

ensayos económicos

N° 37

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

AUTORIDADES Y FUNCIONARIOS SUPERIORES

Presidente:

Lic. José Luis Machinea

Vicepresidente:

Lic. Marcelo Kiguel

Vicepresidente 2º:

Dr. Roberto Julio Eilbaum

Directores:

Cont. Rodolfo Manuel Díaz

Lic. Daniel Marx

Lic. Alfredo Arturo O'Connell

Lic. Mario Luis Vicens

Sr. Jorge Cort

Síndico:

Dr. Carlos María Negri

Gerente General:

Sr. Elías Salama

Secretario del Directorio

Sr. Rodolfo J. Giúdice



BANCO CENTRAL
DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Comité
Editorial

Hildegart Ahumada

Enrique A. Bour

Daniel Dueñas

Ernesto Gaba

Julio A. Plekarz

Coordinador Técnico

Alfredo C. Rodríguez

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

ISSN 0325 - 3937

ensayos económicos

ARTICULOS

- De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977 - 1982, por Roberto Frenkel y Mario Damill .. 1
- Comentario de Ricardo López Murphy al trabajo de Roberto Frenkel y Mario Damill 107
- Comentario de Mario L. Vicens al trabajo de Roberto Frenkel y Mario Damill 123
- Réplica de Roque B. Fernández y Rolf R. Mantel a comentarios del artículo "Estabilización económica con controles de precios" (Ensayos Económicos Nº 36) 131

- Marzo 1987 -

COLABORAN EN ESTE NUMERO:

FRENKEL, Roberto: Economista, Director del Area de Economía del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Director del Programa de Estudios de Teoría Económica del Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), Profesor Titular de Macroeconomía en la Universidad de Buenos Aires.

DAMILL, Mario: Egresado de la Universidad de Buenos Aires; realizó cursos de posgrado en la Universidad de San Pablo, Brasil. Es profesor adjunto de Macroeconomía en la Universidad de Buenos Aires, investigador asociado del Centro de Estudios de Estado y Sociedad y becario de formación superior del CONICET.

LOPEZ MURPHY, Ricardo: Cursó estudios en la Universidad Nacional de La Plata y en la Universidad de Chicago. Profesor en la Universidad Nacional de La Plata. Fue director Nacional de Análisis e Investigación Fiscal de la Secretaría de Hacienda de la Nación. Asimismo ocupó el cargo de Asesor de la Presidencia del Banco Central de la República Argentina. Publicó trabajos sobre temas de finanzas públicas.

VICENS, Mario L.: Economista. Egresado de la Universidad Católica Argentina y del Curso de Posgrado en Economía Monetaria y Bancaria (UCA-BCRA). Se ha desempeñado en el Banco Central de la República Argentina, en el Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina y en bancos privados. Actualmente es Director del Banco Central de la República Argentina.

DE LA APERTURA A LA CRISIS FINANCIERA. UN ANALISIS DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA DE 1977-1982.

*por Roberto Frenkel y Mario Damill **

I. INTRODUCCION

Sólo en abril de 1982, a causa del conflicto del Atlántico Sur, se puso punto final a la etapa de mercado libre de cambios a que dieron lugar las políticas aplicadas desde marzo de 1976. En los dos años previos la deuda externa neta había aumentado, según los registros del Banco Central, en 270%, al tiempo que se iniciaba una caída acelerada del producto, liderada por la tasa de inversión.

El sistema financiero doméstico, que jugó un rol secundario en el proceso de endeudamiento externo, fue de hecho un vehículo de socialización de las cargas derivadas de la deuda privada, a partir de 1980. Sobredimensionado -dada la erosión inflacionaria de los activos y pasivos monetarios-, apuntalado por el Banco Central y reducido en gran medida a un rol de mecanismo de

* Agradecemos a Luis Acosta su significativa colaboración en los aspectos econométricos y de computación, y a J.M. Fanelli y Susana Szapiro sus útiles comentarios. Como es de práctica, los eximimos de los errores que pudimos haber cometido.

Agradecemos también el apoyo de IDRC al proyecto 'Sistema Financiero e Inflación', que desarrollamos en el CEDES y en cuyo contexto tuvo lugar esta investigación.

financiamiento de un incrementado déficit fiscal, el sistema financiero de abril de 1982 se parecía muy poco al pensado en las teorías que diéron fundamento a la experiencia aperturista.

El presente trabajo apunta a indagar en los procesos que condujeron a resultados tan contradictorios con los que se pretendía alcanzar.

En la sección inicial se plantea un modelo que describe la determinación de precios y cantidades (tasa de interés, volumen y composición del crédito) en el mercado financiero de una economía pequeña y abierta a los movimientos internacionales de capital, con una caracterización de la matriz de activos y pasivos afin a la de una economía con el grado de desarrollo de la Argentina. El enfoque se basa en la teoría de portafolio de la cuenta de capital, incorporando a la misma la noción de endogeneidad del riesgo (representada en una "prima" (que llamaremos "prima de incertidumbre")) que depende de los estados de opinión en torno al curso futuro del tipo de cambio y da lugar a la existencia de un diferencial variable entre el costo del crédito externo y la tasa de interés doméstica, aun con una oferta internacional de capitales perfectamente elástica. Se comparan las conclusiones de este modelo con las propias del enfoque monetario del Balance de Pagos.

Se analiza asimismo la interacción de los mercados financieros con los mercados de bienes, en un enfoque dirigido a combinar crisis cambiaria, financiera y recesión como aspectos distintos de un mismo proceso, asociado estrechamente a las decisiones de cartera del sector privado.

Se examinan también, en esta sección, las conclusiones convencionales relativas a la relación existente entre la creación de dinero-crédito de origen interno y los movimientos de capitales. Desde la perspectiva del

enfoque monetario del balance de pagos se plantea una relación causal que va de crédito doméstico "exógeno" a reservas de divisas. Aquí se intenta mostrar, por el contrario, de qué modo cambios en los estados de opinión sobre el curso futuro del tipo de cambio pueden afectar a los mercados domésticos de crédito y bienes al provocar movimientos de capitales aún con el crédito doméstico inicialmente controlado.

En la sección siguiente se estiman económicamente funciones que juegan roles centrales en el análisis teórico previo. La primera de ellas asocia la prima de incertidumbre al comportamiento del sector externo de la economía. La segunda es una función de demanda de crédito del sector privado, en el período junio/1978 - marzo/1981.

Se efectúan también proyecciones a partir de los parámetros estimados. Por último, en la sección final se describe la evolución de la economía en el lapso que va de 1977 a 1982, enfatizando los aspectos monetarios y financieros, desde la perspectiva obtenida a partir de la discusión teórica y las estimaciones econométricas presentadas previamente.

II. EL MODELO

En esta sección se plantea un modelo que describe el funcionamiento de los mercados de crédito y dinero en una economía pequeña y abierta a los movimientos internacionales de capitales.

Se toma como punto de referencia teórico al enfoque de portafolio de la cuenta de capital del balance de pagos, ^{1/} una extensión de la teoría tobiniana de las decisiones de cartera que involucra a los activos/pasivos externos. En forma provisoria consideraremos en un principio, exógenamente dadas a las variables del "lado real" de la economía, incluyendo al flujo de transaccio-

nes en cuenta corriente con el exterior, a fin de centrar el análisis en la determinación de cantidades y precios en los mercados financieros. Adoptaremos adicionalmente el supuesto -de raíz keynesiana- de que la tasa de inflación (y, en términos estáticos, el nivel de precios) es exógena en el corto plazo; es decir, no es afectada por las perturbaciones que tienen lugar en los mercados financieros en el período del análisis. 2/

Representaremos al mercado financiero como un mercado competitivo de bonos de corto plazo. La demanda de crédito es la oferta de bonos, que se confronta con una oferta de crédito compuesta por una fracción doméstica, en pesos, y una fracción externa, en dólares. La tasa de interés relevante es, en consecuencia, la de corto plazo. Se supone que la oferta internacional de capitales es, para la economía en cuestión, perfectamente elástica a la tasa de interés internacional "r". 3/

II.1. LA OFERTA DE CREDITO

II.1.1. El "menú" de activos y pasivos. Para analizar la oferta de crédito tomaremos como punto de partida un esquema simplificado de las cuentas de capital de los distintos sectores de la economía, adaptado a las características habituales en los sistemas financieros de países periféricos.

La hoja de balance del sector privado no financiero (SPNF) contabiliza tres tipos de activos financieros: billetes y monedas (BM), depósitos en cuenta corriente en el sistema bancario (CC) y depósitos a interés (ID). Consideraremos a este sector deudor neto del resto del mundo. Esa deuda neta (DX) se registra en el pasivo multiplicada por el tipo de cambio nominal (e). La deuda bruta en pesos con el sistema bancario doméstico (DD) completa el pasivo financiero.

ACTIVO			Resto del Mundo			PASIVO		
DXe	DXGe				F			
Gobierno								
				DSGe	DGBC	DGB		
Banco Central								
F	DGBC	R		BM	H			
Sistema bancario								
DD	DGB	H		CC	ID	R		
Sector privado no financiero								
BM	CC	IL		DXe	DD			

Se supone que no hay títulos de deuda pública ni acciones del sistema bancario en las carteras de este sector, es decir, no hay colocaciones alternativas a las que pueden efectuarse a interés en bancos. 4/.

El sistema bancario, por su parte, posee obligaciones del gobierno (DGB), créditos al sector privado no financiero (DD) y reservas bancarias (H) depositadas en el Banco Central. Se supone que los bancos no poseen acciones de las firmas agregadas en el SPNF 4/. En el pasivo los contabilizan, además de los depósitos privados (CC, ID), los redescuentos (R) concedidos por el Banco Central. No hay tampoco depósitos oficiales en bancos

-aunque sí de las empresas públicas, integradas en las cuentas del sector privado no financiero-. El hecho de que los bancos no intermedien en las transacciones financieras con el exterior resulta compatible con lo que muestran las cifras del balance de pagos de la Argentina para el período que se enfoca en este trabajo (ver columna de movimientos de capitales no compensatorios del sistema bancario, cuadro N° 17), en el que la significación de esa intermediación es reducida en relación con el total de los flujos financieros privados.

La base monetaria (B+BM+H) es el pasivo del Banco Central, cuyos activos están constituidos por: reservas de divisas (F), deuda del gobierno (DGBC) y redescuentos (R) concedidos al sistema bancario. El gobierno tiene también deudas con el resto del mundo (DXGe).

11.1.2. El mercado de dinero. El análisis de la creación de dinero puede simplificarse considerablemente, sin alterar sus resultados cualitativos, introduciendo dos supuestos simplificadores plausibles, relativos al comportamiento de la demanda de dinero "en sentido restringido" (M_1) y a la demanda de billetes y monedas.

El modelo que estamos desarrollando tiene como referencia a una economía con inflación crónica, reflejada en tasas elevadas y erráticas de variación del nivel de precios, así como en expectativas de inflación futura fuertemente condicionadas por la memoria de ese perfil. En tal economía los saldos de dinero retenidos para transacciones tienen un alto costo de oportunidad, de modo que, puede suponerse, firmas y familias los reducen a un mínimo que se torna relativamente inelástico en relación a las tasas de interés y a las expectativas inflacionarias. 5/

Puede suponerse que otros factores que inciden en la demanda de M_1 , tales como los hábitos de pago y la

distribución del ingreso tienden a modificarse en forma lenta, de modo que a corto plazo la demanda de M1 está determinada básicamente por el volumen de transacciones y el nivel de precios. El volumen de transacciones, por su parte, puede considerarse estrechamente relacionado con el ingreso real (y) (o bien con la absorción doméstica, en particular en períodos con fuertes cambios en la participación de las importaciones en la oferta agregada). De modo que puede escribirse:

$$(1) \quad m1^d = \frac{(M1)^d}{P} = f(y), \text{ o bien: } M1^d = f(Y)$$

Es decir que los saldos medios reales de dinero para transacciones demandados en determinado período son función del ingreso real del período, o bien, en la segunda versión, los saldos nominales medios de dinero demandado para transacciones son función del ingreso nominal (Y) del período.

Por otra parte, tenemos que $M1 = BM + CC$, y supondremos que la participación de BM y de CC en $M1$ se mantiene estable, de modo que puede escribirse:

$$(2) \quad BM^d = b \cdot M1^d = b \cdot f(Y), \text{ con } 0 < b < 1$$

En equilibrio, se cumplirá que:

$$(3) \quad BM^s = BM^d$$

Adicionalmente, se supondrá que el sector privado no bancario puede ajustar instantáneamente sus tenencias de billetes y monedas a los niveles deseados. En tanto éstos dependen del ingreso nominal, determinado exógenamente a este modelo, los saldos de billetes y monedas en poder del público son también determinados en forma exógena 5/.

II.1.3. Los bancos. En condiciones de inflación cró-

nica como las referidas en el punto anterior, es natural suponer que también los bancos tratarán de reducir a un mínimo sus tenencias de caja.

En términos de la teoría de portafolio puede decirse que los bancos tienden a ubicarse en una solución de extremo: reducen al mínimo posible sus reservas, siendo ese mínimo definido por el encaje legal establecido por el Banco Central 6/.

Siendo "m" el coeficiente de efectivo mínimo, las reservas bancarias demandadas por las entidades financieras estarían definidas por la siguiente relación:

$$(4a) \quad H^d = m (CC + ID)$$

Definimos las reservas efectivas de los bancos (H^S) como:

$$(5) \quad H^S = \bar{H} + R$$

siendo R los redescuentos otorgados por el Banco Central y \bar{H} las reservas efectivas de los bancos netas de redescuentos.

