 respecto de las del periodo 2011-2014. En la primera etapa se implementaron políticas de estímulo al consumo e inversión de los hogares (empleo y transferencias directas), mientras que en el segundo período se redujo el gasto público y se bajaron las tasas de interés con la expectativa de estimular la inversión privada.

Si bien el contexto internacional jugó un papel en ambos períodos, son las políticas locales implementadas las que marcaron el ritmo de la evolución de las variables económicas.

Yu Yongding (Chinese Academy of Social Sciences, China)

Existe una amplia divergencia entre lo que el mundo percibe y lo que China ha puesto en práctica para lidiar con el “trilema de imposibilidad”. En primer lugar, la rigidez del esquema no se adecua con la realidad ni con la práctica de la política económica. Existen puntos o configuraciones intermedias en los que los países se pueden ubicar en la búsqueda de la preservación de la autonomía de su política monetaria.

China pudo conservar al mismo tiempo la independencia de su política monetaria y controlar su tipo de cambio, en gran medida debido a su política de esterilización y a una cuenta de capital no totalmente liberalizada.

La crisis financiera internacional ha planteado nuevos desafíos como la reversión del carry trade. La respuesta frente a ellos es acelerar las reformas financieras domésticas, flexibilizar el tipo de cambio y desalentar los movimientos de capitales de corto plazo.

Panel 5 | Reestructuración de deudas externas

Domenico Lombardi (Centre for International Governance Innovation, Canadá)

A pesar de que en la historia reciente hubo gran cantidad de episodios de crisis de deuda, la legislación que trata sobre estos temas es una de las más incompletas. Eventos recientes dan cuenta de que las crisis de deuda soberana continuarán siendo un serio problema durante los próximos años, por lo que están surgiendo nuevos desafíos y oportunidades para regular la deuda soberana.

Entre los nuevos desafíos se pueden destacar los siguientes: la crisis europea ha demostrado que los efectos en los países ricos no se están disipando ni son más sencillos de resolver; el manejo de esta crisis ha dejado en evidencia los baches que existen en los contratos que gobiernan las deudas; la situación argentina ha generado incertidumbre en torno a los aspectos legales y a resoluciones sin sobresaltos; y, por último, la acumulación de niveles peligrosos de deuda en muchas naciones africanas. Entre las oportunidades se pueden mencionar: el rebalanceo de poder entre las naciones avanzadas y emergentes, lo que ha

dado lugar al surgimiento de nuevos actores; el FMI está tratando de reformar el marco que rige sus acuerdos de préstamos para lidiar mejor con las reestructuraciones de deuda; y la decisión de las Naciones Unidas de crear un marco legal multilateral para la resolución de crisis de deuda.

El tema de conflicto de intereses entre acreedores surge como uno de los más relevantes. Muchos inversores no sólo tienen posiciones de deuda, sino también seguros de default, por lo que podrían dificultar la resolución de las negociaciones, más aún en un contexto en el que no tienen obligación de dar cuenta de sus posiciones especulativas.

A futuro hay dos maneras de seguir, que no son excluyentes: dar más poder a los organismos multilaterales, lo cual ya probó no dar resultado, o reformar las normas que gobiernan las deudas soberanas. Si bien esto último podría resultar imperfecto, permitiría cierto grado de avance sobre el tema.

Lee C. Buchheit (Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton LLP, Estados Unidos)

En los últimos 200 años hubo una gran cantidad de reestructuraciones de deuda y nunca los inversores buitres habían logrado obstaculizar el cierre de las negociaciones. Esto respondía a que existían debilidades y fortalezas únicas que permitían un balance de poder en la negociación. Los soberanos no poseen una ley de quiebra a la cual puedan atenerse, lo que los vuelve vulnerables a acciones legales hostiles, pero como contrapartida tienen pocos activos embargables en el exterior, por lo que resulta difícil efectivizar una sentencia judicial negativa. Este balance de poder permitía alcanzar acuerdos.

Este balance de poder se vio alterado a partir de la sentencia del juez Griesa y su interpretación aberrante a la cláusula pari-passu. Esta cláusula hacía referencia pura y exclusivamente al ranking de los bonos y no a impedir tratos diferenciales por tipo de acreedor. El juez Griesa la interpretó como igualdad de pago entre acreedores, dándole por primera vez a los fondos buitres la capacidad de ir en contra del pago de otros acreedores. La decisión del juez alteró el balance de poder de la negociación.

A partir del caso argentino se comenzaron a incluir cláusulas de acción colectiva, que establecían que si el 75% de los acreedores aceptaban la reestructuración

todos debían aceptarla. Esto se restringía a cada bono en particular. Con la crisis griega surge un nuevo problema que es que cualquier inversor especulativo que comprara más del 25% de la deuda estaba en condiciones de bloquear la negociación de reestructuración de ese bono en particular, a pesar de tener una posición minoritaria.

En respuesta, los bonos comenzaron a incorporar una cláusula *pari-passu* más amplia y explícita que evita que pueda ser vuelta a interpretar en el modo que lo hizo el juez Griesa y, por otro lado, se pasó a cláusulas de acción colectiva agregada que hacen referencia a una clase de bonos en vez de a un bono específico.

En los próximos años son de esperar renegociaciones de deudas complicadas. Durante la crisis europea, para evitar un efecto negativo por contagio a otros países, los organismos supranacionales decidieron salir al rescate de las naciones más afectadas. Esto llevó a que la deuda pasara de manos del sector privado a manos de organismos multilaterales. Esto hará que no se puedan reestructurar o que sea muy difícil hacerlo, ya que quienes deberían afrontar las pérdidas no serían los inversores sino los estados que salieron al rescate de los países en dificultades. Otro factor de riesgo es el hecho de que la legislación que rige a los bonos que actualmente se comercializan en los mercados no puede ser modificada y está redactada bajo criterios anteriores a los surgidos con las reestructuraciones de Argentina y Grecia.

Carlos Marichal Salinas (El Colegio de México, México)

La deuda externa de los países tuvo su origen en los préstamos que realizaban la banca comercial a la monarquía en el siglo XVIII. La deuda externa soberana moderna surge entre los años 1822 y 1825. La mayor parte de los préstamos generados en este período fueron para las nuevas repúblicas latinoamericanas, Grecia y España, fueron emitidas en Londres y denominadas en libras esterlinas. Los primeros contratos establecieron el patrón que predominó durante los siguientes 200 años.

La primera suspensión de pagos se dio en 1826/27 como resultado del contagio de la crisis de Londres. Los países latinoamericanos no tenían suficientes ingresos fiscales para cubrir sus compromisos de deuda y suspendieron los pagos,

permaneciendo en esta situación por décadas. En el marco de bajos precios de la deuda por la cesación de pagos surgieron los primeros inversores buitres. Sin embargo, estos no fueron un obstáculo para la renegociación de las deudas.

Entre 1850 y 1873 surgió lo que podría considerarse como la primera globalización financiera moderna. El boom de comercio de esos años llevó a una fuerte expansión del crédito internacional, que marcó el primer flujo sostenido de capitales entre países. La gran mayoría de estos fondos fueron utilizados para trabajos públicos y ferrocarriles. Este ciclo se vio interrumpido como resultado de la primera crisis internacional en 1873.

Tras la finalización de la primera guerra mundial, en 1920 se registró un nuevo boom de crédito fundamentalmente hacia Alemania y los países latinoamericanos. Argentina, Brasil y Chile fueron los principales tomadores dentro de la región. Como resultado de la caída de la bolsa de New York en 1929 otros mercados también comenzaron a experimentar problemas.

El período comprendido entre 1950 y 1970 se caracterizó por no presentar el comportamiento cíclico de las décadas previas. En los setenta comenzaron a acumularse mayores niveles de deuda en los países latinoamericanos, marcando la primera fase de la nueva globalización financiera, liderada por los grandes bancos internacionales. El boom exportador de petróleo fue el principal propulsor de los flujos de portafolio. Este ciclo se vio interrumpido por la crisis de deuda de los ochenta de los países latinoamericanos. En este período también apareció con fuerza la literatura sobre deuda y finanzas. Durante los noventa se dieron algunas crisis pero la rápida intervención de los organismos multilaterales permitió una rápida resolución y no dieron lugar al surgimiento de posiciones fuertemente especulativas.

La historia nos muestra un comportamiento cíclico de la deuda, por lo que resulta necesario romper con este círculo vicioso en el futuro. En los últimos años la acumulación de reservas internacionales ha sido la política utilizada por una gran cantidad de gobiernos para contrarrestar los ataques especulativos, aunque esto tiene un elevado costo. El débil sistema financiero latinoamericano ha sido su talón de Aquiles en los últimos 200 años, por lo que resulta primordial su fortalecimiento.

Panel 6 | Reforma financiera o reestructuración financiera: el papel del crédito

Andrew Sheng (Fung Global Institute, Hong Kong RAE, China)

En los últimos años el mundo ha entrado en un escenario de tasas de interés bajas para el crédito global. En este contexto, las economías emergentes han sufrido las diversas políticas de expansión monetaria de las economías avanzadas (quantitative easing) con un menor crecimiento y una devaluación de sus monedas. A su vez, las regulaciones propuestas como respuesta a la crisis global no han sido capaces de resolver cuestiones estructurales.

En los últimos años se ha incrementado fuertemente el nivel de endeudamiento, sin que esto haya redundado en mejoras de la economía real. Entre las características perniciosas del actual estado del sistema financiero se encuentran: 1) la falta de inclusión en las finanzas, con grandes desigualdades en el acceso, ya que los ricos toman prestado a tasas favorables o con menores necesidades de colateral; 2) el financiamiento barato promueve la sobreutilización de recursos; 3) el exceso de liquidez premia a la especulación de corto plazo en contraposición a los ahorristas, beneficiarios de fondos de pensión y, en general, a los inversores de largo plazo.

Los balances de los bancos centrales han incrementado su peso en el total de los activos financieros globales. En las economías emergentes esto se ha dado por el incremento de las reservas. El papel de los bancos centrales en los últimos años ha sido de intervención para mantener la estabilidad en un contexto volátil. Su accionar está menos asociado al rol de prestamistas de última instancia sino que aparecen más bien como compradores de activos en pos de la estabilidad financiera.

El camino de complejizar la regulación como solución a los problemas estructurales no es satisfactorio pues no se trata meramente de "fallas de mercado" sino de fallas del sistema. Deben realizarse algunas reformas que apelan a mejores valores en la administración del sistema financiero, basándose en un cambio de incentivos: los bancos centrales deben comenzar a desarmar sus políticas expansivas, para que las tasas de interés sean determinadas por el mercado. Los reguladores deben ser más rígidos hacia los "malos prestamistas".

Avinash Persaud (Peterson Institute for International Economics, Estados Unidos)

El principal inconveniente de la economía internacional es su baja tasa de inversión. Esto es particularmente notorio en Europa, justamente donde más se requiere elevar la tasa de crecimiento de la economía.