En la hoja de balance del sistema bancario leeríamos:

$$DD + DGB + H^S = CC + ID + R$$

Es decir, por (5):

$$(6) \quad DD + DGB + \bar{H} + R = CC + ID + R$$

En esta expresión contable podemos sustituir (CC + ID) según la relación (4a):

$$DD + DGB + \bar{H} + R = \frac{H^d}{m} + R$$

de donde:

$$(4b) H^d = m (DD + DGB + \bar{H})$$

Entre tanto, dada la ecuación de balance del Banco Central:

$$(7) B = BM + H = F + DGBC + R$$

la oferta de reservas bancarias resultaría, por (2), igual a:

$$(8a) H^S = B - b.m.l^d = B - b.f(Y) = F + DGBC + R - b.f(Y) = \bar{H} + R$$

Por otra parte, definimos F_0 como las reservas de divisas netas de la deuda externa pública bruta $DXGe$ y de la deuda externa privada neta DXe :

$$(9) F_0 = F - DXGe - DXe$$

La variable F_0 es exógena en este modelo y refleja la acumulación de saldo; de cuenta corriente del balance de pagos. Sustituyendo en (8a) resulta:

$$(8b) H^S = F_0 + DXGe + DXe + DGBC + R - b.f(Y)$$

En consecuencia, de (4b) y (8b), la condición de equilibrio del sistema bancario resulta:

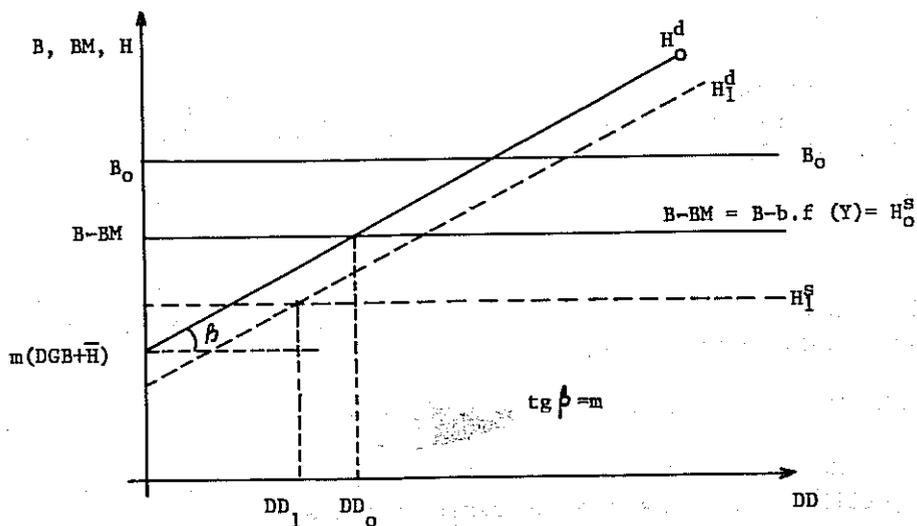
$$(10a) H^d = H^S ,$$

$$m(DD+DGB+\bar{H}) = F_0 + DXGe + DXe + DGBC + R - b.f(Y) = \bar{H} + R$$

Para valores dados de las variables exógenas (Y , F_0), de las variables de política (R , $DGBC$, $DXGe$, DGB) y

de la deuda externa privada neta (DXe), el equilibrio del sistema bancario puede representarse como sigue:

GRAFICO N° 2.1



La recta H^d relaciona valores de las reservas demandadas del sistema bancario con niveles de crédito bancario al sector privado, para H , m y DGB dadas. La posición de H^s , por su parte, depende del ingreso Y , exógeno, de F_0 , también exógena, de las variables de política DXe , $DGBC$ y R , así como de los movimientos de capitales no compensatorios del sector privado reflejados en DXe , según puede verse en la expresión (8b).

Un aumento del ingreso, por ejemplo, ceteris paribus, reduciría el nivel de equilibrio del crédito bancario al sector privado, al aumentar las tenencias de billetes y monedas del público; en el gráfico, la recta de H^s se desplazaría hacia abajo. Lo mismo sucedería ante salidas netas de capitales privados (reducciones de DXe); en ambos casos las reservas efectivas de los bancos bajarían, ceteris paribus, de H_0^s a H_1^s , por ejemplo.

Las salidas de capitales (o bien, en el otro ejemplo, el aumento de la demanda de billetes y monedas por motivo transacción; provocarían una caída de los depósitos bancarios; como los redescuentos están dados, H se reduce (los bancos deben reducir su 'caja' ante la demanda del público) y en el gráfico esto se representa como un desplazamiento de la recta H^d hacia la derecha, pero en menor proporción que el desplazamiento de H^s , de modo que el crédito al sector privado deberá contraerse (en una proporción que depende de m) para reequilibrar al sistema bancario.

Un aumento de los redescuentos, dados los valores de las restantes variables exógenas y de política, desplazará la recta H^s en sentido expansivo. Una operación de sustitución de deuda del gobierno con los bancos (DGB) por deuda con el Banco Central (DGBC) tendrá también efecto expansivo (siempre suponiendo un sistema de encaje fraccionario: $m < 1$).

II.1.4. La oferta exógena de crédito doméstico. La

expresión (10a) puede reescribirse del siguiente modo:

$$(10b) DD = \left[\left(\frac{1-m}{m} \right) (F_o + DXGe + DGBC - b \cdot f(Y)) + \frac{R}{m} - DGB \right] + \left(\frac{1-m}{m} \right) DXe$$

Los términos entre corchetes reúnen las variables exógenas F e Y , el coeficiente 'b' que consideramos dado, y las variables de política $DXGe$, $DGBC$, R , DGB y m . De modo que podemos denominar a esa parte de la expresión (10b) "oferta exógena de crédito doméstico al sector privado" (\overline{DD}) y escribir la condición de equilibrio de los bancos como:

$$(10c) \quad DD = \overline{DD} + \left(\frac{1-m}{m} \right) DXe$$

Definiendo D como deuda total del sector privado no bancario:

$$(11) \quad D = DD + DXe$$

y sumando DXe a ambos lados de la expresión (10c), resulta:

$$(10d) \quad D = \overline{DD} + \left(\frac{1}{m} \right) DXe$$

también equivalente a la condición de equilibrio de los bancos (10a).

II.1.5. Decisiones de cartera. En una economía pequeña y abierta a los movimientos internacionales de capital, el arbitraje en los mercados financieros determina que la tasa de interés nominal doméstica (i) se iguale -en equilibrio de los mercados de dinero y crédito- a la tasa de interés internacional (r), más la tasa de de-

valuación esperada (e), más la diferencia (q) entre el costo de transacción -para los tomadores- en el mercado de crédito doméstico y el asociado a la obtención de crédito externo. Llamando (c) al costo del crédito externo tenemos:

$$(12a) \quad c = r + q + e$$

$$(13a) \quad i = c = r + q + e$$

Para que (13a) se verifique, entre tanto, es necesario suponer que la oferta internacional de capitales (DX^S) sea, para la economía en cuestión, perfectamente elástica a la tasa de interés ' r ', lo que a su vez requiere, entre otras condiciones, que el riesgo estimado por los acreedores externos no varíe con el grado de su exposición en el país.

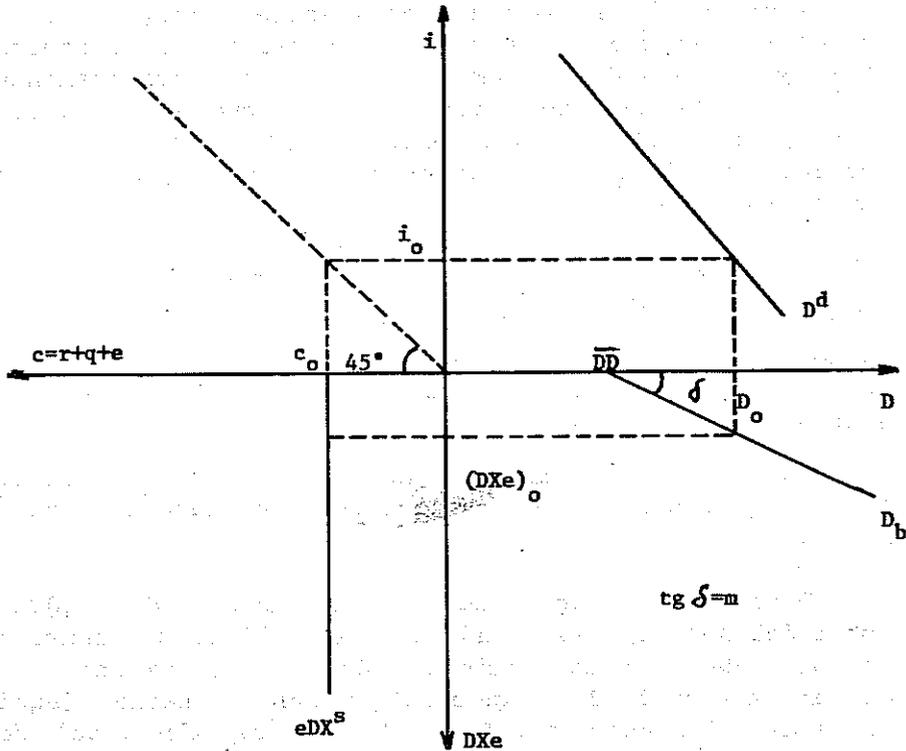
Debe suponerse, además, que los agentes domésticos actúan como si la tasa de devaluación esperada (\dot{e}) fuese en realidad conocida con certidumbre, de modo que los activos/pasivos internos y externos resultan perfectos sustitutos a la tasa ' i ' de equilibrio. 7/

En estas condiciones, dada \dot{e} , la tasa de interés ' i ' de equilibrio puede considerarse exógenamente determinada.

Dada ' i ', y suponiendo que la demanda de crédito total del sector privado no bancario (D^d) es una función estable, de tipo convencional, de la tasa de interés, del ingreso y de las expectativas inflacionarias (aquí exógenas), de modo que $D_i < 0$, la ecuación (10d) de equilibrio de los bancos completa un sistema que, dado el nivel del ingreso ' Y ', y dados los valores de las restantes variables exógenas y de política del modelo, permite determinar la composición de las carteras pasi-

vas (y activas simultáneamente) del sector privado. Gráficamente:

GRAFICO N° 2.2.



En el cuarto cuadrante del gráfico se representa la ecuación (10d). La recta D_p nos indica el valor de la deuda total del sector privado no bancario compatible con el equilibrio del sistema bancario doméstico, para cada nivel de DX_e . En el tercer cuadrante se representa la oferta de crédito externo -multiplicada por el tipo de cambio nominal e -, infinitamente elástica a la tasa de interés ' r ' ajustada por costos de transacción y expectativas de devaluación 'ciertas'. El arbitraje en los mercados financieros iguala el costo del crédito externo y el costo interno; esta condición de equilibrio (ecuación 13a) se representa en el segundo cuadrante. Dada la tasa i_0 de equilibrio, la función de demanda de crédito D^d permite -en el primer cuadrante- determinar la deuda total D_0 de equilibrio del sector privado no bancario. Volviendo al cuarto cuadrante, la recta D_p permite establecer la composición de las carteras deudoras en equilibrio. Estas se integrarán con crédito externo $(DX_e)_0$ y crédito doméstico: $[(D_0 - (DX_e)_0)]$. Un incremento del crédito doméstico exógeno DD se representaría como un desplazamiento de la recta D_p hacia la derecha, que en la situación planteada en el gráfico 2.2. generaría una caída del endeudamiento externo. Es decir, la expansión doméstica es 'compensada' por la contracción de la deuda externa (y por la contracción secundaria que la misma genere).

El supuesto de certidumbre explícito en el análisis anterior es, entre tanto, claramente restrictivo 8/. Al respecto cabe observar que, en la ecuación (12), mientras ' r ' es una magnitud contractual y ' q ' es un costo que puede considerarse devengado al concretarse la operación -y por lo tanto conocido al concretarla-, la magnitud ' e ' es una expectativa, y exceptuando el caso en que el crédito externo cuente con seguro de cambio, la probabilidad de que la tasa de devaluación ex post resulte diferente de la esperada no es nula, aún con máxima credibilidad en relación al curso futuro del tipo de cambio.

La tasa doméstica 'i' es también una magnitud contractual $\frac{9}{10}$, por lo que, bajo el supuesto de aversión al riesgo, la igualación del costo interno y externo del crédito debe ser tal que incluya cierta compensación a los deudores en dólares por el riesgo que asumen, y que resulta de la probabilidad no nula de eventos en los que sus expectativas cambiarias puedan verse frustradas. En caso contrario, los agentes privados serían reacios a contraer deudas en moneda extranjera.

La teoría de las decisiones de portafolio dice, entonces, que para que la cartera pasiva de un agente representativo con aversión al riesgo sea diversificada se requiere que el pasivo de costo unitario incierto tenga un costo unitario ex ante inferior al pasivo de costo cierto:

$$(13b) \quad i > r + q + e, \text{ o bien: } i = r + q + e + s$$

Es decir:

$$i = c + s = c^*$$

siendo 's' una prima por riesgo $\frac{10}{100}$, $s > 0$, necesaria para que el volumen de crédito externo neto resulte positivo.

Ceteris paribus y bajo los supuestos convencionales relativos a las características de sus funciones de utilidad, un agente representativo con aversión al riesgo requerirá, para incrementar la proporción de crédito externo en su cartera pasiva, una mayor compensación, dado el mayor riesgo total a asumir.

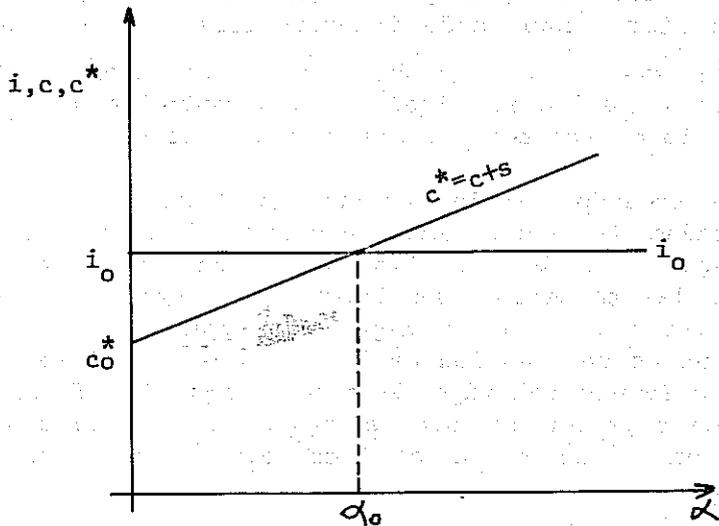
Leído de otro modo: el deudor en cuestión, llamémoslo 'j', ajusta el costo del crédito externo por riesgo imputando una prima 's' que varía positivamente con el grado de exposición.

Definiendo:

$$(14) \alpha_j = \left(\frac{DX_e}{D} \right)_j$$

puede decirse que el deudor 'j' en un mercado competitivo enfrente una situación del siguiente tipo:

GRAFICO N° 2.3.



La curva c^* refleja el costo creciente imputado al crédito externo, y dada la tasa doméstica se determina la composición de equilibrio de la cartera. Una tasa doméstica superior aumentaría el valor óptimo de α , ceteris paribus. 11/

El gráfico está trazado suponiendo dado el estado de las expectativas del agente representativo 'j' en materia de tipo de cambio futuro. Ahora bien, al asumir el enfoque tobiniano de las decisiones de cartera suponemos que podemos tratar a la devaluación esperada como una variable aleatoria, con esperanza ' \dot{e} ' y dispersión $\delta(\dot{e})$. Un aumento de la esperanza de esa distribución subjetiva de probabilidad desplazaría la curva c^* hacia arriba, reduciendo el óptimo. Pero aun cuando (\dot{e}) no varíe, el grado de confianza con que se guardan esas expectativas puede variar. Esto puede interpretarse como un aumento de $\delta(\dot{e})$, que tendería también a incrementar el riesgo asociado a cualquier nivel de α , reduciendo el α de equilibrio de agentes con aversión al riesgo.

De acuerdo con lo anterior, podrían identificarse en la prima de incertidumbre asociada al crédito externo dos componentes. Uno de ellos dependiente de la composición de las carteras para determinado estado de las expectativas (s_1), y otro componente -por el momento exógeno- que es una función de los estados de opinión sobre el curso futuro del tipo de cambio (s_2). Una forma sencilla de representar esto es suponiendo que la ordenada al origen de la curva c^* incorpora a la prima ' s_2 ', siendo:

$c_0^* = r + q + \dot{e} + s_2$, en tanto que el aumento del costo del crédito externo ajustado por riesgo que acompaña al incremento de α refleja la variación s_1 . Omitiendo los subíndices 'j' tenemos:

$$(15) \quad s_1 = s_1(\alpha); \quad s_1' > 0,$$

$$(16) \quad s_2 = s_2(\sigma(e), F, CA, \dots); \quad s_2'(\sigma(e)) > 0, \quad s_2'(F) < 0, \quad s_2'(CA) < 0$$

$$(17) \quad s = s_1 + s_2 = s(\alpha, \sigma(e), F, CA, \dots)$$

$$(12b) \quad c^* = r + q + e + s_1(\alpha) + s_2(\sigma(e), F, CA, \dots)$$

siendo 'F' el nivel de reservas y 'CA' el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos, entre otros argumentos que constituyen información sobre la evolución del sector externo de la economía, a partir de la cual los agentes privados elaboran y modifican sus expectativas sobre el tipo de cambio futuro. 12/

Supondremos que una relación del tipo de la definida en la expresión (12b) para un deudor representativo con aversión al riesgo puede establecerse también para el sector privado no bancario como agregado, de modo que valores crecientes de α para dicho sector agregado estén asociados en forma definida con mayores costos unitarios del crédito externo, costos que agregan la magnitud 'c' más una imputación por el riesgo 'exógeno' s_2 , más una imputación por el riesgo vinculado a la proporción de crédito externo en las carteras agregadas (s_1). 13/

De este modo, las ecuaciones (14), (15), (16), (17) y (12b), planteadas originalmente para un 'deudor representativo', son extendidas al sector privado no bancario como agregado.

En las condiciones planteadas el crédito externo podría crecer ilimitadamente, dada la perfecta elasticidad atribuida a la oferta internacional, pero a un costo creciente, debido al aumento progresivo del 'riesgo del deudor', tal como indica la expresión (12b).

El arbitraje de tasas tenderá a igualar, en este caso, el costo del crédito doméstico con el costo del crédito externo ajustado por riesgo. Incorporando este ajuste imputado por riesgo al costo del crédito externo ex ante podemos decir, en consecuencia, que la tasa de interés de oferta (i^s) será igual a:

$$(13c) \quad i^s = r + q + e + s(\alpha, \sigma(e), F, CA, \dots)$$

II.2. EL EQUILIBRIO DEL MERCADO

II.2.1. La demanda de crédito. Supondremos que el comportamiento de la demanda de crédito del sector privado no bancario es adecuadamente representado mediante una función del tipo convencional, de modo que:

$$(18a) \quad \frac{D^d}{P} = g(p, y, i)$$

siendo 'p' la tasa esperada de inflación, 'y' el ingreso real, e 'i' la tasa de interés nominal. En consecuencia, puede escribirse, a partir de (18a):

$$(18b) \quad i^d = h(p, y, P, D)$$

Es decir que la tasa de interés de demanda es una función de la inflación esperada, del ingreso real, del nivel de precios (siendo positivas las derivadas parciales en estos tres casos), y del volumen del crédito total en pesos corrientes (derivada parcial negativa). Las variables (p, y, P) son consideradas exógenas en este modelo.

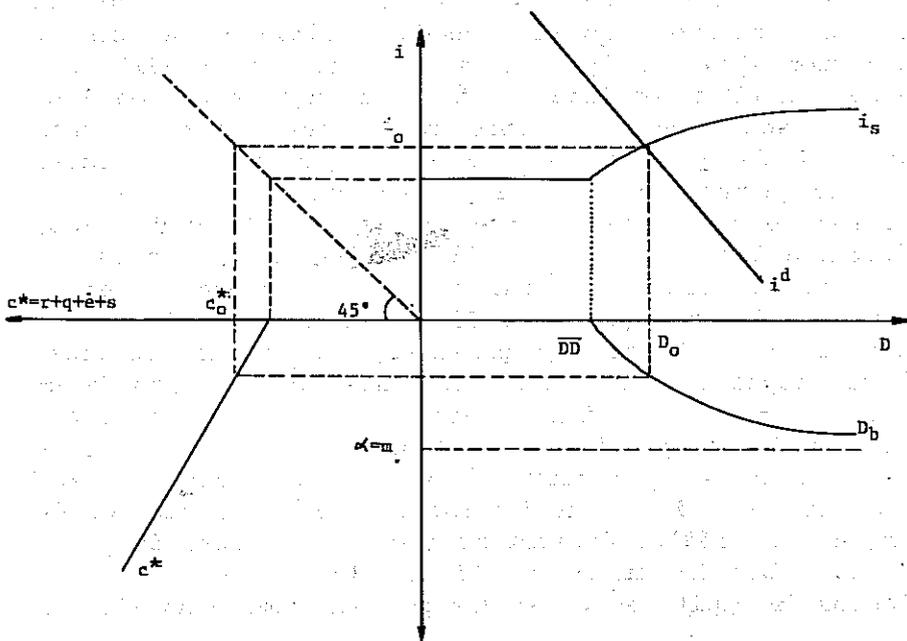
II.2.2. El equilibrio. El mercado se equilibra cuando las tasas de interés de oferta y de demanda se igualan. De (13c) y (18b):

(19) $i^s = i^d,$

$$r + q + e + s(\alpha, \sigma(e), F, CA, \dots) = h(p, y, P, D)$$

La expresión (19), condición de equilibrio de oferta y demanda agregadas de crédito, juntamente con la condición de equilibrio del sistema bancario doméstico (10d), la identidad contable (9) y la definición de α (expresión (14), para el sector privado no bancario agregado), constituyen un sistema de cuatro ecuaciones en el que se determinan simultáneamente (dados los valores de los parámetros del modelo y de las variables que hemos supuesto exógenas), los valores de: DX_e , D , α , y del nivel de reservas F . Gráficamente, suponiendo por simplicidad que las curvas c^* e i^d son lineales, la solución de equilibrio de mercado puede representarse como sigue:

GRAFICO N° 2.4.



La condición de equilibrio de los bancos (10d) puede reescribirse, dividiendo ambos miembros por 'D' y sustituyendo, de la siguiente forma:

$$(10e) D = \overline{DD} \left(\frac{m}{m - \alpha} \right)$$

Esta ecuación se representa en el cuarto cuadrante del gráfico N° 2.4. La curva D_p indica el valor de la deuda total del sector privado no bancario -neta de tenencias de activos externos-, compatible con el equilibrio del sistema bancario doméstico, para cada nivel de α (dada la oferta exógena de crédito doméstico \overline{DD}). Siendo que los bancos no mantienen reservas excedentes, el valor de equilibrio de α no puede ser mayor que el coeficiente de efectivo mínimo, al cual se aproxima asintóticamente para valores crecientes de D (dada \overline{DD}).
14/.

En el tercer cuadrante se representa el costo del crédito externo, correlacionado positivamente con α (ecuación 12b). La igualación del costo del crédito externo con el costo interno vía arbitraje (ecuación 13c) se representa en el segundo cuadrante. Las ecuaciones (10e), (12b) y (13c) determinan conjuntamente la curva que designamos ' i^s ', en el primer cuadrante. La intersección de esta última curva con la ' i^d ' (ecuación 18b) determina los niveles de equilibrio de las variables endógenas. La relación lineal entre c^* y α trazada en el gráfico 2.4. hace que la pendiente de la curva i^s hacia la derecha de \overline{DD} , si bien positiva, resulte decreciente. Si se adoptase un supuesto diferente -crecimiento de c^* a tasa constante o bien a tasa creciente al variar α , por ejemplo- la pendiente de i^s podría resultar constante o creciente. (La curva i^s está trazada para valores dados de CA y de F. Un desplazamiento de la función de demanda de crédito determinaría un nuevo punto de equilibrio sobre la misma i^s sólo si los eventuales movimientos de capitales generados por ese cambio no afectan

el nivel de reservas -por ser compensados, por ejemplo, por endeudamiento de empresas públicas- o bien si $s_F = D$. Pero si $s_F < 0$ y $AF = 0$, la curva c^* y con ella la i^S también se desplazarán.)

II.2.3. Crédito doméstico exógeno y movimientos de capital. En el modelo planteado hasta aquí, los efectos de cambios en los estados de opinión relativos al tipo de cambio futuro son claros. Un aumento de las expectativas de devaluación desplazará la curva c^* hacia la izquierda y la curva i^S hacia arriba. La tasa de interés de equilibrio tenderá a subir, aunque su efecto sobre la demanda de crédito total dependerá de la pendiente de i^d . Menos evidentes son, entre tanto, los efectos de variaciones de la oferta exógena de crédito doméstico DD . Para analizarlos pueden sustituirse, en la ecuación (19), las variables α y D por:

$$\alpha = DXe \left(DD + \frac{DXe}{m} \right)^{-1}, \text{ y}$$

$$D = \overline{DD} + \frac{DXe}{m}.$$

Suponiendo, para simplificar, que $dF = 0$ (es decir, que $d(DXe) + CA = -d(DXGe)$), que además $d(m) = 0$, y diferenciando, obtenemos la siguiente relación:

$$(20) \frac{d(DXe)}{d(DD)} = m \left(\frac{i^d \cdot D + s_\alpha \cdot \alpha}{s_\alpha (m - \alpha) - i^d \cdot D} \right); \text{ siendo } i^d = \frac{\delta i^d}{\delta D}$$

$$i^d_D < 0; \quad s_\alpha > 0.$$

$$s_\alpha = \frac{\delta s}{\delta \alpha}$$

El signo de esa expresión no es independiente de los valores de s_α e i . El enfoque monetario convencional

del balance de pagos supone que una expansión del crédito doméstico exógeno origina una salida de capitales, ceteris paribus. Si todo el dinero es circulante (o bien, si $m=1$), la salida de capitales será igual a la expansión del crédito doméstico. Naturalmente, una contracción del crédito DD, debida a medidas de política monetaria o a una situación deficitaria de la cuenta corriente del balance de pagos, por ejemplo, provocaría un flujo positivo de capitales. La política monetaria es vista, en esa concepción, como ineficaz; la misma no consigue afectar a la tasa de interés de equilibrio -dado el supuesto de certidumbre-, pero sí afecta el nivel de reservas (o la deuda externa pública, si el gobierno sigue una política compensatoria).

Si hay dinero bancario y un sistema de encaje fraccionario ($m < 1$), la expansión doméstica exógena genera una salida de capitales menor (pero esa salida originará, a su vez, una contracción adicional, endógena, del crédito doméstico, en el supuesto de que $d(D) = 0$). Suponiendo que los bancos no mantienen reservas excedentes tendríamos, en el enfoque convencional, que:

$$\frac{d(DXe)}{d(\overline{DD})} = -m$$

que equivale a:

$$\left(\frac{1-m}{m}\right) d(DXe) + d(DXe) = -d(\overline{DD})$$

Puede verse en (20) que esta última relación se verifica también en este modelo, en el caso en que $s_\alpha = 0$, es decir, en la ausencia de efectos de portafolio sobre

la tasa de interés de oferta. (Sin embargo, cabe señalar que se ha supuesto que $d(F) = 0$, lo que significa que si la cuenta corriente del balance de pagos está equilibrada o es deficitaria, el sector público debe endeudarse para sostener el nivel de reservas, cuando $d(DD) > 0$. Si no lo hace, y $d(F) < 0$, esto podría pesar sobre las expectativas de devaluación (suponiendo $s_F = 0$) provocando reducciones adicionales de DX_e , aunque los efectos 'de portafolio' sean eventualmente nulos).

Para valores de s_α mayores que cero, entre tanto, el "coeficiente de compensación" de la expansión del crédito doméstico es mayor que $(-m)$, pudiendo incluso resultar positivo. La condición de negatividad de la expresión (20) es:

$$s_\alpha \cdot \alpha < -i \cdot \frac{d}{D}$$

de modo que cuanto mayores sean s_α e i , mayores serán las probabilidades de que esa condición resulte violada.

Es claro que si $s_\alpha = 0$ la tasa de interés no será independiente de la política monetaria. Parte del efecto de una expansión del crédito exógeno será 'absorbido' por una variación de la tasa 'i'.

II.3. DESEQUILIBRIO, SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE BIENES

II.3.1. Movimientos de capital y reservas bancarias.

El modelo desarrollado hasta aquí permite destacar los efectos de cambios en las expectativas relativas al tipo de cambio futuro sobre el mercado de capitales y la posición de reservas de divisas del Banco Central. Aumentos de la prima de incertidumbre originados en el efecto

-sobre los estados de opinión- de nuevas informaciones sobre el curso de la economía y, en particular, de su sector externo, provocarían salidas de capitales aun cuando el crédito de origen interno esté inicialmente bajo control. El modelo puede eventualmente tornarse inestable si los movimientos de capital de signo negativo vuelven a alimentar las expectativas de devaluación y por esta vía la tasa de interés de oferta tal como fue definida más arriba.

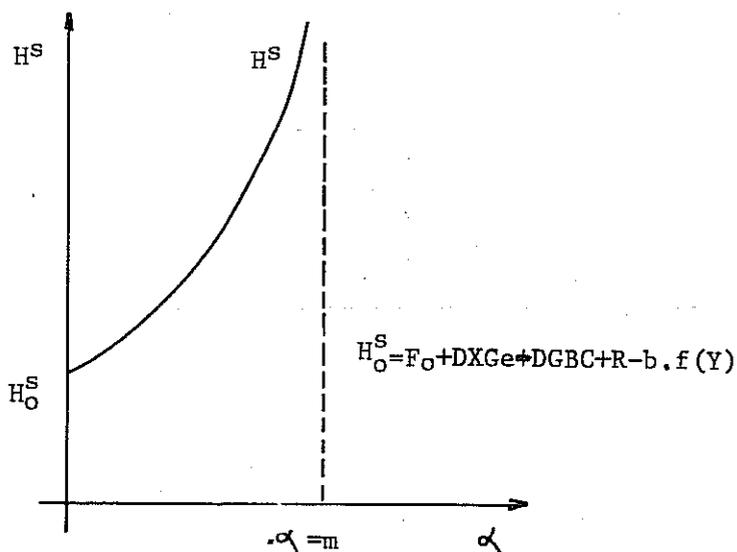
En esta sección se analizan los efectos posibles de tales movimientos de capitales sobre el sistema financiero doméstico, en el supuesto -que será fundamentado-, de que los bancos encuentran dificultades para producir los ajustes de cantidades necesarios para alcanzar la nueva posición de equilibrio de magnitudes deseadas. Para ello debemos tornar explícitas, en el modelo, las situaciones de desequilibrio de los bancos. Se discutirán también, más adelante, posibles efectos de las referidas salidas de capitales sobre los mercados de bienes, apuntando a levantar el supuesto de exogeneidad del ingreso de la economía.