Como soluciones a esta dinámica pueden plantearse las siguientes: 1) mayor utilización de la política fiscal expansiva; 2) la imposición de impuestos “pigouvianos” sobre los flujos financieros de corto plazo para desincentivarlos; y/o 3) reformular los criterios de solvencia vigentes en los actuales mecanismos de regulación financiera.

Sobre ese último punto hay que destacar que los inversores institucionales (fondos de pensión y empresas de seguros) cuentan en sus balances con activos financieros por un valor cercano a los US\$ 60 billones, pero están colocados en bonos soberanos que pagan rendimientos reales negativos. Esta conducta no surge de los mecanismos puros de mercado, sino de la imposición de elevados requerimientos de capital que les son impuestos a estos actores en el caso en el que decidan invertir en otros activos como, por ejemplo, en acciones corporativas.

Detrás de esa política de regulación se encuentra una concepción equivocada sobre la gestión del riesgo. Hay una excesiva avidez por la liquidez cuando para este tipo de instituciones lo relevante son los rendimientos de largo plazo. Por ende, lo conveniente es que cuenten con una cartera diversificada de activos corporativos, dado que el riesgo de iliquidez que enfrentan por la naturaleza de su actividad es mínimo.

Si se modificaran los incentivos en este sentido, el riesgo sería asignado adonde hubiera capacidad de absorberlo, el crédito se expandiría y con ello las inversiones productivas, lo que dinamizaría a las economías en su conjunto.

C.P. Chandrasekhar (Jawaharlal Nehru University, India)

El negocio bancario, cuando se enfrenta a préstamos de largo plazo, sufre de descalces de plazo y de liquidez. Sin embargo, la disponibilidad de financiamien-

to de este tipo es indispensable para el desarrollo. En este sentido, las economías encuentran distintos mecanismos para gestionar estos riesgos.

En la tradición anglosajona se separan las funciones de la banca comercial creando instituciones especializadas en la administración de préstamos productivos con extendidos plazos de madurez.

Por otra parte, Alemania y Japón formaron conglomerados de capital financiero y capital industrial. De esta forma, quienes concedían los préstamos productivos tenían información sobre las decisiones de management. De esta forma, se facilitaba el monitoreo y se reducían las ineficiencias típicas de los esquemas de agencia.

En los países en desarrollo típicamente se han creado instituciones financieras del tipo banca de desarrollo para financiar proyectos productivos de infraestructura de envergadura. Dos casos interesantes para contrastar en este respecto lo constituyen dos países que sintieron los efectos de las reformas neoliberales como son Brasil e India.

En el primer caso, pese a las reformas, el BNDES mantuvo un elevado protagonismo en la estrategia de desarrollo y fue empleado como instrumento contracíclico que le permitió al país suavizar los impactos de la crisis financiera global.

Por el contrario, en India la banca pública fue poco a poco desplazada por la privada. Si bien el crédito privado se elevó tanto para consumo como para proyectos de infraestructura, existe el riesgo de que los préstamos de largo plazo para el sector manufacturero no estén en su nivel óptimo.

Panel 7 | Los mandatos de los Bancos Centrales luego de la crisis

Adair Turner (IDEAS)

Es incorrecta la visión de un solo instrumento para un único objetivo. En particular, si se coloca el foco en las economías avanzadas, hay que considerar la importancia de tomar en cuenta los distintos receptores de crédito, que responden de manera diferente a ese único instrumento, la tasa de interés de política monetaria.

En 2007 los bancos centrales cumplían con las metas de inflación que se habían fijado y, con el estallido de la crisis, pasaron a convertirse principalmente en "prestamistas hipotecarios" de las familias.

Los agregados monetario son importantes, pero no por las razones que creen la mayoría de los economistas y que se vinculan con que son una variable que adelanta las presiones inflacionarias sino porque, más bien, son indicadores que anticipan el sobre endeudamiento y la depresión de la actividad económica y la deflación en un escenario de crisis.

Es por ello que no alcanza con que los bancos centrales se fijen un solo objetivo, sino que ante la existencia de diferentes tasas naturales de interés (para diferentes sectores de la economía y distintos tipos de crédito) se necesita tomar en cuenta cada canal crediticio, asignándole a cada uno su correspondiente instrumento.

Axel Leijonhufvud (University of California, Estados Unidos)

Hasta momentos previos a la crisis financiera global se creía que la tarea de ejecución de la política monetaria por parte de los bancos centrales era como una ciencia en la cual se contaba con un solo instrumento para alcanzar un único objetivo. En función al cumplimiento de la meta de inflación, se medía tanto el éxito como el fracaso de la política monetaria. En este sentido, se tomaba a los bancos centrales como entidades aisladas y neutras respecto de la política y de la situación fiscal.

El 2008, en palabras de Greenspan, hizo colapsar la teoría monetaria moderna. Y ya no es posible la vuelta a la "normalidad" de la política monetaria. Esto es, no va a ser posible hacer política monetaria como se hacía previo a 2008.

Por ello, los bancos centrales se encaminan a un "terreno desconocido" al tener que achicar su balance, sin que ello implique perturbar la recuperación económica y, al mismo tiempo, estar vigilantes al surgimiento de burbujas.

Jan Toporowski (University of London, Reino Unido)

Según Keynes, la circulación monetaria es impulsada por las decisiones crediticias de los bancos comerciales, donde la política monetaria cumple un rol funda-

mental. Por su parte, Kalecki sostiene que la circulación monetaria es impulsada por las decisiones de producción e inversión de las firmas, donde son las finanzas corporativas las que mantienen ese rol preponderante.

En este sentido, la economía neoclásica sostiene que los consumidores se encuentran en el centro del proceso económico, mientras que para Keynes y Schumpeter los protagonistas son el sistema financiero y los entrepreneurs.

El nivel de inversión de las empresas es el determinante del ciclo económico, el cual se ve afectado por la liquidez de los balances corporativos. La tasa de interés (tanto la de corto como la de largo plazo) no afecta el ciclo económico. Es por esto que la política monetaria en un esquema de metas de inflación se vuelve endógena.

Pateando el tablero: los países emergentes como dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones

Germán Reyes

UNLP

Facundo Sirimarco*

UNLP, UNSAM

Resumen

En este trabajo se estudia el desempeño económico de las economías emergentes en los últimos años y se postula que la mejora en dicho desempeño tuvo efectos de primer orden sobre las instituciones globales de dos formas distintas: cambiando las relaciones de poder entre los países avanzados y los países emergentes e incrementando la interdependencia entre las economías a nivel global. En primer lugar, se contrasta la evolución reciente de los países emergentes y los desarrollados analizando diversos indicadores económicos tales como el crecimiento del producto, el ahorro y la inversión, y los fenómenos a ellos asociados: los desbalances globales y la acumulación de reservas; tratando de explicar el comportamiento observado en cada uno de los casos. Por otro lado, se analiza la manera en la que los aspectos económicos influyeron

* Los autores agradecen a Martín Guzmán por las reiteradas discusiones que dieron pie a este trabajo, y a los comentarios y sugerencias de un referí anónimo. Germán Reyes asimismo le agradece a la Dirección Provincial de Estudios y Proyecciones Económicas (DPEPE) del Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires y al Centro de Estudios Distributivos Laborales y Sociales (CEDLAS) de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP) por promover un ambiente colaborativo que fomenta la discusión de ideas. Facundo Sirimarco agradece en igual sentido al Departamento de Economía de la UNLP y a la Maestría en Desarrollo Económico de la Universidad Nacional de San Martín (UNSAM). Las opiniones expresadas en el presente documento reflejan los puntos de vista de los autores y de ninguna forma comprometen con las de las instituciones a las que pertenecen ni se corresponden necesariamente con las del BCRA y sus autoridades. Emails: german.reyes@econo.unlp.edu.ar y facu_89_2@hotmail.com.

para que los países emergentes tengan un rol más importante en la gobernanza global, haciendo hincapié en los cambios institucionales más importantes que acontecieron en los últimos años, tales como el establecimiento del G20 como principal foro de discusión global y los cambios que éste impulsó en el rediseño de la arquitectura financiera internacional. Finalmente se analizan algunos de los desafíos pendientes por resolver.

Clasificación JEL: E02, F02, F33.

Palabras clave: economías emergentes, G20, gobernanza global.

Kicking the Board: Emerging Economies as an Engine of Global Economy and its Institutions

Germán Reyes

UNLP

Facundo Sirimarco

UNLP, UNSAM

Summary

This paper analyses the economic performance of emerging economies in recent years and concludes that their improvement has had direct effects on global institutions in two ways: changing the balance of power between advanced countries and emerging countries and increasing the interdependence between economies worldwide. In the first place, the recent developments in emerging and developed countries is contrasted analyzing various economic indicators such as GDP growth, saving and investment, and their related phenomena: global imbalances and international reserves accumulation; trying to explain the behavior observed in each case. On the other hand, the way in which these economic aspects have allowed the emerging countries to play a greater role in global governance is analyzed, emphasizing the most important institutional changes that occurred in recent years, such as the creation of the G20 as the main forum for global discussion and the changes it imposed in the redesigning of the international financial architecture. Finally, some of the remaining unresolved challenges are discussed.

JEL: E02, F02, F33.

Keywords: emerging economies, G20, global governance.

I. Introducción

En los últimos años, el conjunto de países al que se denomina *emergentes* ha tenido un desempeño económico sin precedentes. Estos países han logrado tasas de crecimiento, ahorro e inversión significativamente más altas que las de las economías avanzadas, constituyéndose en el principal motor de crecimiento global y llevando a cabo así un proceso de convergencia hacia los países desarrollados.¹

El destacable desempeño de los países emergentes generó efectos de primer orden sobre la gobernanza global, es decir, sobre la toma de decisiones conjunta entre los países del mundo, de dos formas complementarias.

En primer lugar, la evolución económica de los países emergentes ha intensificado la interdependencia global. Durante la última década, estas economías han tenido elevadas tasas de inversión e incluso tasas mayores de ahorro interno, generando como contrapartida holgados superávits comerciales. Las principales manifestaciones de estos hechos han sido los fuertes desbalances globales (una parte de ellos entre los países desarrollados y los emergentes) y la fuerte acumulación de reservas internacionales que han llevado a cabo las economías emergentes en los años recientes.

En segundo lugar, hubo un cambio en las relaciones de poder desde los países avanzados hacia los países emergentes. Hechos como la consolidación del G20 como principal foro de discusión de la economía global, del cual participan numerosos países emergentes, dan muestra de un cambio en la relación de poderes a nivel mundial: las economías emergentes juegan un rol cada vez mayor en la gobernanza y en las determinaciones de las instituciones globales.