Para el análisis de los efectos de las salidas de capitales sobre el equilibrio de los bancos, comencemos por retomar la relación (10d), de la cual se deduce que:

$$(10f) \quad DX_e = \overline{DD} \left(\frac{m \alpha}{m - \alpha} \right)$$

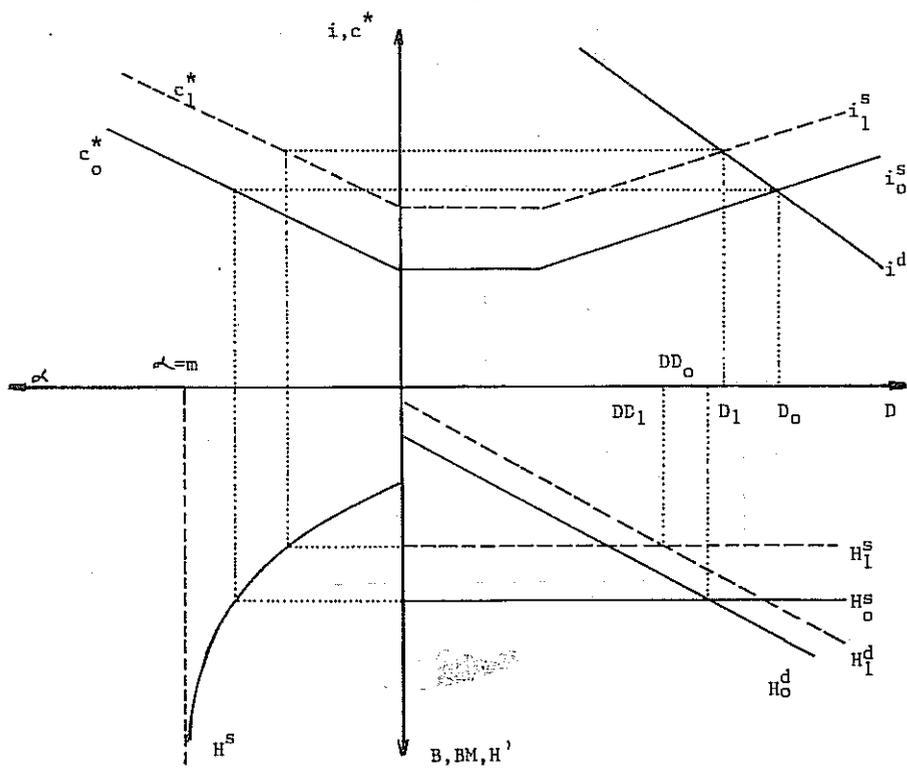
por lo cual, dadas \overline{DD} , m y α se determina DX_e compatible con el equilibrio de los bancos. De la ecuación (8b) surge, por otra parte suponiendo dadas F_0 , DX_{Ge} , $DGBC$, R , b e Y , una relación entre α y H^S tal como la que se vuelca en el gráfico 2.5 (en lo que sigue, nuevamente, y para simplificar, se supone que $s_F = 0$):

GRAFICO N° 2.5



Reuniendo en una única construcción los gráficos 2.1, 2.4 y 2.5 juntamente con la ecuación (12b) resulta:

GRAFICO N° 2.6



La secuencia de desequilibrios generada por un cambio en las expectativas de devaluación puede describirse, con la ayuda del gráfico 2.6 como sigue.

Ante un aumento de la tasa esperada de devaluación o bien de la varianza de la distribución subjetiva de probabilidad asociada a la misma (y suponiendo, como ya se dijo, que el espectro de expectativas individuales se mueve en la misma dirección), la tasa de interés de oferta tenderá al alza, produciéndose inicialmente un exceso de demanda de 'bonos' en dólares y un exceso de oferta de activos nominados en pesos ('bonos' y dinero).

Suponiendo que el mercado de divisas ajusta con rapidez (y que $i \frac{d}{D} > -\alpha$) se producirá una salida de capitales. En el gráfico esto se refleja en la reducción de la relación α de equilibrio, como puede verse en el segundo cuadrante.

Como se indica en el tercer cuadrante, la salida de capitales producirá, ceteris paribus, una reducción de la oferta de reservas bancarias H^S , de H^o a H^1 . La curva H^d también se desplaza, dado que el público sustituye depósitos en bancos por dólares que utiliza para reducir su deuda neta con el exterior. No obstante, como se vio en la sección (2.1.3), el desplazamiento de H^d será menor que el de H^S , por lo que se desequilibran las carteras de los bancos, desequilibrio que será mayor cuanto menor sea el coeficiente de efectivo mínimo.

Los bancos deberán reducir el crédito de DD_0 a DD_1 para equilibrar sus carteras.

Entre tanto, la posibilidad de reducir DD en la magnitud necesaria (es decir, la efectiva operación del

multiplicador bancario) dependerá de la situación de liquidez, en pesos, de los deudores. Esta situación depende, a su vez, de sus tenencias de activos líquidos aceptables por los bancos, y de las posibilidades de realizar en el mercado tenencias de activos de menor liquidez (es decir, sustituir otros activos por dinero). Naturalmente, las situaciones que puede enfrentar la economía, alcanzado este punto, son muy diversas según su evolución previa. Supóngase, por ejemplo, que se ha transitado por un período de tasas de interés reales negativas, de modo que los stocks de activos físicos en poder del sector privado, financiados con deuda bancaria, han crecido a una tasa superior a la de los activos en pesos aceptables por los bancos, al menos en algunos sectores de importancia. Siendo así, el intento de los bancos de reducir el crédito a esos sectores, elevando la tasa de interés podría llevar a los deudores, firmas productivas básicamente, a intentar realizar stocks simultáneamente, resultando una sincronización autodestructiva de las decisiones individuales. Los precios de los bienes-stock caerían deteriorando las cuentas patrimoniales de las firmas, y si éstas no logran reducir su endeudamiento en pesos, la suba de la tasa de interés por parte de los bancos tendría el efecto perverso de aumentar, en lugar de reducir, la demanda de crédito doméstico.

El sistema financiero tendería a tornarse más segmentado, y el exceso de oferta de bienes-stock tendría como contrapartida un exceso de demanda efectiva de crédito que en realidad las cuentas no revelarían como tal, sino probablemente como un aumento de los redescuentos del Banco Central al sistema financiero. Si el Banco Central no actúa, en su rol de banquero de última instancia, sobrevendría una crisis abierta si la magnitud del desequilibrio fuese significativa.

En el gráfico 2.6 esta intervención vía redescuentos del Banco Central se representaría como un desplazamiento de la curva R^S del tercer cuadrante hacia abajo

(también \overline{DD} se moverá, en el primer cuadrante, hacia la derecha), de modo que se tenderá eventualmente a financiar el nivel de crédito efectivamente demandado por el sector privado.

De hecho, mediante esa operación, en la situación planteada, el Banco Central 'compra' deuda privada en pesos, con la que este sector financia sus activos ahora invendibles, por una parte, y las salidas de capitales, por otra 15/.

II.3.2. Flujos y Stocks. Las decisiones de portafolio del sector privado ante un aumento de las expectativas de devaluación pueden generar, como se señaló, una caída de la demanda efectiva de bienes. Para determinado nivel de deuda el sector privado desea ahora una menor proporción de deuda en dólares, pero adicionalmente, es probable que la deuda total se reduzca, y esa contracción puede implicar la realización de activos físicos, de existencias.

Este tipo de efectos sobre la demanda efectiva permite apuntar a hacer endógena la determinación del ingreso, suponiendo precios imperfectamente flexibles.

Una vía para hacerlo es la convencional de los modelos tipo IS-LM, en los que la tasa de interés es el nexo entre los mercados de activos y los mercados de bienes-flujo. Otra vía puede ser la propuesta por Tobin 16/, en la que las decisiones de cómo y cuánto acumular no son separables.

Podría por ejemplo definirse una relación del tipo de la siguiente:

$$(21) \quad D_t(i, \dots) = DD_t(i, \dots) (1 - \alpha) + DXe_t(i, \dots) \alpha = K_t(i, \dots)$$

Siendo X_t la tasa de variación de X en ' t '. La variable K_t indica la variación deseada del stock de capital en ' t ', expresada como tasa, y es al mismo tiempo la demanda de crédito, suponiendo que el capital de las firmas es financiado únicamente de este modo. Entre tanto, D_t es la oferta de crédito, expresada también como tasa.

Suponiendo que, ante una situación de desequilibrio como la descrita más arriba, generada por un aumento de las expectativas de devaluación, la tasa de acumulación

K ajusta en forma relativamente lenta -por problemas de costos de transacción, indivisibilidades, etc.-, mientras que el mercado de divisas ajusta muy rápido, una caída de DX_e puede incluso exigir un aumento del crédito doméstico DD , que en este caso se determinaría por diferencia, si el Banco Central soporta al sistema financiero en su función de banquero de última instancia.

Entre tanto, en el supuesto de que el ingreso es determinado por la demanda efectiva, el mismo será función de K . De este modo el enfoque propuesto permitiría combinar como planos de un mismo proceso las crisis cambiaria y financiera y la recesión, elementos que coinciden temporalmente en la Argentina a fines de 1980 y comienzos de 1981, estrechamente relacionados con las decisiones de cartera del sector privado asociadas a los cambios de los estados de opinión sobre, en particular, el curso futuro del tipo de cambio.

II.3.3. Pasivos y desequilibrios. Si se observa la expresión (10b) de equilibrio de las carteras bancarias, y se supone que DD es relativamente inflexible debido a los problemas de liquidez mencionados, surge que las variaciones negativas de DX_e tienen que ser compensadas por cambios en alguna otra variable, eventualmente los redescuentos R , aunque DX_{Ge} , DGB y $DGBC$ pueden también jugar un rol, sustitutiva o complementariamente.

Suponiendo que todo el movimiento compensatorio recaiga sobre R, y diferenciando la expresión (10b) resulta:

$$d(\overline{DD}) = 0 = \frac{1}{m} R + \left(\frac{1-m}{m}\right) d(DXe)$$

de donde:

$$(22) \quad d(R) = (m-1) d(DXe), \text{ o bien}$$

$$d(\overline{DD}) = \left(\frac{m-1}{m}\right) d(DXe)$$

Es decir que \overline{DD} (que no puede ya considerarse propiamente como 'oferta exógena' de crédito) crece como consecuencia de los redescuentos que el Banco Central debe otorgar para sustentar al sistema financiero.

Ex post, se contabilizará una caída de DXe asociada a la expansión del crédito doméstico 'exógeno'. Sin embargo, como se mostró, la relación (22) no siempre puede leerse como se lo hace habitualmente a partir del enfoque monetario convencional del balance de pagos. En el ejemplo que se discutió arriba, la relación causal no va de expansión doméstica a movimientos de capital, sino a la inversa. De hecho, el Banco Central se ve forzado a intervenir, ya que el mercado no puede resolver en forma no traumática el desequilibrio que se ha generado.

Si las expectativas de los 'especuladores devaluacionistas' son tales que prácticamente ninguna tasa de interés doméstica viable revierte el signo de los movimientos de divisas, el Banco Central puede no tener más opciones que apuntalar al sistema financiero o bien dejar avanzar a la crisis. Si apuntala al sistema financiero y se mantiene la libertad cambiaria, el drenaje de divisas puede continuar, y esto aun con las cuentas fiscales bajo control.

La conclusión convencional, que identifica como factor activo en el mercado al crédito doméstico exógeno supone, explícita o implícitamente, una demanda de dinero estable en términos cuantitativos. Dado ese supuesto, como los agentes privados pueden ajustar sus saldos reales a los niveles deseados sustituyendo dinero por otros activos, financieros o físicos, la caída de reservas es interpretada como consecuencia de la aparición de una perturbación 'del lado de la oferta' en los mercados de crédito/dinero. Las cuentas monetarias y el balance de pagos mostrarán, ex post, resultados que no contradicen esa hipótesis, pero, como se vio, el proceso puede explicarse de un modo muy diferente.

La estabilidad cuantitativa de la demanda de dinero puede considerarse un supuesto extremadamente restrictivo (particularmente en una economía con inflación crónica y una larga memoria de inestabilidad en su sector externo, como es el caso de la Argentina).

Partiendo desde un enfoque del tipo convencional, se encuentran serias dificultades para incorporar problemas de desequilibrio como el tratado en este capítulo. Entre otras razones, contribuye a ello el dejar de lado en el análisis, habitualmente, los pasivos de las hojas de balance del sector privado, concentrándose en el activo. Como señala Benjamín Friedman, (Friedman, 1983), no es ésta una mera cuestión de definición (ya que el balance necesariamente se compensa). El hecho es que hay información relevante en las cuentas del pasivo, información no contenida en la hoja del activo. Relevante para las decisiones de la firma, por un lado, y para definir su capacidad de ajustarse ante shocks exógenos a ella, por otro. Naturalmente, esta distinción tiene sentido en desequilibrio. En un mundo walrasiano todos los bienes son, en equilibrio, perfectamente líquidos, y no habiendo problemas de liquidez no puede hablarse propiamente de estructura financiera de las firmas. Sin costos de ajuste y sin indivisibilida-

des, las decisiones del pasado son enteramente reversibles, las carteras son perfectamente flexibles, y la crisis queda excluida ab initio.

II.3.4. Liquidez y crisis. Aunque esto no suele explicitarse con claridad, los modelos que enfocan con exclusividad el lado de los activos monetarios del sector privado, tienden a englobar los mercados de capitales y crédito del 'lado real' de la economía, cuya posición de equilibrio se resuelve según lo establece la "teoría económica bien desarrollada resumida en las ecuaciones walrasianas del equilibrio general" (Friedman, M., 1970).

Desequilibrios monetarios afectarían básicamente al nivel de precios, en los mercados de bienes, y al tipo de cambio en una economía abierta con paridad flotante. Con tipo de cambio fijo habría ajuste de cantidades en el sector externo (movimientos de reservas).

En este punto pueden efectuarse algunas comparaciones tentativas entre las teorías relativas a los mercados de crédito y de trabajo. Las analogías, que cabe tomar con cuidado, resultan del hecho de que en esos mercados se efectúan transacciones extendidas en el tiempo.

Tales transacciones se concretan en valores monetarios, y su valor real no puede determinarse al momento del contrato: resulta pasando aquí por alto el problema de definir qué se entiende por valor real del funcionamiento global de la economía. En las teorías ortodoxas, el supuesto de un mercado de trabajo de 'salarios reales' encuentra contrapartida en la 'esfera monetaria', en cierto sentido, en el mecanismo de ajuste de los saldos reales de dinero a los niveles deseados. Este último supuesto se presenta inicialmente como plausible, pero si se mira simultáneamente la hoja de los pasivos, en particular en la perspectiva de la discusión previa, pa-

rece necesario repensar los términos en que se plantea la cuestión.

De cualquier manera, los supuestos convencionales pueden resultar en buena medida plausibles para una economía que venga desenvolviéndose normalmente dentro de un 'corredor' de estabilidad, que no es el tipo de economía que aquí nos ocupa.

La discusión previa y el modelo que se ha presentado permiten, entre tanto, abstraer un rasgo de las crisis financieras que es el esencial en un plano teórico: su carácter de fenómeno de liquidez.

El problema que el mercado debe resolver es el de distribuir los costos de decisiones tomadas en el pasado y que, dado el cambio de las expectativas, se han transformado en decisiones ruinosas, justamente porque los bienes no son líquidos y las decisiones de inversión que hoy se revelan desacertadas no pueden revertirse.

Las variaciones de precios no logran resolver el problema: subas de tasas complican aún más la situación de las firmas endeudadas, caídas de precios de activos deterioran el patrimonio de las firmas.

La eventual intervención del Banco Central evita así, en parte, la profunda desorganización a la que el proceso podría llevar librado a sus propias fuerzas, facilitando las transferencias intersectoriales de riqueza

17/.

Si bien la crisis es centralmente, desde una perspectiva teórica, un fenómeno ligado a problemas de liquidez (asociado a la contracción endógena de la liquidez, según el análisis de Minsky -1975-), no cabe minimizar otros factores normalmente ligados a su desarrollo; en particular, y apuntando al caso argentino, que se describe más adelante, es importante destacar el de-

terioro de la rentabilidad de ciertos sectores productivos como un factor desencadenante de la crisis. Otros elementos particulares, como la existencia de garantía a los depósitos en un contexto de tasas de interés libres 18/ pueden también estar presentes dando tonos particulares de orden menor, al tema más general que se trata arriba.

III. ESTIMACIONES

Las ecuaciones de tasa de interés de oferta (13c) y de tasa de interés de demanda (18b) o, alternativamente, de demanda de crédito (18a), son las piezas centrales del modelo desarrollado en la sección anterior. Otro elemento importante, el supuesto de que los bancos no mantienen reservas excedentes, es avalado por los datos, como ya se señaló. Las dos primeras ecuaciones serán objeto de estudio empírico en esta sección, apuntando a evaluar la capacidad descriptiva del modelo para el período que media entre junio de 1978 y marzo de 1981.

III.1. LA PRIMA DE INCERTIDUMBRE

En el modelo planteado en la sección anterior, la tasa de interés de oferta resulta igual a:

$$(13c) \quad i^S = r + q + e + s (\alpha, \sigma (e), F, CA, \dots)$$

Ahora bien, para el período de pautas cambiarias anticipadas puede suponerse que la devaluación esperada coincide con dichas pautas, aunque varíe el grado de confianza con que se guardan esas expectativas a lo largo del período. Entre tanto 'r' está exógenamente determinada y 'q' es un costo mensurable al concretar la operación. De modo que (en términos de tasas continuas) la prima de riesgo ex ante puede, para ese período, calcu-

lárase por diferencia entre la tasa de interés nominal doméstica y la suma $(r + q + \dot{e})$.

La tasa de interés de mercado no necesariamente es de equilibrio, sin embargo, de modo que la prima de incertidumbre observada s incorpora la prima ex ante s más un término ϵ que refleja la situación de desequilibrio:

$$i - (r + q + \dot{e}) = \bar{s} = s + \epsilon$$

Suponiendo que la tasa de interés ajusta con rapidez, de modo que $\epsilon \cong 0$, la variable \bar{s} será un buen estimador de la prima ex ante. Supondremos que esta condición se cumple para el período de pautas cambiarias prefijadas.

En tanto la suma $(r + q + \dot{e})$ puede considerarse exógenamente determinada en dicho lapso, el comportamiento de 's' es decisivo para explicar la evolución de la tasa de interés doméstica.

El modelo de portafolio de la sección anterior plantea a 's' como una función de diversas variables que contribuyen a la formación de los estados de opinión del público sobre el curso futuro del tipo de cambio. Estas variables reflejan, fundamentalmente, el desempeño del sector externo de la economía.

Evaluaremos en particular la hipótesis de que la evolución de los saldos de cuenta corriente del balance de pagos y del nivel de reservas se correlacionan con la prima de incertidumbre s .

La función a estimar:

$$s = s(\alpha, \sigma(e), F, CA, \dots)$$

fue especificada del siguiente modo:

$$\bar{s}_t = a_0 + a_1 \left(\frac{CA}{F}\right)_t + a_2 \left(\frac{DXe}{D}\right)_t + \mu_t$$

y también como:

$$\bar{s} = a'_0 + a'_1 CA_t + a'_2 F_t + a'_3 \left(\frac{DXe}{D}\right)_t + \mu_t$$

siendo las definiciones operacionales de las variables las siguientes:

- \bar{s}_t : prima de incertidumbre media del trimestre t. Los valores mensuales de s corresponden a la relación $\bar{s} = i - (r + q + e)$, en términos de tasas continuas.
- CA: saldo medio de la cuenta corriente del balance de pagos en los trimestres (t, ..., t-3).
- F : posición general de reservas del sistema monetario, promedio de los trimestres (t, ..., t-3).
- $\left(\frac{DXe}{D}\right)_t = \alpha_t$: razón entre el crédito externo privado neto y el crédito privado total (para forma de cálculo y serie, ver cuadro N° 1).

El coeficiente a_1 pretende captar el impacto de la evolución del sector externo sobre la prima de incertidumbre. Saldos desfavorables crecientes de la cuenta corriente, dado el nivel de reservas, estarían asociados a niveles crecientes de s. El efecto sobre s será mayor cuanto menor sea F. El signo esperado de a_1 es en consecuencia negativo.

La variable (CA/F) fue acotada, con un máximo nulo. Es decir que si la cuenta corriente arroja saldos positivos hacemos $(CA/F) = 0$, ya que no parece razonable suponer que se asuma valores negativos, en equilibrio.

Un problema que presenta la estimación de la prima de incertidumbre resulta del reducido número de observaciones, dado que la política de pautas cambiarias se extendió a lo largo de nueve trimestres. A pesar de esta limitación, que compromete el nivel de significación estadística de los coeficientes, los resultados no permiten rechazar la hipótesis de que la relación CA/F explica alrededor del 70% de la varianza de s .

Se realizaron también regresiones con datos mensuales, haciendo a s_t función de las mismas variables, pero definiendo:

CA_t : saldo de la cuenta corriente del balance de pagos en el trimestre calendario que incluye al mes t .

F_t : posición general de reservas del sistema monetario en el mes t .

$(\frac{DXe}{D})_t$: relación α en el mes t (cuadro N° 1).

Los resultados obtenidos se vuelcan en el cuadro siguiente.

VARIABLE EXPLICADA: S

Período Estimación	Método	Constante	VARIABLES EXPLICATIVAS		Obs.	F	R ²	E.E.R.	D.W.
			CA*	F*					
1) Trimestres 79/1 a 81/1	MCO	1,718 (6,10)	-	-	9	15,67	0,6912	0,623	1,85
				-12,64 (-3,95)					
2) Trimestres 79/1 a 81/1	MCO	1,917 (1,30)	-0,993 (-3,05)	-0,019 (-0,1317)	9	5,74	0,657	0,709	2,16
3) Trimestres 79/1 a 81/1	MCO	2,509 (0,227)			9	6,72	0,692	0,673	1,83
				-10,29 (-0,312)					
4) Trimestres 79/1 a 81/1	MCO	1,507 (4,28)	-1,10 (-3,53)		9	12,52	0,64	0,672	2,37
5) Meses 79/1 a 81/3	MCO	1,718 (8,42)			27	29,11	0,537	0,771	0,677
				-6,83 (-5,39)					

* En miles de millones de dólares corrientes.

Coefficientes "t" entre paréntesis.

La regresión (1) confirma lo esperado en relación al signo del coeficiente a_1 , que resulta significativamente distinto de cero al 95%. También la constante es estadísticamente significativa. Este resultado coincide con el obtenido por Winograd (1984) y con el reflejado por las regresiones (2), (4) y (5). Si pudiese pensarse en una función estable de formación de expectativas de devaluación en base al desempeño del sector externo en el período en cuestión, la positividad de la constante -que oscila entre 1.50 y 1.70% mensual- podría entenderse como reflejo del hecho de que la probabilidad de modificaciones de la regla cambiaria no es nula, por lo que, al menos que cuenten con seguros de cambio, los agentes privados atribuirán algún riesgo a sus pasivos en moneda extranjera, aun con una cuenta corriente equilibrada.

En la regresión (2) se introduce la variable $\alpha = DX_e/D$, intentando captar los efectos de portafolio sobre la prima 's'. El signo del coeficiente a_2 es contrario a lo esperado y todos los coeficientes resultan no significativamente distintos de cero.

Este resultado, en apariencia contradictorio con la hipótesis teórica propuesta, encuentra dos explicaciones posibles al menos, mutuamente interdependientes.

En primer lugar, la proporción α (cuadro N° 1) descendió sistemáticamente, ya desde abril de 1979, a pesar de los fuertes ingresos de divisas posteriores, a lo largo de ese año. La reducción de α se debió en gran medida a la fuerte expansión del multiplicador bancario, producto de reducciones de m , el coeficiente de efectivo mínimo.

Como se vio en la discusión teórica de la sección previa, α de equilibrio no puede superar al coeficiente m (dados los supuestos del modelo). De este modo,

la relación α tendió a caer juntamente con las fuertes bajas de m .

Debido en parte a lo anterior, cabe concluir que los efectos de portafolio (asociados a la prima que indicamos como s_1 en la sección anterior) tendieron a ser poco significativos, comparados con los cambios de s debidos a variaciones en los estados de opinión (asociados a la prima s_2). De esta manera, y en segundo lugar, entre s y (DXe/D) se produce un fenómeno de causalidad invertida: subas de s originadas en el impacto de los déficit del sector externo sobre las expectativas impactan a su vez sobre α .

La regresión (5), con datos mensuales, muestra un valor de la constante similar al de la regresión (1) y un coeficiente a_1 significativo, aunque los residuos presentan una elevada autocorrelación.

Adicionalmente, se planteó una hipótesis de ajuste parcial:

$$\bar{s}_t - \bar{s}_{t-1} = \gamma (s_t - \bar{s}_{t-1})$$

es decir

$$\bar{s}_t = \gamma s_t + (1 - \gamma) \bar{s}_{t-1}$$

y siendo

$$s_t = a_0 + a_1 (CA/F)_t$$

Resulta:

$$\bar{s}_t = \gamma a_0 + \gamma a_1 (CA/F) + (1 - \gamma) \bar{s}_{t-1}$$

Obteniéndose el siguiente resultado:

$$\bar{s} = 1,418 - 10,55 (CA/F) + 0,20 \bar{s}_{t-1}$$

$$(2,44) \quad (-2,17) \quad (.596)$$

$$EE: 0,654 \quad F = 7,29 \quad R^2 = 0,70$$

$$DW = 2,20 \quad N = 8$$

El coeficiente de \bar{s}_{t-1} es reducido y no significativamente distinto de cero, por lo que no puede rechazarse la hipótesis de que el período de ajuste de \bar{s} es de alrededor de un trimestre.

La conclusión central del análisis de la prima de incertidumbre en el período enero/79 - marzo/81 es la de que no puede rechazarse la hipótesis de que el desempeño del sector externo explica, vía expectativas, alrededor de 70% de la varianza de \bar{s} , fenómeno que está en la base, a su vez, de la variabilidad de las tasas de interés nominales en el período.

III.2. LA DEMANDA DE CREDITO

La ecuación de demanda de crédito:

$$(18a) \frac{D^d}{P} = g(p, y, i),$$

siendo 'p' la inflación esperada, 'y' el ingreso real e 'i' la tasa de interés activa, fue especificada en forma logarítmica.

$$(18c) \ln D^d - \ln P + \ln g(p, y, i)$$

definiéndose la siguiente hipótesis de ajuste parcial:

$$\ln D_t - \ln D_{t-1} = \lambda \left(\ln D_t - \ln D_{t-1} \right)$$

de donde, por (18c):

$$\ln D_t = \lambda \ln P_t + (1 - \lambda) \ln D_{t-1} + \lambda \ln g(p, y, i)_t$$

Diferenciando esta última expresión, y haciendo, alternativamente:

$$d[\ln g(p, y, i)] = a_1 (i-p)_t + a_2 Y_t, \text{ o bien:}$$

$$d[\ln g(p, y, i)] = a_3 \Delta (i-p)_t + a_2 Y_t$$

resulta:

$$(23a) \dot{D}_t = \lambda \dot{P}_t + (1 - \lambda) \dot{D}_{t-1} + \lambda a_1 (i-p)_t + \lambda a_2 Y_t$$

$$(23b) \dot{D}_t = \lambda \dot{P}_t + (1 - \lambda) \dot{D}_{t-1} + \lambda a_3 \Delta (i-p)_t + \lambda a_2 Y_t$$

Las ecuaciones (23a) y (23b) fueron estimadas definiendo las variables X_t como:

$$X_t = \frac{X_t - X_{t-3}}{X_{t-3}}$$

Los subíndices t indican meses. La definición de X_t señala que, para las variables especificadas como tasas, el dato correspondiente a cada mes es la tasa del trimestre que concluye en dicho mes. Es decir, se trata de

datos trimestrales superpuestos. La variable endógena rezagada que en 23a y 23b se indica como D_{t-1} , es, en las estimaciones, la tasa de crecimiento del crédito en el trimestre anterior al que concluye en el mes 't', correspondiendo en realidad indicar a la variable rezagada mencionada como: D_{t-3} .

La variable D_t , crédito total al sector privado, fue calculada según se detalla en el cuadro N° 1.

La tasa de interés real esperada $(i - p)_t$ es la media de las tasas reales esperadas mensuales del trimestre. Estas a su vez se calcularon sobre la base de las tasas activas nominales mensuales volcadas en el cuadro N° 7, y una tasa de inflación esperada calculada de acuerdo a una hipótesis de expectativas adaptativas con memoria de dos trimestres:

$$P_t = 0,6 \sum_{i=1}^3 P_{t-i} + 0,4 \sum_{i=4}^6 P_{t-i}$$

Por su parte $\Delta (i-p)$ es la variación de las tasas medias esperadas trimestrales entre el trimestre $(t, \dots, t-3)$ y $(t-4, \dots, t-6)$.

Se realizaron estimaciones para diferentes períodos, comenzando en junio de 1978. Para todas las estimaciones hasta marzo de 1981, el coeficiente (λa_1) de la tasa de interés real esperada resultó significativamente distinto de cero, con el signo esperado y valor absoluto superior a 3. El coeficiente (λa_3) , en cambio, no resultó significativamente distinto de cero en ningún caso. En el cuadro la variable $\Delta (i-p)$ está presente sólo en la regresión N° 9, y allí el coeficiente tiene incluso el signo contrario al esperado.

El coeficiente λ_{a_2} , entre tanto, resultó en general no significativamente distinto de cero y con signo contrario al esperado en la mayor parte de los casos. La reducida magnitud de las tasas de variación del producto real, frente a las tasas de inflación y de crecimiento del crédito nominal hacen que este resultado no se aleje de lo previsible.

En cuanto a la variable explicativa P , puede verse el comportamiento disímil de los coeficientes estimados, para distintos índices de precios.

En el cuadro se designa como P_1 a la tasa de inflación mayorista, nivel general, y como P_2 a la tasa correspondiente al IPM sin alimentos ni bebidas.

Los coeficientes son similares para el período inicial, hasta 1979/09, pero luego divergen. Mientras el coeficiente de P_1 resulta mucho menor y pierde significación estadística, para las regresiones en que se utiliza la variable P_2 los resultados son mucho más estables a lo largo de todo el período -hasta marzo/81-.

En este caso, λ tiende a oscilar entre 0,40 y 0,50, con un mínimo de 0,385 y un máximo de 0,568.

Tal resultado puede atribuirse a la divergencia de los índices de precios registrada a partir del último cuatrimestre de 1979. En ese período se observa, además del efecto de la apertura comercial sobre los precios de los bienes comercializables, un fuerte rezago relativo del precio de la carne, que arrastra al componente 'alimentos' del IPM.

Esta caída relativa afecta en mucho menor medida al IPM sin alimentos ni bebidas, que es el que proporciona

un mejor ajuste. Es razonable suponer que el grueso de la demanda de crédito proviene de sectores productivos que son afectados en sus costos y precios sólo en pequeña medida (en forma directa) por variaciones del precio de la carne y sustitutos, y esto contribuiría a explicar los mejores resultados obtenidos con el índice sin alimentos.

Para la regresión (10), que es la trazada en el gráfico N° 3.1, el coeficiente de P_2 es: $\lambda = 0,4737$, que supone un período de ajuste de poco más de dos trimestres 2/.