A través de entidades como el G20, los países emergentes tuvieron logros significativos en diversos aspectos institucionales durante los últimos años, tales como la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, la obtención de recursos adicionales en los organismos multilaterales de crédito y una participación activa en su reforma. Sin embargo, aún queda un largo camino por recorrer. En los foros de gobernanza global no se ha discutido un diseño más adecuado del sistema monetario internacional que lidie con el problema de los desbalances

¹ En el Anexo se enumeran los países que pertenecen a los grupos de los emergentes y de los desarrollados.

globales; la arquitectura financiera internacional (AFI) aún presenta numerosas debilidades, y queda pendiente el desafío de seguir aumentando la voz y representatividad de los países en vías de desarrollo en los foros de discusión internacional y en los organismos multilaterales sin que estos pierdan efectividad.

Además de esta introducción, el resto del trabajo se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección se describen las principales características económicas de los países emergentes y se analizan dos hechos estilizados de los últimos años. En primer lugar, el alto crecimiento económico de estos países, en donde se destaca el rol que cumplen las economías emergentes como dinamizadoras de la demanda global, con énfasis tanto en las altas tasas de inversión como de ahorro interno que permitieron dicho crecimiento. En segundo lugar, su patrón de inserción internacional —íntimamente relacionado con el punto anterior—, en donde se hace énfasis en el fenómeno de los desbalances globales y en la política de acumulación de reservas. A su vez, se documentan diversas explicaciones que la literatura ha ofrecido para dar cuenta de estos fenómenos.

En la tercera sección se analiza el rol de los países emergentes en el marco institucional global. Por un lado se estudia la transición del G7 al G20 como principal foro de discusión a nivel mundial y el rebalanceo que implicó dicho cambio en las relaciones de poder entre países desarrollados y emergentes. En dicho marco se analizan las principales características del G20, así como las ventajas de este foro en términos de representatividad, diversidad y legitimidad. Posteriormente, se examinan las funciones y debilidades de la AFI, se plantean algunas propuestas en pos de su mejora, se muestran los avances realizados por el G20 en su reforma y se finaliza con algunos de los desafíos pendientes en el plano de la gobernanza global. Por último, la cuarta sección ofrece las reflexiones finales.

II. La inserción de los países emergentes en la economía internacional

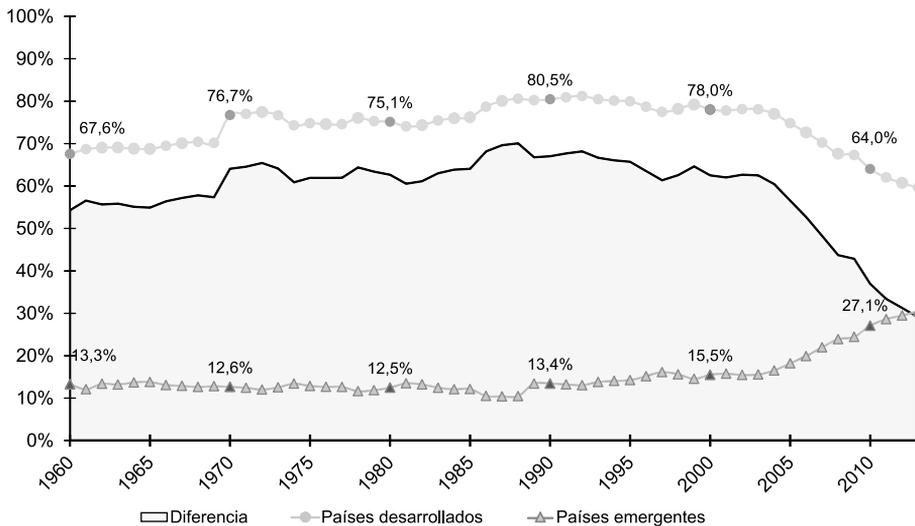
En los últimos años las economías emergentes han tenido un desempeño económico sin precedentes que se ha visto reflejado en diversas dimensiones. A lo largo de esta sección se muestra que durante la última década los países emergentes tuvieron tasas de crecimiento significativamente más altas que las de los países desarrollados, constituyéndose como el principal motor de crecimiento global y llevando a cabo así un proceso de convergencia hacia las economías

avanzadas. Asimismo, se muestra que asociadas a dichas tasas de crecimiento se encuentran niveles elevados de inversión y niveles aún mayores de ahorro interno, generando como resultado elevados superávits de cuenta corriente. Así, la evolución económica de los países emergentes ha intensificado la interdependencia global, siendo las principales manifestaciones de este fenómeno los fuertes desbalances globales (en gran parte entre las economías avanzadas y las emergentes) y la potente acumulación de reservas internacionales que han llevado a cabo los países emergentes durante los últimos años.

II.1. El ascenso de las economías emergentes

Históricamente, los países que hoy son considerados como avanzados han disfrutado de un desempeño económico sobresaliente. Son los que han estado a la cabeza de indicadores tales como crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), inversión y participación en el comercio mundial durante gran parte del siglo pasado. Por su parte, las economías que hoy se denominan emergentes registraban tasas de crecimiento del PIB, en promedio, menores a las de los países avanzados.

Gráfico 1 / Participación de los países desarrollados y emergentes en el producto global (1960-2013)



Fuente: Indicadores del Desarrollo Mundial, Banco Mundial.

Como se aprecia en el Gráfico 1, este patrón no sólo evitó el proceso de convergencia entre los dos grupos sino que, al contrario, aumentó la participación en el producto mundial de los países desarrollados en detrimento de los emergentes hasta finales de los 80. Sin embargo, en las últimas décadas —especialmente a partir de los 2000— se ha verificado un marcado quiebre de tendencia en el patrón establecido. Los países emergentes han aumentado su tasa de crecimiento con respecto a la de los países desarrollados, logrando así reducir la brecha en términos de nivel de vida con respecto a los países avanzados.

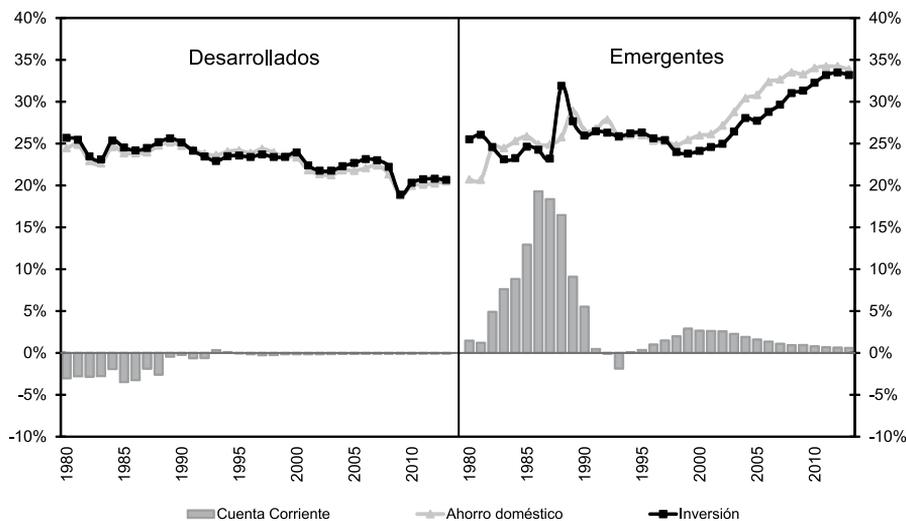
Esta tendencia empezó a cobrar trascendencia hacia finales de los años 80, pero se aceleró particularmente durante la década de los 2000. En efecto, como se aprecia en el Cuadro A1 del Anexo, los países emergentes han sido los principales motores del crecimiento durante esta última etapa. En términos de crecimiento del PIB, las economías emergentes mostraron un ritmo ascendente a lo largo del periodo analizado, mientras que los países desarrollados en su conjunto evidenciaron una desaceleración. Este diferencial de tasas de crecimiento económico tuvo un impacto directo en otras dos variables: la participación en el producto mundial y la tasa de crecimiento del PIB per cápita.

Con respecto a la primera de estas variables, se observa que los países desarrollados perdieron participación a lo largo del tiempo y que esta tendencia se profundizó en la última década, donde resignaron más de siete puntos porcentuales. La situación es totalmente contraria para las economías emergentes, que pasaron de representar, en promedio, el 12% del producto mundial en los 80, a 14,4% en los 90 y llegaron a un notable 20,4% en los 2000. El PIB per cápita, por su parte, permite ver aún con mayor nitidez el proceso de convergencia, ya que se observa que la tasa de crecimiento de los emergentes ascendió notablemente, sobrepasando a la tasa de crecimiento de los países desarrollados durante los 2000. Estos últimos, en cambio, conservaron una tasa decreciente a lo largo del tiempo, cayendo bruscamente en la última década de 2,4% a 1,6%.

En términos de comercio internacional se verifica la misma tendencia. Los países desarrollados vieron caer su participación en el comercio mundial a lo largo de toda la etapa estudiada de 71,8% en los 80 a un 65,3% en los 2000, mientras que la participación de los países emergentes aumentó de manera permanente en todo el periodo bajo análisis, pasando de 9,3% en los 80 a un 21,3% en los 2000, lo cual refleja que los avances económicos logrados por los emergentes se han dado en un marco de mayor integración a la economía mundial.

Una de las razones por las que los países emergentes han experimentado mayores tasas de crecimiento que los países desarrollados está vinculada al efecto económico de mantener elevadas tasas de ahorro e inversión a lo largo del tiempo. Como se observa en el Gráfico 2, las tasas de ahorro e inversión de los países emergentes mostraron una fuerte tendencia creciente a lo largo de las últimas tres décadas, alcanzando en el 2013 un promedio cercano a un tercio de su propio producto, equivalente a poco más del 10% del producto mundial. En contraste, los países avanzados evidenciaron una tendencia levemente decreciente a lo largo del periodo analizado y, si bien como porcentaje del producto mundial sus tasas de ahorro e inversión son superiores a la de los emergentes, como se puede ver en el Gráfico 2, en términos de su propio producto dichas cifras son notablemente inferiores a las de las economías emergentes (en torno a un quinto de su propio producto).

Gráfico 2 / Ahorro doméstico e inversión (1980-2013 - En porcentaje de su propio producto)



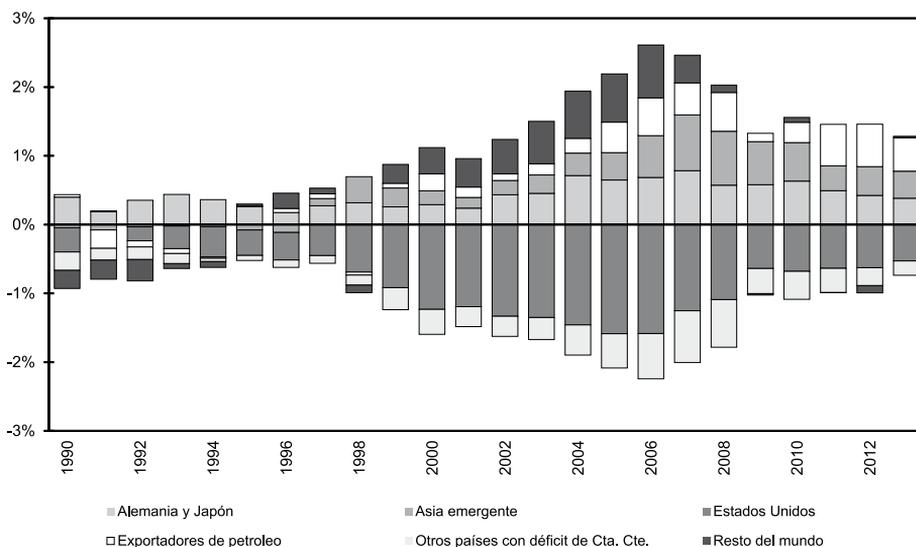
Fuente: Indicadores del Desarrollo Mundial, Banco Mundial.