El coeficiente de D_{t-3} , para las regresiones que incluyen a P_2 , es decir, el IPM sin alimentos, resulta también bastante estable; oscilando, hasta marzo/81, entre un mínimo de 0,57 y un máximo de 0,78. En todos los casos el coeficiente $(1 - \lambda)$ resulta significativamente distinto de cero.

Para las regresiones con P_2 como variable explicativa, en ningún caso puede rechazarse (al 95%) la hipótesis de que la suma de los coeficientes de P_t y D_{t-3} , es decir,

$$[\lambda + (1 - \lambda)] , \text{ es igual a uno.}$$

Puede decirse que el tercer trimestre de 1980 fue 'atípico', debido a que, al comienzo del mismo se alteraron las reglas para el ingreso de capitales externos, en materia de plazos. Hasta entonces el plazo mínimo de amortización era de un año, plazo éste que fue entonces, eliminado, produciéndose un rápido 'ajuste de stocks'. Hubo un fuerte y rápido ingreso de capitales fruto de este cambio de reglas. Se incluyó una variable 'dummy' para captar este efecto, asignándole valor 1 para julio, agosto y setiembre de 1980. En todos los casos esta variable resultó significativa, con valores superiores a 10%.

VARIABLE EXPLICATIVA: DL

Periodo de Estimación	Constante		Variables explicativas							Obs.	F	R ²	E.S.R.	D.W.
	P ₁	P ₂	D _{t-3}	(L-p)	(L-p)	y	Dummy Jor. Tr. 80							
1 1978-06/ 1978-09	0,0313 (0,718)	-	0,3786 (2,79)	-3,61 (-3,50)	-	0,0458 (1,38)	-	16	24,80	0,90	0,0161	1,975		
2 1978-06/ 1978-09	-0,0430 (-0,5460)	0,5682 (2,59)	0,6426 (3,31)	-3,06 (-2,255)	-	0,0415 (0,75)	-	16	9,23	0,77	0,025	1,90		
3 1978-06/ 1980-03	0,0572 (1,045)	-	0,672 (4,04)	-3,805 (-4,29)	-	-0,0097 (-0,236)	-	22	16,07	0,79	0,0232	2,09		
4 1978-06/ 1980-03	-0,0377 (-0,586)	0,4122 (3,09)	0,7848 (5,30)	-3,589 (-2,933)	-	0,0015 (0,034)	-	22	13,18	0,756	0,025	1,96		
5 1978-06/ 1980-06	-0,04764 (-0,762)	0,48008 (3,76)	0,7541 (5,13)	-4,348 (-4,023)	-	-0,03834 (-1,037)	-	25	27,36	0,845	0,0259	1,71		
6 1978-06/ 1980-12	0,02645 (0,4855)	0,305 (3,00)	0,571 (4,47)	-4,428 (-3,769)	-	-0,459 (-1,152)	0,1062 (4,381)	31	28,26	0,849	0,029	1,25		
7 1978-06/ 1981-03	0,1384 (3,45)	-	0,389 (3,54)	-3,066 (-4,73)	-	-0,0533 (-1,26)	-	34	36,51	0,834	0,032	0,89		
8 1978-06/ 1981-03	-0,0234 (-0,48)	0,4780 (4,19)	0,6727 (5,55)	-4,144 (-4,72)	-	-0,024 (-0,53)	0,1209 (5,73)	34	57,24	0,9108	0,029	1,32		
9 1978-06/ 1981-03	-0,01856 (-0,28)	0,4719 (3,71)	0,6602 (4,04)	-4,233 (-3,62)	0,237 (0,117)	-0,024 (-0,61)	0,1195 (4,9)	34	46,02	0,9109	0,0302	1,32		
10 1978-06/ 1981-03	-0,02567 (-0,53)	0,47379 (4,21)	0,6829 (5,74)	-4,021 (-4,74)	-	-	0,11875 (5,77)	34	72,95	0,9096	0,0294	1,30		
11 1978-06/ 1981-06	0,00 (0,00)	0,747 (4,75)	0,375 (2,33)	-2,713 (-2,66)	-	-0,04 (-0,6)	0,08 (2,45)	37	28,78	0,769	0,048	0,56		

P₁ = tasa de inflación, IPH nivel general.

P₂ = tasa de inflación, IPH sin alimentos ni bebidas.

Método: M.C.O.

GRAFICO N° 3.1

Estimación de la función de demanda de crédito y proyecciones

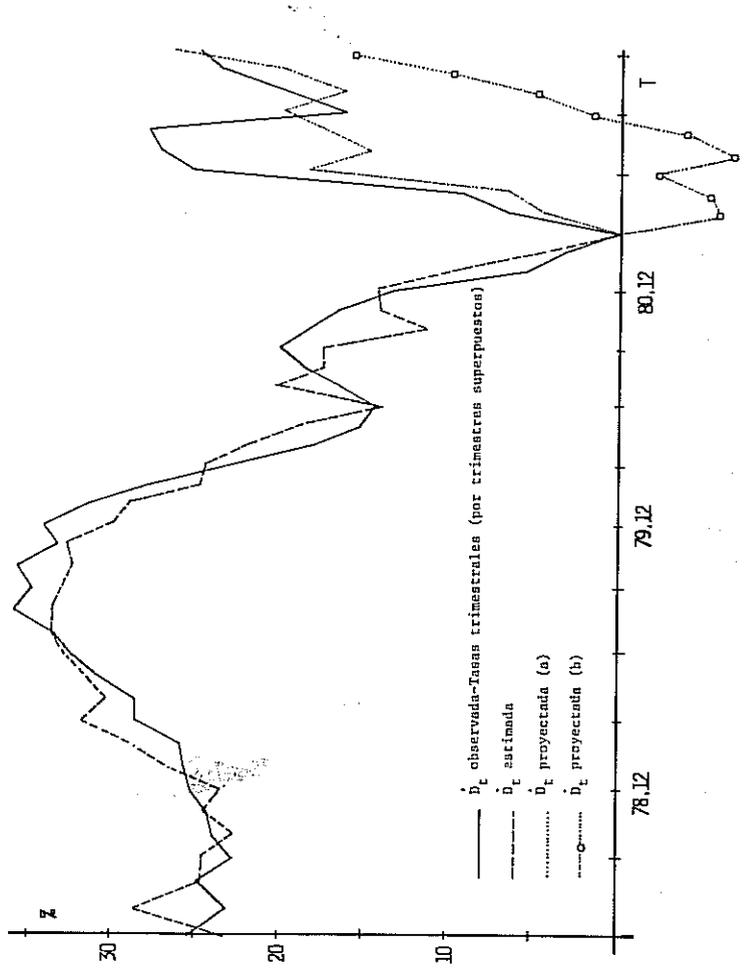


GRAFICO N° 3.2

Crédito total del sector privado, crédito doméstico en pesos e inflación

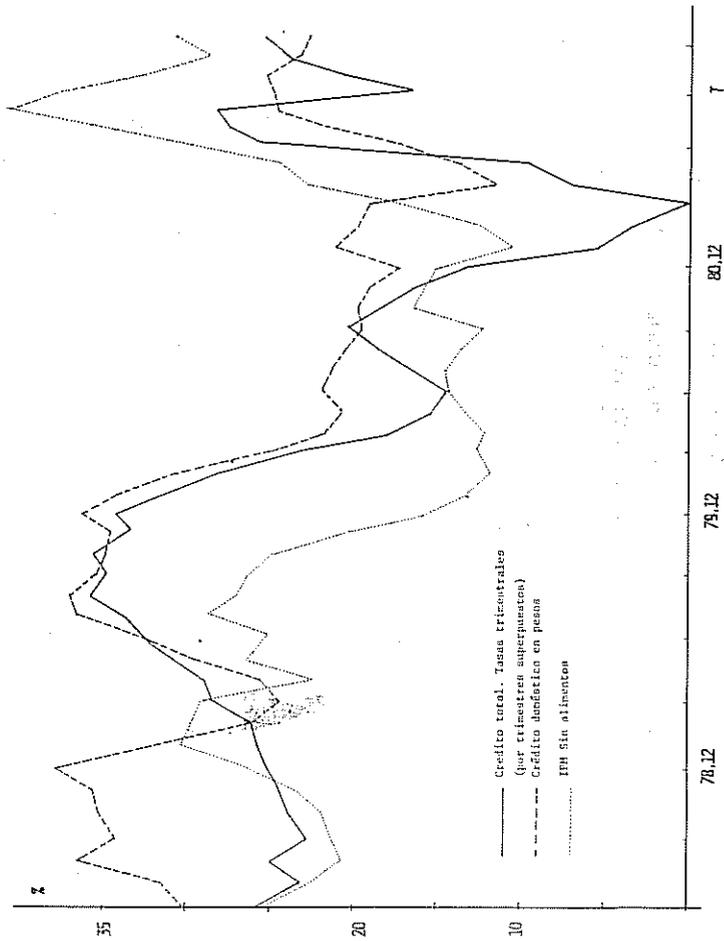
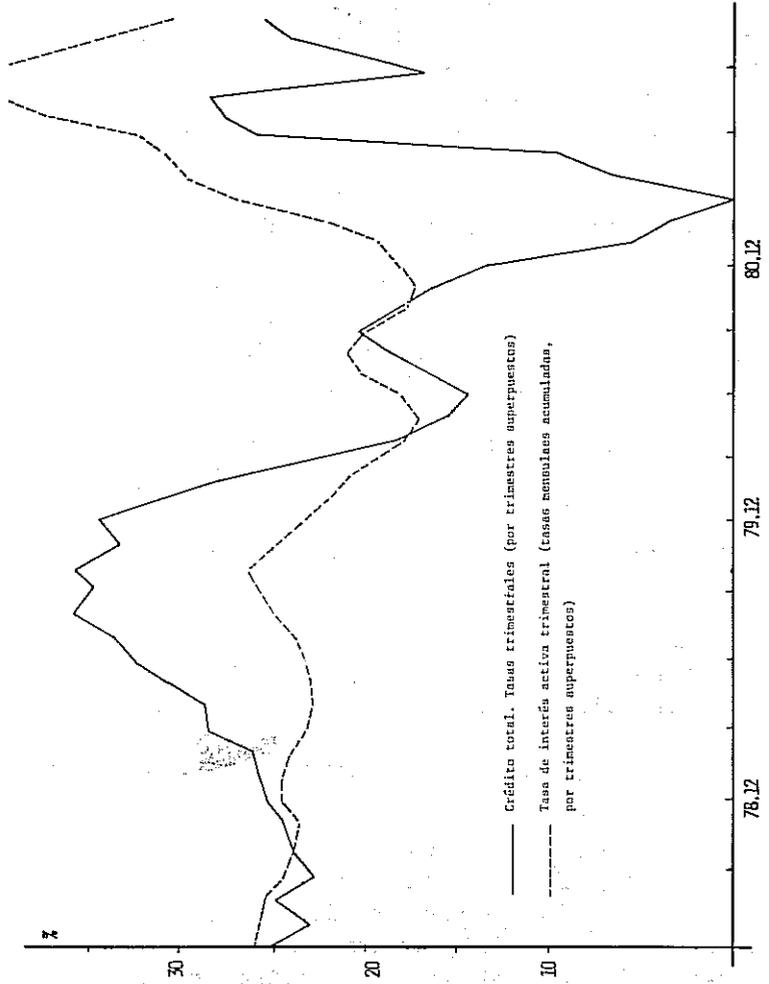


GRAFICO N° 3.3

Crédito total del sector privado y tasas de interés



III.3. PROYECCIONES

Las ecuaciones de la prima de incertidumbre y de demanda de crédito estimadas en las secciones previas describen en forma aceptable la evolución del crédito agregado y de la tasa de interés en el período que va desde fines de 1978 hasta marzo de 1981. No se pretende, entre tanto, que la capacidad descriptiva del modelo se extienda más allá del período de la muestra, como sería el caso si se supusiese que la estimación revela los parámetros de una relación estructural estable.

Los resultados de la regresión N° 11, extendida un trimestre más allá de marzo de 1981 muestran un cambio en los parámetros de la regresión, además de una pérdida de significación estadística de todos los coeficientes.

En ese mes se produjo un importante cambio de reglas, ya que, juntamente con una fuerte corrección del tipo de cambio, se abandonó el sistema de prefijación de las tasas de devaluación que regía desde diciembre del 78.

De todos modos es interesante confrontar los resultados de dos proyecciones 'dinámicas' alternativas realizadas utilizando los parámetros de la regresión N° 10.

La proyección (b) (gráfico N° 3.1), efectuada tomando como variable D_t rezagada los propios valores generados por el modelo, y con una definición operacional de la tasa de interés esperada similar a la utilizada hasta marzo/81, parece reflejar un fuerte desequilibrio de las carteras del sector privado agregado. La tasa observada de crecimiento del crédito total es muy superior a la tasa estimada, y se distancia progresivamente de ella.

Entre tanto, la hipótesis de expectativas de infla-

ción adaptativas, utilizada para estimar la tasa real de interés no parece razonable luego de los shocks devaluatorios de febrero y marzo.

Por esto se hizo otro ensayo, tomando como variable explicativa la tasa activa real ex post, en sustitución de la esperada calculada con expectativas. La utilización de la tasa real ex post arroja resultados muy inferiores a los que se obtienen con esa tasa 'esperada', hasta marzo/81. Pero la proyección efectuada con los parámetros de la regresión N° 10 y la tasa ex post para el período posterior a marzo de 1981 arroja los llamativos resultados representados en el gráfico 3.1 (proyección (a)).

En un período de aceleración inflacionaria es razonable suponer que los procesos de formación de expectativas se modifican, y los agentes incorporan la información proveniente de los 'shocks' -devaluatorios, en este caso-.

Las tasas de devaluación son un mejor predictor de la inflación futura que la inflación pasada, y las tasas de interés real esperadas probablemente estarán más próximas de la tasa real ex post que de la tasa esperada calculada con el supuesto de expectativas adaptativas.

IV. DESCRIPCION DE LOS HECHOS

El modelo de la sección II y las estimaciones econométricas de la sección III proveen de un marco para interpretar la evolución de la economía argentina en el período 1978-1982, de gestación del endeudamiento "forzado" y de ajuste a la restricción externa que resultó del mismo proceso. Las políticas que se sucedieron en el período, así como el desempeño de la economía a lo largo del mismo, han sido analizados con detalle en otros trabajos 1/, por lo que aquí efectuaremos una descripción

'estilizada' que enfatizará los temas monetarios y financieros.

IV.1. APERTURA, EXPANSION Y FRAGILIDAD

La liberalización y apertura financieras ligadas a la Reforma de 1977 son datos centrales que enmarcan esta estilización. La liberalización de las tasas de interés fue el aspecto principal de dicha reforma, entre cuyos efectos destacaremos la inestabilidad mostrada por las tasas de interés nominales y reales (un 'hecho normal' en las primeras fases de una reforma liberalizante, según Mathieson (1981)).

La flexibilidad de las tasas de interés sugiere que los mercados financieros equilibran rápidamente vía precio. Sin embargo, si se piensa que las tasas tienden eventualmente a equilibrar oferta y demanda en 'el día del mercado', pero resultan inestables, el nivel equilibrio del 'día del mercado' será probablemente de desequilibrio para gran parte de las transacciones contratadas con anterioridad y que vencen en el futuro, a menos que puedan recontractarse. De este modo, tasas inestables tienden a inducir una reducción en los plazos de las transacciones financieras.