Las discrepancias entre los niveles de ahorro doméstico e inversión son la contrapartida de la cuenta corriente, variable íntimamente ligada a dos fenómenos de importancia creciente y significativa en el sistema económico global: los desbalances globales y el patrón internacional de acumulación de reservas. A continuación se estudia la significatividad de ambos fenómenos.

II.2. Los desbalances globales

Según la teoría económica estándar, los flujos de capitales deben ir desde los países más desarrollados a los menos desarrollados. La razón es intuitiva: los países en vías de desarrollo tienen menores *stocks* de capital, por lo que la productividad marginal de invertir en ellos es mayor que la de invertir en los países más avanzados. Sin embargo, esta predicción no se observa en la realidad. En la última década se ha observado que los flujos de capitales se han direccionado de manera persistente desde los países en vías de desarrollo a los países desarrollados. Estas posiciones divergentes de cuenta corriente conllevan distorsiones significativas respecto a la asignación del ahorro mundial, situación conocida como el fenómeno de los *desbalances globales*.

Gráfico 3 / Cuenta corriente en distintas regiones del mundo (1980-2013 - En porcentaje del producto mundial)



Nota: Asia emergente está compuesto por Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; el grupo de los países exportadores de petróleo está compuesto por Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, Emiratos Arabes Unidos, Iraq, Irán, Kuwait, Libia, Omán, Qatar y Yemen; el grupo de otros países con déficit de cuenta corriente está compuesto por Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumania y Turquía.

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, Fondo Monetario Internacional.

Como se puede observar en el Gráfico 3, hasta mediados de los noventa los distintos países del mundo no presentaban desequilibrios significativos en sus posiciones de cuenta corriente. Tanto las economías emergentes asiáticas (entre las que se encuentra China) como la región occidental tenían déficits externos de magnitudes similares. Tal situación externa también se repetía en los países de Europa emergente, aunque a una escala menor.

Entonces, ¿qué hizo que cambiara esta situación?, es decir, ¿por qué surgieron los desbalances globales? Para dar respuestas a estas preguntas es necesario analizar tanto los factores que impulsaron a las economías emergentes a tener superávits de cuenta corriente, así como aquellos que permitieron que los países desarrollados absorbieran el exceso de ahorro. La conjunción de ambos factores fue lo que determinó que los desbalances globales se constituyeran como un fenómeno de equilibrio durante la última década (Obstfeld y Rogoff, 2009).

Uno de los primeros factores que influyó en las cuentas externas de los países emergentes durante la última década fue el incremento en el precio internacional de los commodities —influenciado, en parte, por el ascenso de China como uno de los principales importadores de commodities a nivel global—, el cual tuvo como efecto inmediato una importante mejora en la cuenta corriente de los países exportadores de dichos bienes.

Otro factor —propuesto por algunos autores como Bernanke (2005)— para explicar los desbalances globales es el excesivo ahorro o “*saving glut*” de las economías emergentes. Durante la recuperación de la crisis asiática, tanto el ahorro como la inversión de los países asiáticos emergentes retomaron los niveles previos a la crisis. Sin embargo, en los años subsiguientes, impulsado por los términos de intercambio favorables, el ahorro creció a tasas muy superiores con respecto a la inversión. De este modo, los superávits externos de los países asiáticos se consolidaron de forma persistente. Sin duda, uno de los casos más destacables es el de China: mientras que en el 2000 el superávit chino daba cuenta de alrededor de la mitad del superávit externo agregado de los países asiáticos emergentes, tan sólo media década después casi daba cuenta de su totalidad. Para ese entonces, el superávit del gigante asiático —en conjunto con el de los países exportadores de petróleo— se había convertido en la principal contraparte del déficit externo global.

Un factor final se asocia a la política cambiaria con un objetivo de tipo de cambio real competitivo y estable perseguida por varias economías emergentes asiáticas, en vistas a lograr superávits comerciales mediante un mayor dinamismo de la producción exportable. Si bien el pionero en este tipo de políticas fue Japón, gran parte de los países asiáticos —China incluido— han replicado la lógica de orientar la economía hacia las exportaciones con el fin de explotar las economías de escala en la producción y ascender en la escala de valor agregado.

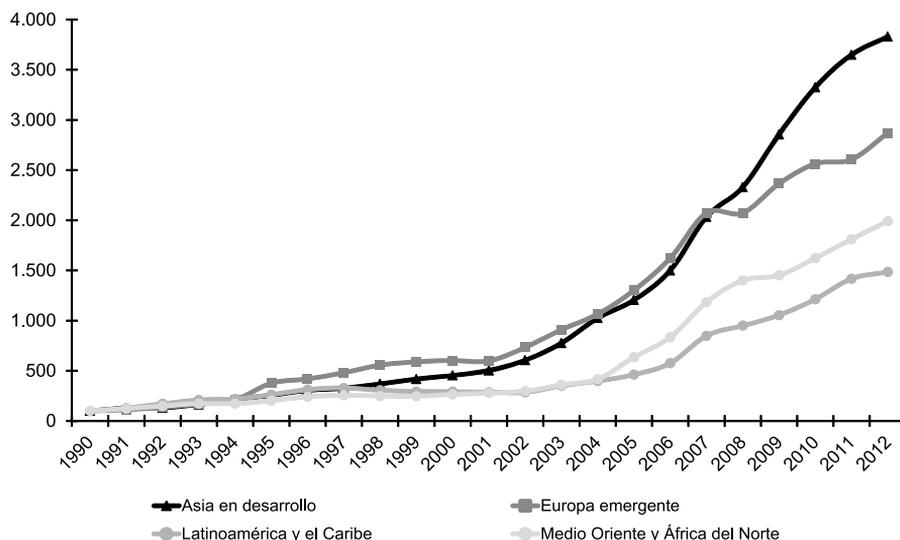
Es importante notar que, como se observa en el Gráfico 3, en los últimos años se ha dado una reconfiguración de los desbalances globales como consecuencia de la crisis mundial. Sin embargo, el nivel actual de los desbalances globales sigue siendo un problema que atenta contra la estabilidad global, ya que los superávits externos de China siguen siendo considerables. Los elevados montos de ahorro del gigante asiático propician que la tasa de interés global se mantenga en niveles bajos, creando las condiciones para la posible generación de burbujas en los mercados.

En síntesis, la magnitud de los desbalances globales refleja la fragilidad subyacente del sistema monetario global. Para lidiar con tal inconsistencia se necesitan reformas en los sistemas regulatorios nacionales. Tal como plantea Bini Smaghi's (2008): *“Los desbalances externos son a menudo un reflejo, y hasta una predicción, de los desbalances internos. La política económica (...) no debería ignorarlos, y asumir que se regularán solos”*. Es por esto que indefectiblemente debe haber cambios en el sistema monetario internacional con el fin de mitigar los desbalances globales en el futuro (Mc Kinnon, 2008).

II.3. La acumulación de reservas internacionales

Otra de las consecuencias de los superávits de cuenta corriente de los países emergentes que con mayor claridad refleja la importancia adquirida por éstos en la última década ha sido la política de acumulación de reservas internacionales que han llevado a cabo. En efecto, como se nota en el Gráfico 4, los países emergentes incrementaron notablemente sus niveles de reservas internacionales hasta la actualidad, especialmente los países asiáticos, los cuales exhibieron las mayores tasas de crecimiento dentro del grupo de las economías emergentes (ver Gráfico A1 del Apéndice).

Gráfico 4 / Reservas Internacionales en distintas regiones emergentes (1990-2012 - Índice 1990 = 100)



Nota: Asia en desarrollo está compuesto por Bangladesh, Birmania, Bután, Brunei Darussalam, Camboya, China, Corea del Sur, Filipinas, Fiyi, Hong Kong, India, Indonesia, Islas Salomón, Laos, Malasia, Maldivas, Micronesia, Mongolia, Myanmar, Nepal, Papúa Nueva Guinea, Samoa, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, Timor Oriental, Tonga y Vietnam. Europa Emergente está compuesto por Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumania, Turquía y Serbia. Latinoamérica y el Caribe está compuesto por Antigua y Barbuda, Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Haití, Honduras, Jamaica, Las Bahamas, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. Medio Oriente y África del Norte está compuesto por Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Irak, Jordania, Kuwait, Libano, Libia, Marruecos, Mauritania, Omán, República Árabe Unida, Sudán, Túnez, Yemen y Yibuti.

Fuente: Indicadores del Desarrollo Mundial, Banco Mundial.

Ahora bien, cabe preguntarse qué se encuentra específicamente detrás de dicha estrategia de acumulación, es decir: ¿por qué los países acumulan reservas? Y sobre todo: ¿qué ha hecho que la tasa de acumulación de los países emergentes se acelere en los últimos años con respecto a las economías desarrolladas? Para dar respuesta a estos interrogantes es necesario analizar tanto factores de oferta como de demanda.

Cuando se habla de factores de oferta se hace referencia a la generación de liquidez global asociada al régimen monetario internacional y al rol que concomitantemente han jugado los desequilibrios globales en tal generación. Por otro lado, cuando se hace referencia a factores de demanda se pone la atención en motivos transaccionales, precautorios y aquellos que están relacionados con

el respaldo del régimen cambiario específico elegido en cada país. En suma, se trata de dilucidar si la acumulación se debe a una decisión de “demanda individual” o bien si está determinada por lo que ocurre con la “oferta global de liquidez”; o, lo que en principio parece más razonable, se debe a una complementariedad de ambas razones (Bastourre, Carrera, Ibarlucia y Redrado, 2006).

Al referirnos a la generación de liquidez global, es necesario dar cuenta brevemente de la relación que se ha entablado a lo largo del tiempo entre el país que se ha constituido como oferente de servicios de liquidez y el resto de los países que actúan como demandantes de tal servicio. En este sentido, se pueden identificar tres periodos con características distintivas: i) Bretton Woods o patrón dólar fijo (1948-1973); ii) Patrón dólar flotante (1974-1998); y iii) Desequilibrios globales (1999-actualidad).