La desaparición de un mercado de 'bonos' de mediano y largo plazo es anterior a la reforma financiera de 1977, pero ésta acentuó la tendencia al cortoplacismo en las transacciones del sector privado, además de someter a la banca oficial a las mismas reglas. Desde marzo de 1978 hay, por ejemplo, depósitos a siete días de plazo y la mayor parte del sistema opera a 30 días.

El acortamiento de los plazos da mayor flexibilidad a las carteras, haciendo posible rápidas reasignaciones ante cambios en los retornos esperados de los distintos activos. Pero de este modo aumenta la volatilidad de los pasivos de las entidades financieras, que se tornan más

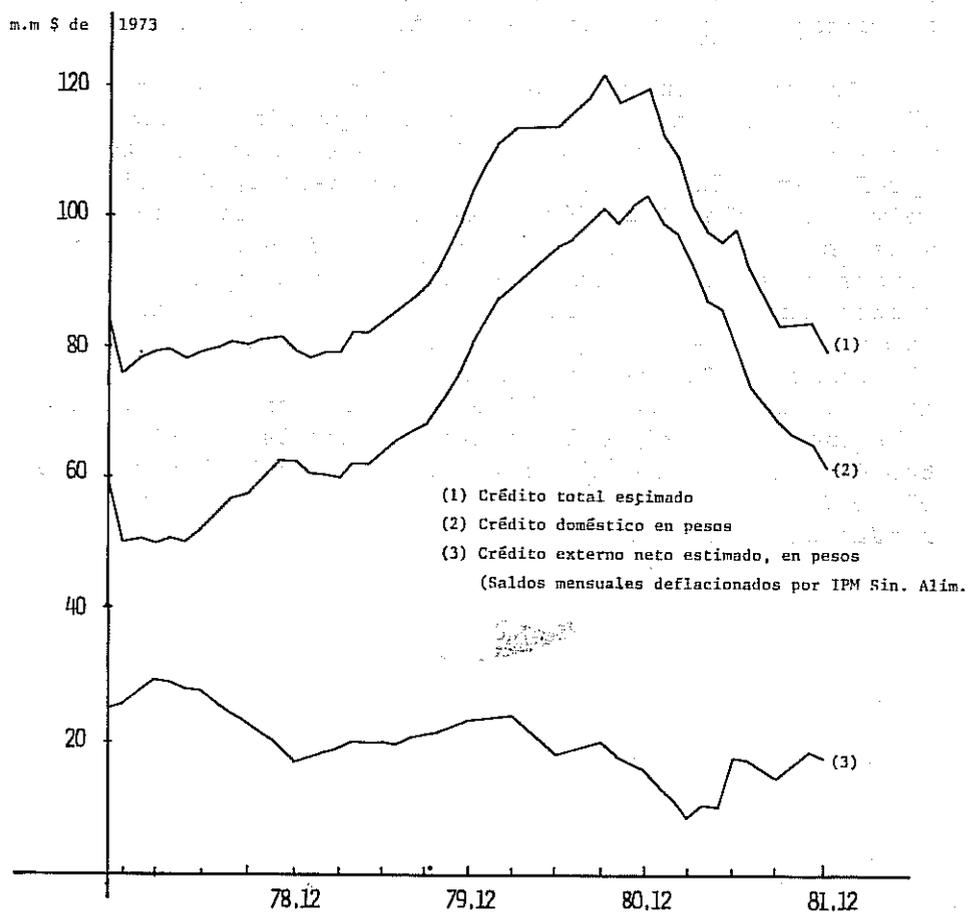
vulnerables a los efectos de "shocks exógenos", como los cambios en los estados de opinión relativos a la evolución del tipo de cambio que se analizaron en la sección II.

En ese contexto, las entidades tienden, para reducir su fragilidad financiera ^{2/} y el 'riesgo de tasas', a acortar los plazos de los créditos que otorgan.

La remonetización de la economía en los primeros años de la reforma es un fenómeno esperado por los teóricos de la liberalización financiera. Entre tanto, la 'profundización financiera' que, en teoría, debería seguir a la liberalización, hace referencia también a fenómenos de diversificación, mayor variedad de activos, plazos y tasas, apuntando a una intermediación más eficiente entre ahorro e inversión. En este plano las innovaciones tendieron a producirse en un sentido contrario al esperado. La reforma no fue neutral en relación al grado de incertidumbre de los agentes económicos (debido a la inestabilidad de las tasas de interés), y el espectro de activos acentuó su tendencia a evolucionar hacia el corto plazo. Hubo tal vez 'extensión' pero no 'profundización' financiera.

GRAFICO N° 4.1

Crédito en términos reales



A un año y medio de la reforma que dio marco a ese proceso de remonetización frágil se inicia, en diciembre de 1978, la etapa de pautas cambiarias y tarifarias 1/. Como se sabe, la inercia de las altas tasas de inflación hizo que, sistemáticamente, las tasas prefijadas de devaluación resultasen negativas en términos reales.

La mayor apertura a los movimientos de capitales y la prefijación del tipo de cambio indujeron una baja moderada de las tasas de interés nominales. Las activas bajaron de 7,55% mensual -media de la segunda mitad de 1978- a 7,20% en el primer semestre del 79. Como la inflación se mantuvo en sus niveles previos o incluso subió, las tasas reales resultaron negativas, inferiores a -1% mensual en promedio a lo largo de todo el primer semestre de ese año.

La persistencia de las tasas negativas (cuadro N° 7), dada la elevada elasticidad interés de la demanda de crédito -tal como se halló en la estimación de la sección 3 del trabajo- determinaron que el crédito al sector privado creciera aceleradamente. La trayectoria de D_t en el gráfico 3.1, y de (D/P) en el gráfico 4.1 reflejan esta tendencia

Con crédito a tasas negativas y no racionado, debido a la apertura financiera y a la elevada elasticidad de la oferta internacional de capitales, en un momento en que la credibilidad de las pautas cambiarias era aún alta, se desarrolló un proceso expansivo, una suerte de limitado 'boom', a lo largo de los primeros tres trimestres de 1979 (cuadros 18 y 19). El sector privado puede, en condiciones como las de entonces, generar recursos líquidos endeudándose en el exterior. La contrapartida de estas deudas fue, en parte, acumulación de stocks de bienes u otros activos físicos reserva de valor, lo que resultaba ventajoso dadas las tasas de interés negati-

vas. El coeficiente de autofinanciamiento de las firmas, de este modo, se redujo (Dreizen, J., 1985).

Esto hace que pueda afirmarse que, a lo largo de esa expansión, la fragilidad financiera de las firmas del sector privado fue en aumento. Si bien la relación $\alpha = DXe/D$ varió poco a lo largo de 1979, el endeudamiento global del sector aumentó en términos reales y en relación con el PBI, de modo que la razón entre la deuda de valor nominal incierto y el patrimonio neto aumentó (cf. también Dreizen, J., 1985), y la contrapartida de esas deudas incrementadas tendió a ser, en gran parte, la acumulación de existencias de bienes u otros activos menos líquidos que el dinero. En estas condiciones las firmas son más vulnerables ante shocks devaluatorios, naturalmente, pero también ante cambios en los estados de opinión que provoquen intentos generalizados de recomposición de carteras, que pueden generar sobreoferta en los mercados de activos y depresión de precios de los mismos.

El comportamiento de las reservas de divisas del Banco Central (cuadro N° 16) muestra que el grueso del endeudamiento privado en 1979 (la deuda registrada de ese sector aumentó ese año en casi 5000 millones de dólares) se acumuló en el BCRA generando expansión de la oferta monetaria.

La expansión de los recursos monetarios de origen interno (79%) no fue muy diferente de la pauta por las autoridades (70%), que se había establecido algo por encima de la tasa de devaluación prefijada (de aproximadamente 61%, cf. cuadro N° 9).

Entre tanto, la inflación mayorista fue muy superior a la devaluación (136% para el IMP sin alimentos ni bebidas), pero la expansión de los recursos monetarios totales (186%, cuadro N° 12) superó largamente a la tasa inflacionaria.

El sector externo fue decisivo para determinar ese ritmo de expansión, y si se observan las cuentas del balance de pagos (cuadro N° 17) se puede comprobar que los movimientos de capitales no compensatorios del sector privado fueron el factor expansivo de mayor peso. Lo fueron en forma directa, a través del incremento de la base monetaria (cuadro N° 10), e indirectamente vía expansión secundaria. Esta última aumentó considerablemente debido a las fuertes reducciones del coeficiente de efectivo mínimo, que provocaron un aumento del multiplicador monetario de más de 50% a lo largo del año.

El semestre que se extiende entre setiembre de 1979 y marzo de 1980 presenta, entre tanto, algunas características que resulta conveniente resaltar.

En primer lugar, se produce en ese período una fuerte caída de las tasas inflacionarias, aunque en buena medida esto es consecuencia del comportamiento del precio de la carne (cf. cuadro N° 9).

En segundo lugar, asoma la recesión en algunas ramas productivas, fruto en parte de la aceleración, a lo largo de 1979, de la apertura comercial (motivada por la voluntad de 'quebrar' vía competencia la resistencia a la baja de la tasa inflacionaria). Sectores productores de bienes comercializables internacionalmente, en particular, atraviesan por problemas crecientes de rentabilidad (cf. Canitrot, A., 1981).

En tercer lugar, se observan fuertes ingresos de divisas por créditos al sector privado en el último trimestre del 79, coincidentemente con sustanciales bajas de la tasa única de efectivo mínimo (cuadro N° 12), de 12,5 puntos entre setiembre/79 y marzo/80, que determinaron un aumento del multiplicador monetario superior a 40% en dicho lapso.

En este contexto el crédito se expandió acelerada-

mente (ver gráfico 4.1), en particular en términos reales, dada la paralela reducción de la tasa de inflación, y las tasas nominales de interés tendieron a declinar aunque las activas ex post pasaron a ser sistemáticamente positivas en términos reales.

En cuarto lugar, cabe señalar que la cuenta corriente del balance de pagos comenzó a mostrar resultados negativos en el tercer trimestre del 79, y la cuenta comercial en el cuarto, como resultado del aumento de las importaciones competitivas (favorecido por el rezago cambiario) y por el aumento de las importaciones complementarias debido a la expansión del PBI en el año.

Es decir que el atraso cambiario y la expansión de tono especulativo de 1979 comienzan a generar algunas señales negativas, en un contexto de relativa fragilidad financiera como el descrito.

IV.2. CRISIS CAMBIARIA, SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE BIENES

El proceso de contracción endógena de liquidez que revierte el previo proceso de endeudamiento y expansión estalla (asociado a las fugas de capitales) en marzo de 1980. Dado que se mantiene la libertad cambiaria se extiende básicamente hasta marzo de 1981.

Si bien el análisis abstracto de la sección II presta un marco general al fenómeno de la crisis financiera, en el estallido de la misma aparecen interrelacionados, como es natural, numerosos elementos específicos.

Es importante, en particular, la caída de rentabilidad de algunos sectores, ya mencionada, que tiende a inmovilizar proporciones crecientes de las carteras de los bancos. La proporción de la cartera viva sobre la cartera total es aún, en el primer trimestre de 1980, muy similar a la media de 1979 (cuadro N° 6), pero esto puede

ocultar el hecho de que el pasaje de operaciones a la situación de mora se hace con rezago.

Esta caída de rentabilidad se combina con una suba de tasas reales de interés importante (cuadro N° 7), y en lo que respecta a las entidades financieras, con elementos especulativos a los que dio mayores posibilidades de desarrollo la liberalización del mercado financiero desde 1977. Si se observa, por ejemplo, la evolución de los dos mayores bancos intervenidos en el primer mes de la crisis, el BIR y el Los Andes, se ve que, en conjunto, esos dos bancos crecieron a una tasa dos veces y media superior a la del conjunto del sistema, entre noviembre de 1977 y febrero de 1980 (por volumen de depósitos o préstamos). En conjunto, estas entidades reunían a fines del 77, aproximadamente 3% del total de depósitos del sistema bancario. Al estallar la crisis ese porcentaje había pasado a más de 8%. Entre tanto, las cuentas del BIR muestran problemas ya desde el último trimestre de 1978.

Es decir que al aumento de la fragilidad del sistema financiero fruto del cortoplacismo se agregan los efectos de comportamientos especulativos que han tornado más vulnerables a entidades de importancia.

Estallada la crisis, ésta se convierte en un motor per se de cambios en las expectativas, dada la percepción de que el deterioro de la rentabilidad de algunos sectores está en la base de la inmovilización de parte de las carteras bancarias que motiva la intervención del Banco Central.

Al mismo tiempo, el déficit de cuenta corriente continúa aumentando y la prima de incertidumbre 's' (cuadro N° 8) sube persistentemente desde abril de 1980.

Las fugas de capitales son muy fuertes ya en el segundo trimestre de ese año. El Banco Central crea liqui-

deza para apuntalar al sistema financiero ante la caída de los depósitos del público y ya desde abril de 1980 las cuentas monetarias muestran un claro cambio en las fuentes de emisión (cuadro N° 10). Mientras el sector externo pasa a ser sistemáticamente contractivo, el sector interno, que en 1979 había estado en lo sustancial bajo control, se convierte en la fuente de expansión de la base. En el cuadro N° 11 puede verse que la creación vía redescuentos al sistema financiero es muy importante en el segundo trimestre de 1980 y tiende a mantenerse en niveles elevados (ver también cuadro N° 15). Mientras que el total de préstamos de bancos y cajas de ahorro a particulares y empresas creció 112% en ese año, los depósitos lo hicieron sólo en 82%, mientras que otro rubro del pasivo de las entidades financieras, 'obligaciones con el Banco Central', creció en 716%. A partir de ese momento, entre tanto, las cuentas del Gobierno Nacional contribuyen decisivamente a la expansión de la base. Inicialmente esto se debió a que, dadas las condiciones del mercado financiero, los títulos de la deuda pública -de muy corto plazo en general- tendieron a no renovarse. En 1980 el gobierno hizo uso neto negativo del crédito interno.

Sin embargo, la deuda externa pública creció a un ritmo muy superior al de años anteriores (ver cuadro N° 16), de modo que a pesar de que los movimientos de capitales no compensatorios privados arrojaron un saldo negativo de -431 millones de dólares, el total de la cuenta de capital del balance de pagos fue positivo, superior a 2500 millones de dólares. El sector público incrementaba de esta manera su deuda en dólares, al tiempo que reducía su endeudamiento en títulos nominados en pesos y 'adquiría', vía Banco Central, deuda en pesos del sector privado (redescuentos). Al aumentar la deuda en dólares se intentaba por una parte preservar el nivel de reservas (de modo de influir sobre las expectativas de devaluación del sector privado), y por otra se financiaba al sector público para evitar presionar sobre un

mercado financiero doméstico en pleno desarrollo de la crisis.

A pesar de la caída de D_t , se observa que el crédito total al sector privado en términos reales se estabiliza, e incluso crece en el tercer trimestre de 1980, cuando se elimina todo requisito de plazo mínimo para el crédito externo (hasta entonces era de un año para la amortización). En este punto cabe una observación sobre los disímiles comportamientos sectoriales en el período.

En primer lugar, los índices de precios, como ha sido analizado en diversos trabajos, muestran una tendencia divergente, muy acentuada desde el último cuatrimestre de 1979, con un aumento relativo de los precios de los bienes no transables internacionalmente.