El primer periodo se caracterizó por un régimen mundial de tipos de cambio fijos entre las monedas de los distintos países con el dólar estadounidense y una paridad fija de esta última moneda con el oro. Las reservas constituían un activo que cumplía las veces de amortiguador frente a *shocks* externos, que venían sobre todo por el lado de la cuenta corriente en un marco mundial de baja movilidad de capitales y controles cambiarios. Adicionalmente, durante este periodo, la creciente necesidad de divisas para financiar la expansión del comercio mundial requería la generación constante de déficits de cuenta corriente por parte de Estados Unidos. Tal situación llevó a que ya en 1973 las presiones sobre la moneda norteamericana se hicieran insostenibles, produciéndose finalmente el abandono del patrón de convertibilidad fija entre el oro y el dólar.

Con la posterior implantación de un régimen de dólar flotante, cabía esperar, al menos en términos teóricos, que los distintos países disminuyesen la acumulación de reservas internacionales; es decir, la adopción de tipos de cambio flotantes sería una herramienta suficiente para amortiguar los impactos provenientes de los *shocks* externos, volviendo de esta forma superflua la necesidad de contar con elevados *stocks* de reservas internacionales. Sin embargo, lejos de disminuir, la tasa de acumulación de reservas se incrementó a partir de 1973 y durante el periodo de los desbalances globales se ha acelerado notablemente, en su mayor parte en las economías emergentes luego de las crisis asiáticas. En este sentido, Calvo y Reinhart (2002) sostienen que este grupo de países evidencian un fenómeno denominado “miedo a flotar”, según el cual aun cuando *de jure* declaran regímenes flexibles de tipo de cambio, en los hechos inter-

vienen habitualmente en los mercados cambiarios. De este modo se presenta, de hecho, una mayor intervención en el mercado cambiario bajo los regímenes flexibles que en los casos de regímenes fijos.

¿Cómo se explica esta paradoja? La literatura ha ensayado distintas respuestas: Frenkel (1983) sostiene que bajo el régimen de Bretton Woods los países no implementaron fijaciones estrictamente puras sino que más bien siguieron arreglos con características de “paridades ajustables”, en tanto que en la etapa posterior tampoco implementaron flotaciones perfectas sino que llevaron a cabo “flotaciones administradas”. Es decir, que previamente los regímenes cambiarios no eran tan fijos ni en la actualidad son tan flexibles, por lo que desde este punto de vista no se habría producido ningún cambio estructural en el sistema monetario internacional.

Por otro lado, Grimes (1993) argumenta que incluso bajo un régimen de flotación pura existe la probabilidad de que un banco central decida volver a un tipo de cambio fijo o a uno de flotación administrada. La lógica detrás es que si existe incertidumbre para conseguir financiamiento externo, el paso de un régimen a otro (con la intervención en el mercado de cambios que eso implicaría) es solamente factible si se cuenta con un *stock* de reservas en el periodo presente. No obstante, el autor no logra dar cuenta de la aceleración en la acumulación de reservas que se verificó en la última década.

Pareciera entonces que se debe buscar la explicación de la paradoja en otros procesos que se desarrollaron en forma paralela a la flexibilidad cambiaria adoptada en el periodo posterior a Bretton Woods. En este sentido, los desbalances globales constituyen un aspecto crucial en la comprensión del patrón de acumulación mundial de reservas.

Del análisis surge entonces que la forma de generar e inyectar liquidez en la economía mundial no se ha modificado en su esencia con el abandono de Bretton Woods, es decir, se sigue necesitando que el país que cuenta con la moneda usada casi exclusivamente en las transacciones comerciales y financieras transnacionales (Estados Unidos con el dólar), opere con déficits de cuenta corriente con el objeto de financiar la expansión del comercio mundial. Dicha situación explica el funcionamiento del régimen monetario internacional de la actualidad, asociado a la presencia de los desbalances globales analizados en la sección anterior. Sin embargo, la continuidad de este patrón de complementariedad in-

ternacional resulta paradójico: los países emergentes han acumulado reservas para intentar salvaguardarse de un eventual ajuste global de los desbalances que afectaría la inversión externa, la producción y el comercio mundial, pero indudablemente tal acumulación precautoria genera por sí misma cada vez más presiones conducentes al desequilibrio del sistema.

Por otra parte, enfocando el estudio por el lado de la demanda de reservas se debe mencionar que las respuestas teóricas han cambiado a lo largo del tiempo, de acuerdo al contexto internacional imperante en los distintos periodos históricos antes mencionados. Así, se puede distinguir en principio entre una visión tradicional y una visión moderna. El desarrollo de la primera de las posturas debe enmarcarse dentro de las décadas en que perduró el régimen de Bretton Woods, cuando la movilidad de capitales era relativamente baja, y por consiguiente, el acento para la posesión de reservas estaba puesto en su mayor parte en la variabilidad de la cuenta corriente y en los motivos transaccionales derivados del crecimiento del comercio mundial. Como señalan Bastourre *et al.* (2006), en esos años, frente a un problema de ajuste externo (déficit de cuenta corriente), los países tenían básicamente tres opciones: i) financiarlo con reservas; ii) llevar a cabo políticas de redirección del gasto (aumento del tipo de cambio, tarifas, etc.) o iii) reducir de algún modo la absorción interna. Como queda patente, la elección de la primera alternativa es la que minimiza los costos de empleo, producción y cambios de precios relativos. De este modo, las reservas permiten enfrentar un problema externo sin descuidar por eso la consecución de los objetivos internos y a la vez se tiene que, en el caso de que el *shock* externo se revele como de carácter permanente, las reservas posibilitan al país el alargamiento de plazos necesario para llevar a cabo el ajuste pertinente.

Ahora bien, con el abandono del régimen de Bretton Woods y la adopción de tipos de cambio flotantes constituidos como amortiguadores de los *shocks* de balance de pagos, el papel de las reservas quedó relegado a un segundo plano en el estudio académico. Sin embargo, producto de los problemas financieros asociados a liberalización de la cuenta capital y especialmente luego de las crisis asiáticas, la visión académica moderna centró el estudio de la demanda de reservas en nuevos aspectos. Así, la volatilidad, el contagio financiero y sobre todo las interrupciones repentinas del financiamiento externo (Calvo, 1998) se revelaron como los fundamentos para la acumulación de reservas.

En este sentido, la literatura brinda un principio de justificación de por qué son los países emergentes los que más acumulan reservas durante esta etapa. En efecto, este grupo de países (a diferencia de las economías avanzadas) son los que no tienen garantizado el acceso al crédito internacional de manera permanente, por lo que les resulta de primordial importancia contar con *stocks* de activos externos que hagan las veces de amortiguador frente a cambios repentinos en las condiciones externas (Aizenman y Marion, 2003).

En esta línea Bastourre *et al.* (2006) señalan que existen principalmente tres canales por los que las reservas cumplen su actual función precautoria: i) como seguro frente a interrupciones repentinas del crédito internacional; ii) como herramienta para prevenir crisis financieras; y iii) como factor que reduce el diferencial de tasas y el riesgo de *default*.

Con respecto al primer canal, Jeanne y Rancière (2005) formalizan la idea de que recurrir a las reservas le permite a un país suavizar los ajustes internos de absorción y producción que provocan los *sudden stops* y al mismo tiempo permiten disminuir la probabilidad de enfrentar crisis en el futuro. A su vez, Rodrik (2006) sostiene que luego de las crisis asiáticas los países emergentes ya no pueden confiar más en los organismos multilaterales de crédito o en una posible reforma de la AFI y que, por lo tanto, su mejor opción es contar con abultados *stocks* de activos externos que les permitan estar mejor preparados para afrontar los posibles ataques especulativos contra sus monedas.

En relación a la función preventiva de las crisis financieras, Distayt (2001) introduce la demanda de reservas dentro de la lógica de los modelos de crisis de segunda generación. En ese sentido, las reservas funcionarían como elemento disuasorio de los ataques especulativos cuando los fundamentales de la economía se encuentran en la zona de equilibrio intermedio característica de estos modelos.

Al respecto del último canal mencionado, Ben-Bassat y Gottlieb (1992) resaltan la relación entre los costos de *default* de deuda pasados y la demanda de liquidez internacional. El argumento es que aquellos países que incurrieron en *default* de deuda deberían tener más reservas para compensar los perjuicios financieros asociados al pasado. Aguirre, López, Naudon y Soto (2004) invierten la causalidad y sostienen que las reservas son una variable que las calificadoras

internacionales sopesan en el momento de evaluar la deuda soberana de un país, por lo que, más acumulación significaría entonces menor riesgo.

Sobre este punto Turner y Moreno (2004) plantean que la acción de las calificadoras provoca una especie de “batalla por las reservas”, en la que los países se logran revelar como solventes para el mercado financiero sólo si tienen igual o más volúmenes de reservas que aquellos países de similares características. Es decir, que vendría a operar entre los Estados un “efecto de imitación” sobre la acumulación de reservas.

En línea con todos estos factores mencionados, empíricamente se observa una especie de relación de “U” invertida o curva de Kuznets entre nivel de desarrollo y la acumulación de reservas (Bastourre *et al.*, 2006). Por un lado, se verifica que los países de ingreso bajo son más cerrados tanto en el plano comercial como en el plano financiero, por lo que no necesitan contar con reservas por motivos precautorios. Por otro lado, los países más avanzados tienen economías más abiertas, no sufren restricciones de liquidez en el mercado internacional de crédito, poseen mayor profundidad financiera y regímenes de flexibilidad cambiaria más sólidos. Todas estas características le restan importancia a la necesidad de contar con grandes *stocks* de activos externos que cumplan las veces de amortiguador, ya que estas economías pueden enfrentar los *shocks* adversos combinando en distinta medida la flexibilidad cambiaria con los préstamos internacionales. En el medio se encuentran los países emergentes, los cuales encuentran limitado su acceso al mercado internacional de capitales y sufren *shocks* de grandes dimensiones que no alcanzan a absorber recurriendo a la flexibilidad cambiaria. De este modo, para este último grupo de países, contar con reservas se constituye como la principal herramienta para enfrentar los riesgos asociados a la liberalización de la cuenta capital.

Es importante notar que, recurrir a la acumulación de reservas con el fin de asegurarse ante posibles *shocks* externos adversos constituye una solución de segundo mejor. Una solución superior la brindaría un organismo internacional que administrara un gran conjunto de activos de liquidez internacional explotando al máximo las economías de escala en la diversificación del riesgo. Sin embargo, como muestra la experiencia reciente, los organismos multilaterales se han revelado incapaces de llevar a cabo tal empresa y en este sentido cobra importancia el nuevo rol tomado por los países emergentes en la reforma de la AFI.

III. La influencia de los países emergentes en la gobernanza global

Los cambios abruptos en el sistema económico internacional requieren la adaptación e innovación del sistema de gobernanza global, es decir, del manejo colectivo y global de problemas internacionales comunes. En los últimos años se han observado dos tendencias conducentes al cambio. En primer lugar, se evidencia una mayor interdependencia a nivel global, lo cual genera un conjunto de desafíos conectados entre sí. Como se vio, el impulso de los países emergentes alteró los patrones de comercio e inversión y contribuyó a un mayor crecimiento global, pero a la vez agravó los desbalances entre los países superavitarios y deficitarios y generalizó el fenómeno de acumulación de reservas en los países emergentes. Más aún, esta interdependencia traspasa la dimensión económica y abarca temas tales como la energía, el medio ambiente y la gestión de los recursos comunes.

En segundo lugar, hubo un rebalanceo en las relaciones de poder desde los países avanzados hacia los países emergentes, debido en gran parte a los resultados económicos vistos en la segunda sección. De la configuración resultante surge un sistema heterogéneo, en donde los viejos centros de poder poseen prioridades y miradas del mundo distintas a las de los países emergentes, por lo que las instituciones y reglas del juego impuestas hegemónicamente por los primeros empiezan a ser cuestionadas. Este nuevo sistema económico posee la característica de tornarse multipolar, prueba de que los países emergentes están adquiriendo mayor protagonismo en la toma de decisiones a nivel global (Grevi, 2010).

La conjunción de estas dos tendencias a escala global desencadenó la transición hacia una nueva configuración en las instituciones del sistema económico internacional. Así, la gobernanza global ha entrado en una etapa de adaptación a la creciente influencia de los países emergentes. Sin embargo, es sumamente difícil lograr acuerdos respecto a cómo deben funcionar los mecanismos de cooperación internacional. La crisis económica internacional impactó de manera diferenciada entre los países avanzados y emergentes, haciendo que ambos grupos se presenten con distintas prioridades en la mesa de discusión.

Por un lado, los países avanzados sufrieron grandes colapsos de sus sistemas bancarios y financieros, por lo que han concentrado sus esfuerzos en el fortalecimiento de la regulación y la supervisión en las finanzas. En cambio, los

países emergentes fueron afectados fundamentalmente por la abrupta caída del comercio, consecuencia tanto de la expansión de las medidas comerciales proteccionistas (Tussie, 2010) como de la retracción de los flujos de capital hacia las economías avanzadas —fenómeno conocido como “*flight to quality*”—, por lo que sus esfuerzos se han concentrado en evitar que se sigan expandiendo las medidas restrictivas del comercio y en conseguir que las instituciones financieras internacionales extiendan su asistencia crediticia, compensando de este modo la fuga de capitales.

De esta forma se vislumbran claros límites a las negociaciones multilaterales. Lo más probable es que los cambios en la gobernanza global se produzcan de manera lenta y gradual, mientras que la necesidad de una gestión eficaz de los problemas globales es más alta que nunca debido a que los desafíos centrales están interconectados sistémicamente.

III.1. El G20: trazando el camino

El grupo de los 20 (G20), autodefinido en la cumbre de Pittsburgh del 2009 como “*el principal foro para la cooperación económica internacional en los asuntos más importantes de la agenda económica y financiera global*”, es una de las instituciones internacionales que surgieron de manera relativamente reciente para liderar la toma de decisiones a nivel global. Su tarea no es competir con las organizaciones multilaterales existentes ni reemplazar a los cuerpos informales y plurilaterales que han emergido en los últimos años, sino cooperar con dichas instituciones para gobernar un mundo complejo, incierto e interconectado. Los objetivos del G20 son coordinar las políticas entre sus miembros con el fin de lograr un crecimiento sustentable y estabilidad económica a nivel global; promover regulaciones financieras que reduzcan los riesgos sistémicos y prevengan futuras crisis financieras y tomar las medidas pertinentes para modernizar la AFI (Kirton, 2010).

A diferencia de otras instituciones globales como el G7, en donde sólo tienen voz las economías avanzadas, las cuales utilizaron el grupo para imponer reglas en su propio beneficio, el G20 incorpora la ventaja de tener mayor representatividad, diversidad y poder concertado; lo que mejora la legitimidad y efectividad de sus decisiones. Es por ello que el G20 está compuesto tanto por economías desarrolladas como por economías emergentes: de los veinte países que son

miembros de la institución nueve pertenecen al grupo de los emergentes.² De acuerdo a datos del Banco Mundial, los países que componen el G20 representan el 90% del PIB mundial, el 80% del comercio internacional y aglomeran a dos tercios de la población global.

El G20 es una creación y extensión del G7, habiendo sido formalmente establecido por los Ministros de Finanzas de ese grupo en la cumbre de 1999. Ambos siguieron una trayectoria similar, empezando a nivel de Ministros de Finanzas para pasar después a nivel de Jefatura de Estado en respuesta a la crisis mundial. A su vez, ambos foros aceptaron nuevos participantes; en el caso de la cumbre Brisbane del 2014 el G20 invitó a seis países y ocho organizaciones internacionales con el fin de incrementar la representatividad global del foro.

Estos dos foros se han dividido de manera explícita el universo de políticas, con el G20 enfocándose en las finanzas y la economía y el G7 en la seguridad, el desarrollo y las problemáticas sociales. Sin embargo, las agendas de los dos se han superpuesto en varias áreas, entre ellas el comercio internacional, protección social, cambio climático, protección del medio ambiente, corrupción y coordinación de políticas macroeconómicas. En estos casos ambos cuerpos se han reforzado mutuamente en lugar de competir por el control o buscar gobernar de maneras distintas. A la vez, el G20, por ser un foro ya establecido y con bastante representatividad de los desarrollados, se vio favorecido en la elección como ámbito de discusión de las resoluciones que se debían tomar con urgencia para lidiar con la crisis global.

Por otro lado, el G20 también ha establecido una importante relación de trabajo con un amplio número de organismos multilaterales de diverso espectro, especialmente con las instituciones que conforman la AFI. En esta línea, el G20 ha incluido al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Mundial entre sus miembros permanentes. La relación específica de trabajo entre el G20 y estas instituciones ha tomado diversas formas, entre ellas asesoramiento técnico por parte de los organismos multilaterales y su apoyo para implementar los compromisos asumidos en el foro.

² Los países miembros del G20 son: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea. A este grupo se le suma España y varios organismos multilaterales como invitados permanentes.

Si bien uno de los avances más importantes del debate internacional ha sido el reconocimiento de que la crisis financiera internacional estuvo claramente asociada con una supervisión inadecuada de las actividades financieras, el G20 ha tenido grandes dificultades para reformar las instituciones de la AFI. Entre las principales debilidades de la AFI, Griffith-Jones y Ocampo (2010) destacan en primer lugar la falta de regulación de los mercados financieros y de capital en todos los países así como el escaso control de las operaciones tranfronterizas; regulaciones que si existiesen, evitarían la excesiva acumulación de riesgo debido al efecto desestabilizante que tiene la prociclicidad de los flujos de capital sobre el sistema financiero global. Es claro que la regulación de la cuenta de capital puede tener un rol importante sobre la estabilidad financiera tanto como las regulaciones macroprudenciales. Estas últimas deben abordar aspectos relacionados a la globalización de los flujos, como el problema de “*descalce cambiario*” en los portafolios de activos.

Una segunda debilidad de la AFI está asociada a las respuestas históricamente ineficientes del FMI ante las crisis internacionales, al imponer niveles de condicionalidad muy altos al financiamiento de emergencia que terminan perjudicando a los países receptores de dichos créditos, evidenciando que lo que se requiere es que el organismo brinde financiamiento contracíclico sujeto a condicionalidades razonables.

Otro problema central de la AFI es la ausencia de un mecanismo efectivo para manejar los problemas de las crisis de deuda y sobreendeudamiento a nivel internacional, de manera similar a los procedimientos de bancarrota que existen en todas las legislaciones a nivel nacional (Guzmán y Stiglitz, 2015).

Por otro lado, hay una falta de coordinación global de las políticas macroeconómicas de los distintos países que garantice la consistencia entre las políticas económicas tomadas a nivel nacional con la estabilidad de la economía mundial, evitando así que las políticas macroeconómicas nacionales tengan efectos adversos para otros países.

Finalmente, el sistema monetario internacional tiene numerosas deficiencias que se han profundizado con el paso de los años, entre ellas la inestabilidad y dependencia de la política macroeconómica de Estados Unidos, creada por el uso del dólar americano como la divisa de referencia a nivel mundial y las inequidades asociadas con la transferencia de recursos de los países subde-

sarrollados a los países más avanzados, derivada de la mayor demanda de reservas internacionales, como se analizó en la sección II.3. De aquí la gran importancia de garantizar un sistema monetario internacional menos “anárquico”, que contribuya a la estabilidad de la economía internacional y que sea percibido como justo por todas las partes (Carrera, 2009).

A esto se le suma la compleja relación entre el FMI y los países en vías de desarrollo. Por una parte, muchos de estos países no tienen voz en dicho órgano y, por lo tanto, no logran expresar sus intereses y prioridades. Como consecuencia de la baja representación, a menudo estos países no tienen incentivos suficientes para comprometerse a implementar las decisiones tomadas desde el FMI, lo cual merma la eficiencia de los programas e instrumentos que esta institución trata de llevar a cabo en los países en vías de desarrollo. En esta línea, autores como Bénassy-Quéré, Kumar y Pisani-Ferry (2009) proponen reducir el 85% de mayoría necesaria para la toma de decisiones sobre las cuotas y la modificación del Convenio Constitutivo del FMI, situación que da actualmente a Estados Unidos el poder de veto en este ámbito; a la vez que se debería favorecer una menor ponderación de los países avanzados en favor de una mayor participación de los países emergentes en el otorgamiento de las cuotas.³

En este sentido, uno de los principales logros del G20 fue la creación de un nuevo organismo, el Consejo de Estabilidad Financiera, sucesor del Foro de Estabilidad Financiera. Este organismo tiene un rol clave en la nueva AFI dado que sus responsabilidades son, entre otras, las de coordinar a los distintos órganos de emisión de estándares y normas de regulación prudencial bancaria, elaborar informes de alerta temprana, intercambiar información entre los supervisores y controlar a los grandes bancos transnacionales. En este marco, la incorporación de los países emergentes al Consejo de Estabilidad Financiera es uno de los avances más importantes logrados por el G20 en el rediseño de la AFI. Complementariamente, estos también han sido incorporados en bloque al Comité de Basilea, organismo encargado de proponer las regulaciones para los bancos.

Por otro lado, el G20 tuvo avances significativos en obtener nuevos recursos tanto para el FMI como para el Banco Mundial y en flexibilizar el acceso a sus líneas crediticias de forma tal que dichas instituciones brinden financiamiento de

³ La decimocuarta revisión general de cuotas del FMI aprobó en el año 2010 un traspaso de más del 6% de las cuotas relativas hacia las economías emergentes junto con una realineación significativa de las participaciones. Como resultado China, Brasil, India y Rusia se encuentran entre los diez principales accionistas de este organismo.

emergencia con condicionalidades menos exigentes. Sin duda, la expansión de los fondos prestables tras la crisis responde al reconocimiento de la existencia de una clara asimetría financiera entre los países avanzados y los emergentes, ya que los últimos tienen una menor capacidad de respuesta fiscal y monetaria ante una retracción en los flujos de capitales privados.

Asimismo, el G20 también ha participado en varias reformas de la estructura de gobierno de las instituciones de Bretton Woods, es decir, en la revisión de las reglas que determinan la voz y el voto dentro de estos organismos. Los principales cambios han sido una revisión de los porcentajes de votos con los que cuenta cada país, de modo de reflejar el mayor peso de los emergentes en la economía mundial tanto en los niveles de producción como en los flujos comerciales y financieros. También se generaron coaliciones entre los representantes de los países emergentes en pos de que las autoridades máximas de estos organismos sean elegidas en base al mérito y que el nombramiento sea más competitivo, aunque hasta ahora no ha habido cambios en concordancia con este nuevo principio.

Si bien el G20 ha logrado avances significativos en los últimos años, aún queda mucho por hacer. No se ha discutido con la profundidad requerida cuál es el sistema monetario internacional más adecuado, cuáles son las mejores prácticas para lidiar con las eventuales correcciones de los desbalances globales y cuáles son las políticas óptimas que se deben adoptar en relación a la supervisión y regulación financiera.

Hay numerosas propuestas para abordar estos problemas. Entre las que gozan de mayor consenso se destaca la que postula una expansión de los derechos especiales de giro del FMI, con el fin de que sirvan como instrumento de financiamiento a los países con dificultades financieras transitorias y que, a la vez, se vayan constituyendo gradualmente como el mayor activo de reserva global, reemplazando al dólar estadounidense.

De manera similar, es importante establecer reglas automáticas para acelerar la capitalización de las instituciones financieras internacionales. Tal procedimiento incorporaría una disponibilidad adicional de fondos que serviría para contrarrestar la prociclicidad de los patrones de financiamiento privado.

Por otro lado, también es necesario el diseño de un mecanismo internacional explícito de resolución de deuda, tomando en cuenta los problemas enfrentados por algunos países europeos en la actualidad. En todos los casos, las reformas deben proceder con el foco puesto en cómo el G20 puede fortalecer los valores democráticos que han estado en su núcleo desde sus orígenes y en tomar en cuenta la creciente diversidad de modelos de desarrollo, lo que indudablemente requerirá nuevas formas de colaboración y cooperación.

El G20 también deberá hacer una transición de manejo de la crisis hacia objetivos de mediano plazo a medida que el mundo se recupera de la crisis económica mundial. Se deben considerar políticas para el desarrollo basadas en las necesidades de los países menos desarrollados que complementen a los principales proyectos mundiales ya en marcha, como los Objetivos de Desarrollo del Milenio de las Naciones Unidas (Schulz, 2010). Esta es la forma más efectiva de ayudar a los países a alcanzar y mantener el desarrollo económico y social.

III.2. Del G20 al G192: hacia una democracia global

Es indudable que el G20 constituye un logro significativo en pos de una mayor representatividad y participación de las economías que históricamente habían sido relegadas de la gobernanza global. Pero tal avance también creó problemas debido a la naturaleza *ad hoc* de los mecanismos de cooperación y, sobre todo, de inclusión adoptados, que implicaron no tener en cuenta a algunos países importantes y derivaron en la sobrerrepresentación de Europa. Tal es así que los mayores “consumidores de los servicios” de las instituciones de Bretton Woods son aquellos países que han quedado excluidos del G20. La exclusión refleja la preferencia de los países avanzados por este tipo de foros sobre los cuales pueden ejercer mayor influencia.

Existe un claro desafío en términos de superar la tensión entre la representatividad y la legitimidad asociada, por un lado, y las estructuras de poder existentes, por el otro. El G20 puede jugar un importante rol en plantear nuevos temas en la agenda global y en facilitar el consenso entre las economías desarrolladas (siempre que éstas abran su agenda al reclamo de las emergentes, y éstas a su vez asuman sus nuevas responsabilidades), pero ninguna estructura de gobernanza puede generar legitimidad si el proceso de la toma de decisiones no es inclusivo.

Por esta razón, como mencionó el ex Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, en el plenario del Club de Madrid en noviembre del 2009, el G20 debe ser visto como una transición momentánea hacia un mecanismo de cooperación económica internacional más representativo y, por ende, más legítimo. La nueva estructura de gobernanza global, si es que quiere ser efectiva, deberá estar basada indefectiblemente en instituciones representativas que logren reflejar el peso cambiante de los diversos países en la economía global.

IV. Reflexiones finales

A lo largo del trabajo se analizó el nuevo rol de los países emergentes sobre la economía internacional y sus instituciones. La definición de este rol no debe tomarse como estática, sino más bien dinámica. El mundo enfrenta un conjunto de nuevos desafíos a raíz de la crisis internacional, incluyendo la incertidumbre acerca de la trayectoria futura de la economía global, la evolución de los problemas de la deuda soberana en Europa, y el potencial resurgimiento de los desbalances globales. La literatura económica ha demostrado que las respuestas cooperativas son Pareto superiores con respecto a los equilibrios competitivos cuando se debe lidiar con situaciones asimétricas (Carrera, 1995).

En este sentido, el G20 es un ejemplo prominente de los esfuerzos por ajustar los marcos cooperativos existentes y adaptarlos a un nuevo contexto global. La consolidación de este foro fue un avance significativo comparado con el G7, particularmente en términos de la representación de las economías emergentes y en vías de desarrollo. Pero aún quedan varios desafíos pendientes: el diseño de un sistema monetario internacional más adecuado que lidie con el problema de los desbalances globales; las múltiples debilidades de la AFI y el desafío de incorporar un mayor número de países a la democracia global sin que ésta pierda efectividad. El debate sobre estos temas está abierto, y su comprensión resulta esencial para entender la relación entre los países emergentes y el nuevo régimen económico-institucional global.

En definitiva, los países emergentes en la última década han sido los dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones, sin embargo, todavía queda una pregunta por responder: *¿van a seguir jugando bajo las reglas de los países avanzados o definitivamente van a patear el tablero?*

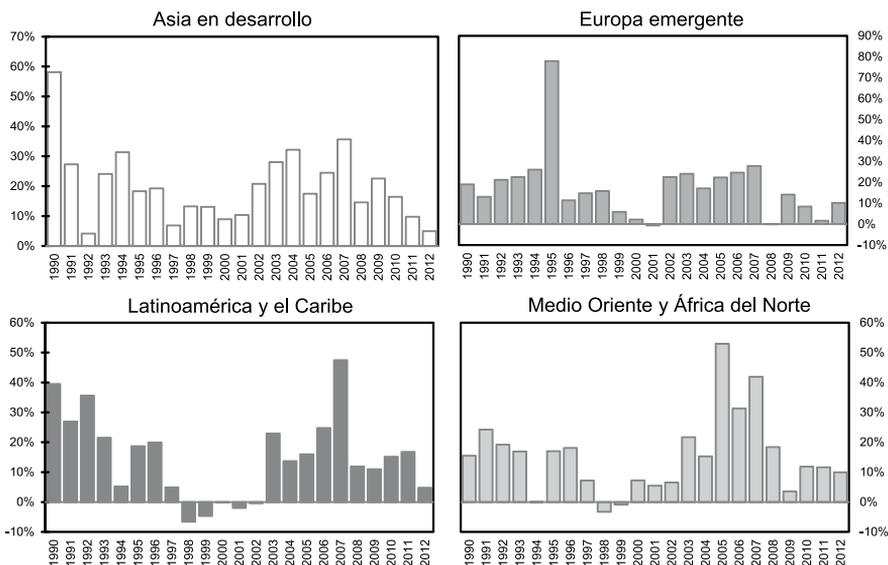
Anexo / Listado de países según su clasificación

Si bien cualquier categorización tiene un componente de arbitrariedad, a fines prácticos resulta útil clasificar a los países en distintos grupos. La agrupación empleada en este trabajo se basa fundamentalmente en el listado propuesto por el FMI (2012) en su informe “*Perspectivas de la economía mundial*”.

Los países considerados como emergentes son: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

Los países considerados como desarrollados son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Corea del Sur, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia y Suiza.

Gráfico A1 / Variación de las reservas internacionales según región (1990-2012 - Tasa de variación interanual)



Fuente: Indicadores del Desarrollo Mundial, Banco Mundial.

Cuadro A1 / Evolución de diversos indicadores económicos. Economías emergentes, desarrolladas y países seleccionados. Por décadas, en porcentaje.

Grupo o país	Crecimiento del Producto Interno Bruto		Crecimiento del Producto Interno Bruto per cápita		Participación en el Producto Mundial		Participación en el Comercio Mundial					
	80's	90's	2000's	90's	2000's	80's	90's	80's	90's	2000's		
Países desarrollados	3,3	3,2	2,4	2,7	2,4	1,6	77,6	79,6	72,1	71,8	73,5	65,3
Alemania	2,0	2,2	1,1	1,9	1,8	1,2	7,0	7,7	5,9	8,2	8,7	7,8
Estados Unidos	3,2	3,2	1,9	2,2	2,0	0,9	29,6	27,0	26,9	14,2	14,2	12,7
Japón	4,4	1,5	0,9	3,7	1,2	0,9	12,6	15,1	9,6	7,3	6,6	4,7
Reino Unido	2,6	2,1	1,9	2,5	1,8	1,3	4,4	4,5	4,7	5,7	5,5	4,7
Países emergentes	3,8	2,2	4,5	1,8	1,1	3,9	12,0	14,4	20,4	9,3	14,7	21,3
Brasil	3,0	1,7	3,7	0,8	0,1	2,5	1,9	2,2	2,2	0,9	0,9	1,0
China	9,7	10,0	10,3	8,2	8,8	9,7	1,8	2,4	6,0	0,9	2,1	6,4
India	5,7	5,8	7,2	3,4	3,8	5,6	1,7	1,3	1,9	0,6	0,6	1,5
Sudáfrica	2,2	1,4	3,6	-0,3	-0,8	2,0	0,6	0,5	0,5	0,9	0,5	0,5

Nota: El comercio mundial se mide como exportaciones más importaciones. En todos los casos caso se expresa el promedio de cada periodo. Los 80's se refiere al periodo 1980-1989, los 90's al periodo 1990-1999 y los 2000's al periodo 2000-2010. El listado de países que incluye cada grupo se encuentra en al inicio del Apéndice.

Fuente: Indicadores del Desarrollo Mundial, Banco Mundial.

Referencias

Aizenman, J. y N. Marion (2003). “The High Demand for International Reserves in the Far East: What’s Going on?”, *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol. 17, pp. 370-400.

Aguirre, A., E. López, A. Naudon y C. Soto (2004). “Acerca del Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales”, Documento de Trabajo N° 276, Banco Central de Chile.

Bastourre, D., J. Carrera, J. Ibarlucia y M. Redrado (2006). “The Economic Policy of Foreign Reserve Accumulation: New International Evidence”, Documento de Trabajo N° 200614, Banco Central de Argentina.

Ben-Bassat, A. y D. Gottlieb (1992). “Optimal International Reserves and Sovereign Risk”, *Journal of International Economics*, Vol. 33, N° 3, pp. 345-362.

Bénassy-Quéré, A., R. Kumar y J. Pisani-Ferry (2009). “The G20 is not Just a G7 with Extra Chairs”, *La Lettre du CEPII*, Vol. 292.

Bernanke, B. (2005). “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.

Bini Smaghi, L. (2008). “The Financial Crisis and Global Imbalances – Two sides of the Same Coin”. Conferencia “The Global Financial Crisis: Policy Choices in Asia and Europe” del Asia Europe Economic Forum, Beijing.

Calvo, G. (1998). “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, N° 1, pp. 35-54.

Calvo, G. y C. Reinhart (2002). “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, N° 2, pp. 37-94.

Carrera, J. (1995). “Efectos precio y comercio en un área monetaria asimétrica”, Working Paper N° 7844, University Library of Munich.

Carrera, J. (2009). “The G20, the Crisis and the Redesign of the International Financial Architecture”, *Ensayos Económicos*, Vol. 1, N° 53, pp. 217-244.

Distayat, P. (2001). “Currency Crises and Foreign Reserves: a Simple Model”, Documento de trabajo 01/118, Fondo Monetario Internacional.

Frenkel, J. A. (1983). “International Liquidity and Monetary Control”, en G. M. von Furstenberg (ed.), “International Money and Credit: The Policy Roles”, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Grevi, G. (2010). “The G20: Panacea or Window-Dressing?”, Policy brief, Fundación para las Relaciones Internacionales y el Diálogo Exterior.

Griffith-Jones, S. y J. A. Ocampo (2010). “The G20 and global financial governance”, Policy brief, Fundación para las Relaciones Internacionales y el Diálogo Exterior.

Grimes, A. (1993). “International Reserve under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained”, *The Economic Record*, Vol. 69, pp. 411-415.

Guzmán, M. y J. Stiglitz (2015). “Fixing Sovereign Debt Restructurings”, mimeo.

Jeanne, O. y R. Ranciére (2005). “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications”, 10th Annual Meeting of Latin American and Caribbean Economic Association, Paris, Oct.

Kirton, J. (2010). “The G20 and Broader Multilateral Reform”, Policy brief, Fundación para las Relaciones Internacionales y el Diálogo Exterior.

McKinnon, R. (2008). “A New Bretton Woods?”, mimeo, Universidad de Stanford.

Obstfeld, M. y K. Rogoff (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, pp. 131-172.

Rodrik, D. (2006). “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, Working Paper N° 11952, The National Bureau of Economic Research.

Schulz, N. S. (2010). “The G20 and the Global Governance of Development”, Policy brief, Fundación para las Relaciones Internacionales y el Diálogo Exterior.

Turner, P. y R. Moreno (2004). “The Adequacy of Foreign Exchange Reserves and Balance Sheet Considerations”. Trabajo Preparado para el BIS/BCB Workshop on Financial Risk Management in Central Banks.

Tussie, D. (2010). “The G20 and the Multilateral Trade Impasse”, Policy brief, Fundación para las Relaciones Internacionales y el Diálogo Exterior.

9° Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch” – Año 2015

El Banco Central de la República Argentina tiene el agrado de anunciar a los ganadores del 9° Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch” correspondiente a 2015, orientado a promover la investigación en temas monetarios, macroeconómicos, financieros y bancarios.

El jurado estuvo integrado por el presidente del BCRA, Alejandro Vanoli, el vicepresidente, Miguel Pesce, el director, Sebastián Aguilera y el subgerente general de Investigaciones Económicas, Jorge Carrera. Como invitado especial, también integró el jurado el economista Aldo Ferrer.

Los ganadores fueron:

Premio Anual a Estudiantes Universitarios. Tema: “80 años del BCRA: el contexto histórico y teórico que llevó a su creación”.

- 1° Premio (\$24.000): **Nicolás Segal** (FCE, UBA), por su trabajo “El BCRA en sus primeros años. De la teoría a la práctica”.
- 2° Premio (\$14.000): **Iván Weigandt** (UBA), por su trabajo “80 años del BCRA: el contexto histórico y teórico que llevó a su creación”.

Premio Anual a Jóvenes Profesionales. Tema: “El nuevo rol de los bancos centrales en la política monetaria, financiera y de supervisión a partir de la crisis internacional”.

- 1° Premio (\$52.000): **Facundo Sirimarco y Germán Reyes** (FCE, UNLP), por su trabajo “Crisis internacional: Cambio de paradigma y nuevo repertorio en la política económica de los bancos centrales a partir de la crisis internacional”.
- 2° Premio compartido (\$30.000): **Manuel Vaz** (FCEyE, Universidad Nacional de Rosario), por su trabajo “El Nuevo rol de los bancos centrales a partir

de la crisis internacional"; y **Martín Calveira** (FCE, UBA), por su trabajo "Lecciones tras la crisis financiera internacional: Nuevos vientos para la política monetaria y de regulación".

Premio Anual a Tesis de Doctorado en Economía. Tema: libre, siendo prioritarias las tesis referidas a tópicos monetarios, macroeconómicos, financieros y bancarios.

- 1° Premio compartido (\$46.000): **Julio Eduardo Fabris** (FCE, UBA), por su trabajo "Perfil productivo y distribución del ingreso en la Argentina de fin de siglo. Un análisis con la metodología macro-micro"; y **Mariana Viollaz** (FCE, UNLP) por su trabajo "Liberalización del comercio e informalidad laboral: ajustes de corto y largo plazo".

Pautas generales para la publicación de trabajos técnicos

Ensayos Económicos está orientada a la publicación de artículos de carácter teórico, empírico y/o de política aplicada con énfasis en los aspectos monetarios y financieros, que se refieran tanto a la economía Argentina como al ámbito de la economía internacional. La revista está dirigida a investigadores en las áreas de macroeconomía y finanzas, profesionales que se desempeñan en la gestión de las políticas públicas, participantes del sistema financiero, docentes y estudiantes de los niveles de grado y postgrado en Argentina y Latinoamérica.

Características Generales del Proceso de Referato

El rigor científico será el único criterio de evaluación de los trabajos a ser publicados en la revista “Ensayos Económicos” del BCRA. A tal fin, la publicación de los artículos estará sujeta a un proceso de referato similar al que se aplica en la mayoría de las revistas académicas.

Para garantizar imparcialidad, cada artículo estará sujeto a una revisión anónima (*blind review*) por parte de dos referís, uno interno (investigador del BCRA) y otro externo, quienes evaluarán características generales del trabajo, como originalidad, relevancia, metodología, entre otros.

La decisión de publicación utilizará la recomendación de los referatos como guía básica, pero no excluyente, pudiendo sugerir modificaciones adicionales. Los autores recibirán copias de los referatos (también anónimos), independientemente del resultado de la evaluación.

Formatos

Los artículos contarán con una extensión máxima de veinticinco páginas incluyendo cuadros, tablas, gráficos y anexos, y deberán estar escritos en idioma español.

Se enviarán dos copias impresas a la dirección:

Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas, Revista Ensayos Económicos, Reconquista 266, Buenos Aires, Argentina, C1003 ABF.

Asimismo, se solicitará el envío de una versión electrónica que sea copia fiel del documento impreso a la dirección: ensayos.economicos@bcra.gov.ar.

La primera hoja del documento deberá contener el título del trabajo, el nombre de los autores y su pertenencia institucional y un resumen del trabajo de no más de 150 palabras. Al pie de página pueden indicarse direcciones de email, comentarios y/o agradecimientos. Luego del resumen se agregarán hasta cinco categorías de la clasificación del JEL (*Journal of Economic Literature*) y las palabras clave. En el resto de las páginas no deberá mencionarse a los autores del artículo. Adicionalmente, se solicita un resumen en inglés más amplio, que no deberá superar las dos páginas.

La presentación del documento deberá hacerse en «Microsoft Word» en hoja de tamaño A4, en letra Arial 11 con todos los márgenes de 2,5 cm. Se utilizará un interlineado simple y renglón en blanco como separación entre párrafos.

Los títulos y subtítulos tendrán la fuente Arial 11. El primer nivel de títulos es en negrita y con numeración en números romanos (**I, II, III,...**). El segundo nivel de títulos es en negrita e itálica con números (***I.1, I.2, I.3,...***). El tercer nivel de títulos es en itálica y con letras minúsculas (***I.1.a, I.1.b,...***).

Las notas estarán numeradas de manera consecutiva al pie de la página. Las ecuaciones deberán numerarse consecutivamente a la derecha de la página. Cuadros, gráficos y figuras deberán tener un orden consecutivo y estar citadas en el texto. Una vez aceptado el documento para su publicación, se solicitarán los respectivos soportes electrónicos de cuadros, gráficos, figuras y ecuaciones.

Para las referencias bibliográficas en el texto se empleará la fórmula: Svensson y Taylor (2002); en caso de más de dos autores se empleará la fórmula Svensson et al. (2002), y deberán citarse inmediatamente luego de la última sección del trabajo antes de los posibles apéndices o anexos. Se utilizarán las siguientes formas:

- Para publicaciones periódicas: Blanchard, O. y D. Quah (1989); «The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Aggregate Supply», *The American Economic Review*, 79, pp. 655-73.
- Para libros: Hendry, D.F. (1995); *Dynamic Econometrics*, Advanced Texts in Econometrics, Oxford University Press.
- Para artículos en libros: Williamson, J. H. (1971); «On the Normative Theory of Balance of Payments Adjustment» en G. Clayton, J. C. Gilbert y R. Sedgwick (eds.), *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970's*, Oxford, Oxford University Press.
- Para documentos de trabajo: Billmeier, A. (2004); «Ghostbusting: Which Output Gap Measure really matters?», IMF, Working paper 04/146.

Difusión

El Banco Central propenderá a la máxima difusión de la revista, garantizando una amplia distribución gratuita en ámbitos académicos locales y del exterior, organismos públicos, bancos centrales, centros de investigación públicos y privados, prensa especializada. Actualmente, la revista se encuentra indizada en las bases de publicaciones de economía del Núcleo Básico de Revistas Científicas Argentinas del CONICET, EBSCO, EconLit (Asociación Americana de Economía) y RePEc. Los principales sitios web que divulgan la información de esta última base de datos son: IDEAS (<http://ideas.repec.org>) y Econpapers (<http://econpapers.repec.org>). También se ofrecen ejemplares impresos al público en general —mediante solicitud—, y la versión electrónica se encuentra disponible en el sitio *web* del BCRA (www.bcra.gob.ar).