Para los sectores productores de este tipo de bienes puede argumentarse que la expansión, de sesgo especulativo, iniciada a fines de 1978 se extiende a lo largo de 1980 e incluso en algunos casos, como el del comercio (cuadro N° 18), hasta mediados de 1981. Por contraste, en el sector industrial la recesión se generaliza en 1980, aunque las tasas de retracción del producto no son muy grandes (en un contexto de estancamiento, sin embargo), y el agro tiene también un desempeño negativo.

Si se observan las cifras de crédito por sectores, en particular los cuadros N° 3 y 4, este desempeño desigual se ve también reflejado.

En el cuadro N° 4 se observa el progresivo retroceso de la industria en su participación en el crédito total doméstico, al tiempo que los sectores de intermediación y no transables aumentan su participación de manera sustantiva. El retroceso relativo de la industria puede englobar en parte, sin embargo, durante 1979, un mayor uso del crédito externo.

Es interesante comparar las tasas de crecimiento del crédito con la tasa nominal acumulada, trimestre a trimestre.

En 1979 todos los sectores se endeudan más allá de lo que sería necesario para simplemente renovar deuda e intereses, y esto es cierto incluso en el semestre setiembre/79 - marzo/80, aunque el sector industrial prácticamente aumenta su endeudamiento a ritmo de "roll-over" en el primer trimestre del 80.

Las tasas de endeudamiento doméstico en el segundo trimestre de ese año son notoriamente próximas al nivel de la tasa de interés, pero en el segundo semestre, al tiempo que la tasa de inversión se frena y comienza a caer (cuadro N° 20), el crédito doméstico crece por debajo de la tasa de interés para casi todos los sectores, en particular para el sector industrial, ya en plena recesión. Un caso destacable es el del sector de producción primaria. A pesar de la caída del producto sectorial, el endeudamiento aumenta más allá de la simple renovación de deuda más intereses. Este es el sector más afectado en su rentabilidad por el rezago cambiario, y requiere créditos adicionales para continuar en actividad.

Mientras tanto, en el último trimestre de 1980 y en el primero de 1981 se producen salidas masivas de capitales. El gráfico 4.1 refleja la inflexión de la curva de crédito total en términos reales. Los ajustes de cartera del sector privado se extienden, en ese período, a los distintos mercados de activos. La tasa de inversión se 'frena' en el último trimestre de 1980 y comienza a caer aceleradamente al inicio del año siguiente. Los precios de diversos activos reserva de valor (cuadro N° 14) caen fuertemente a lo largo de 1981. La recesión se profundiza aun antes de las maxidevaluaciones de 1981, y esta profundización se asocia a las modificaciones en las carteras del sector privado.

IV.3. DEVALUACION, PRIMA DE INCERTIDUMBRE, SEGUROS
DE CAMBIO

Algunos de los fenómenos de 1980 y 1981 arriba mencionados, como las fugas de capitales, 'oscurecen' parte de la trama de relaciones financieras en la economía argentina, complicando el análisis de los períodos posteriores. Si se observan las cifras del cuadro N° 16, por ejemplo, puede verse que la deuda privada externa estimada (según el método indicado en el cuadro N° 1) equivale a aproximadamente 50% de la deuda privada registrada a fines de 1980. Esa divergencia se incrementa sustancialmente en 1981 (sobre este punto, ver Fanelli y Frenkel, 1985).

Hay deudas registradas aún pero efectivamente canceladas, deudas con contrapartida en tenencias de activos externos, y el cálculo de una deuda neta externa agregada del sector privado se hace cada vez menos satisfactorio. En lo que respecta al sistema financiero doméstico, cabe destacar la creciente importancia de la cartera de deudas domésticas en dólares, que en nuestro análisis empírico captábamos indirectamente a través del balance de pagos. Estas deudas representaron normalmente, en el período en estudio, proporciones inferiores al 15% de la cartera de los bancos, pero fueron creciendo por efecto de las devaluaciones hasta alcanzar a alrededor de 50% del valor de las carteras activas a mediados de 1982.

Las políticas desarrolladas a lo largo de 1981 apuntaron básicamente a revertir el desequilibrio de precios relativos desfavorables para los bienes transables, resultado del proceso anterior. Para ello se produjeron a lo largo del año devaluaciones nominales que acumularon 424,5%. La inflación se aceleró, pero manteniéndose aun por debajo de 200% al año (ver cuadro N° 9). Esta política, orientada a recomponer el sector externo, se hizo preservando la libertad cambiaria, aunque

con algunas restricciones en relación al período previo. Se pensó que la devaluación favorecería una reducción de las tasas de interés domésticas, al deprimir las expectativas devaluatorias, contribuyendo así a reducir el desequilibrio de las firmas endeudadas en pesos.

Sin embargo, las tasas de interés nominales, luego de una leve baja inicial en abril, volvieron a subir y a tornarse positivas en términos reales a lo largo de la mayor parte del año 1981. Las expectativas de devaluación no cedieron, y por otra parte la cuenta corriente del balance de pagos, a pesar de la mejora del balance comercial por reducción de importaciones, se hizo crecientemente negativa (ahora en función de los servicios de la deuda fuertemente incrementados en el año anterior, y sin la contrapartida de los intereses por reservas de divisas que se habían desvanecido).

En estas condiciones la 'prima de incertidumbre' del crédito externo tendió a mantenerse elevada, por lo que el gobierno recurrió, para frenar las salidas de capitales e influir sobre las tasas domésticas, a diversos mecanismos de subsidio al endeudamiento privado en el exterior y, desde junio, al desdoblamiento del mercado cambiario, reunificado en diciembre del mismo año 3/.

Los subsidios a la deuda privada externa, la mayor deuda pública, la recesión y la aceleración inflacionaria confluyen en la generación de un fuerte desequilibrio fiscal. Este desequilibrio, sumado a la precaria situación del sistema financiero doméstico, se tradujo en la imposibilidad de cumplir los objetivos de control monetario de las autoridades. El sector externo continuó siendo fuertemente contractivo (cuadro N° 10), y las fuentes de expansión de la base fueron, como se dijo, el gobierno nacional y el sistema financiero. A fines del año pesaron significativamente los vencimientos de descuentos concedidos en 1980 con fines de regulación monetaria.

El giro de política de fines de 1981, con el cambio de administración, hacia una mayor ortodoxia fiscal y monetaria, tuvo corta duración. A pesar de la reducción transitoria del déficit fiscal -por congelamiento de salarios, básicamente- no se logró revertir el descontrol monetario resultante de la crítica situación que venía arrastrando el sistema financiero, como puede verse en las cifras de expansión de base (cuadro N° 11). La situación financiera se complicó aún más por la profundización de la recesión causada por la caída del gasto, y en el primer semestre de 1982, 26 entidades financieras fueron liquidadas.

Entre tanto, en abril de 1982, con el cierre del mercado cambiario ante el conflicto bélico del Atlántico Sur, se inició la reversión de las condiciones institucionales que habían enmarcado el proceso de expansión y crisis anteriormente descrito. La reforma financiera de agosto del mismo año implantó un sistema de encaje de 100% y tasas reguladas, aunque subsistió un reducido segmento a tasa libre.

Nuevas devaluaciones produjeron un shock inflacionario, y con tasas de interés reguladas, una licuación de los pasivos domésticos en pesos de alrededor de 40% en un semestre. En esta etapa, los efectos del shock inflacionario sobre los saldos monetarios reales y el surgimiento de mercados no institucionales como el interempresario plantean problemas nuevos, en el marco de una economía fuertemente dolarizada 4/ como resultado de las fugas de capitales de 1980 y 1981.

NOTAS

SECCION II

1. Cf.: Kouri, P. y Porter, M. (1974); Williamson, J. (1983a, 1983b); Frenkel, R. (1983a).
2. Para un replanteo reciente de este tema cf.: Frenkel, R. (1984a, 1984b).
3. De más está señalar a esta altura la condicionalidad histórica de este supuesto. Las 'imperfecciones' de los mercados financieros son, por otra parte, notorias. Estos supuestos extremos permiten, sin embargo, confrontar con más nitidez las conclusiones del modelo que se propone con las de los enfoques convencionales.
4. Lo que parece una simplificación adecuada para el período que se enfoca en este trabajo. El mercado accionario nunca ha tenido significación, y el valor nominal de los títulos públicos en moneda nacional en manos del sector privado no bancario osciló en torno de 1/5 del volumen de la base monetaria en el período 1977-1981.
5. Los supuestos relativos a la inelasticidad de $M1^d$ en relación con la tasa de interés y las expectativas de la inflación no son esenciales para el análisis, si bien reducen la complejidad del modelo. Intuitivamente plausible, este supuesto es, no obstante, confrontado por los resultados de algunos trabajos empíricos. Dabón y Demaestri (1983) encuentran, por ejemplo, sensibilidad de la demanda de billetes y monedas a la tasa de interés, para un período similar al que se enfoca aquí.
6. Este supuesto también se adapta a la evidencia. Cf. columnas 4 y 5 del cuadro N° 12.
7. De este modo tampoco el riesgo estimado por el deudor representativo varía con la composición de su cartera.
8. Lo es incluso en términos del propio modelo, en el que la inexistencia de un mercado de bonos de mediano y largo plazo y la inflación crónica que fundamenta las peculiaridades de la demanda de $M1$ y de reservas bancarias habla de una economía en que la incertidumbre juega un visible rol.
9. Hay que tomar en cuenta, sin embargo, que lo reducido de los plazos de los créditos en el período bajo estudio, y la eventual existencia de 'contratos implícitos' de renovación de deudas, hacen que 'i' pueda considerarse una tasa flotante. Aun con tasa flotante, entre tanto, el capital adeudado a los bancos domésticos tiene, durante el período de vigencia de un contrato, un valor nominal fijado en pesos, lo que, naturalmente, con el crédito externo, en la ausencia de seguros de cambio.
10. La volatilidad de la prima 's' en la experiencia argentina reciente (cf. al respecto: Frenkel, R. 1980b, 1983, y la sección III de este trabajo) sugiere que resulta más adecuado un tratamiento de 'incertidumbre' que de riesgo: no puede pensarse en distribuciones de probabilidad estables asociadas a la tasa esperada de devaluación.
11. Por simplicidad se plantea una relación lineal entre c^* y α (en este caso c^* es homogénea de grado cero en relación con DXe y D).
12. La utilización de información relativa a la evolución de la cuenta corriente del balance de pagos y del nivel de reservas puede ser considerada una forma 'racional' de formación de expectativas sobre la evolución probable del tipo de cambio. Este punto se discute en Frenkel, R. (1983a).
13. La obtención de la curva c^* para el sector privado no bancario presenta algunos problemas de agregación, que aquí obviamos, Williamson (1983a) supone que sólo los bancos acceden a crédito externo, y conceden crédito en pesos al sector privado no bancario, de modo que cargan directamente el riesgo imputado a la tasa doméstica, resultando así una curva de oferta de crédito de pendiente positiva.

NOTAS
CONTINUACION

El resultado es formalmente equivalente al de un impuesto al crédito externo cuya tasa se calculase de acuerdo con la proporción a agregada. Se supone además que los cambios de expectativas implican cambios de todo el espectro de expectativas en la misma dirección. En el período de pautas cambiarias puede suponerse, por otra parte, que a coincide con dichas pautas.

14. Suponemos que todo dólar de deuda neta del sector privado es multiplicado por el sistema bancario.

15. Mientras las cuentas de las firmas muestran sobreendeudamiento, debido al fuerte endeudamiento en pesos y a la reducción del valor de los activos, hay dólares en poder de parte del sector privado, de modo que una contabilización adecuada que incluya las tenencias 'invisibles', arrojaría un panorama distinto al que surge de las cuentas visibles. Un problema central de la economía argentina en los últimos años aparece así, en parte, como un problema de agregación entre agentes (firmas, empresarios, 'especuladores devaluacionistas').

16. Tobin, J. (1980, 1982).

17. Entre tanto, si los factores objetivos que sustentan las expectativas de devaluación no se modifican, y la libertad cambiaria se preserva, el drenaje de divisas continuaría, incrementando la deuda neta del sector público y eventualmente generando (como se verá al comentar la evolución, de la economía argentina posterior a 1980, en la parte IV de este trabajo) un mayor deterioro en las cuentas cuasi fiscales y fiscales, entre otras perturbaciones.

18. Cf. Fernández, R. (1983a).

SECCION III

1. En los enfoques de filiación ortodoxa, que no incorporan la incertidumbre de manera relevante, la prima ' s ' no aparece en el análisis, o bien se incluye como una magnitud fija, exógenamente determinada, que no es influida por el curso de la economía (cf. por ejemplo Mathieson, 1981). Cuando se considera a ' s ' como endógena en el período de pautas cambiarias, desde esa perspectiva se argumenta que la misma depende del grado de compatibilidad entre las cuentas fiscales y la devaluación preñada (cf. Fernández, R., 1983b, por ejemplo). Los agentes 'conocen' el modelo, y las variaciones de ' s ' resultan de su percepción de la inconsistencia de las políticas, inconsistencia que se remite únicamente al plano de las políticas fiscal y cambiaria. Para una crítica de esta última visión, desde una perspectiva teórica afín, cf. Arriazu (Arriazu et al., 1983).

2. Los modelos de ajuste parcial suelen arrojar como resultado coeficientes poco significativos para las variables explicativas, exceptuando a la propia variable dependiente rezagada, así como largos períodos de ajuste. En este caso el coeficiente de $(1-p)$ es significativo, y el retardo en el ajuste resulta aceptable. Para el período marzo/77 - diciembre/79 Mathieson encuentra un retardo de 33 meses en el ajuste del crédito del sector privado a los niveles deseados (Mathieson, 1981).

NOTAS

CONCLUSION

SECCION IV

1. Cf. Canitrot, A. (1981); Fanelli, J.M. (1984); Fanelli y Frenkel (1985); Feldman y Sommer (1984); Feldman, F. (1984); Frenkel y Fanelli (1985); Frenkel, R. (1980a, 1980b, 1981, 1983a, 1983c, 1984a); Gaba, E. (1981); Winograd (1984).

2. El concepto de "fragilidad financiera" es propuesto por H. Minsky. Cf. Minsky, H. (1975) y Dreizen, J. (1985).

3. Los diversos mecanismos de subsidio implícitos en los regímenes de seguros de cambio y swaps, que culminan en la estatización de hecho de una elevada proporción de la deuda privada externa a fines de 1982 se describen en: Graziano (1985).

4. Con tasas reguladas y control de cambios, el arbitraje tasas-dólar funciona, es claro, de un modo diferente al de la fase previa. Puede pensarse que el precio del dólar paralelo fluctúa hasta que los retornos esperados de las tenencias de ese activo se igualen a la tasa de interés regulada más una prima e_p que compensa por el riesgo implícito en la variabilidad del precio del dólar paralelo. Suponiendo que una parte importante de esa masa de dólares fuera del sistema institucionalizado se coloca a la tasa internacional 'r':

$$e_p + r + q_p = i + s_p$$

Una reducción de la tasa regulada 'i' provocaría eventualmente, dependiendo del estado de las expectativas, un aumento del dólar paralelo (que eventualmente reduciría e_p), lo que podría inducir mayores filtraciones de divisas provenientes del comercio exterior.

CUADRO N° 1

Endeudamiento del Sector Privado en pesos corrientes
(Saldos de fin de mes, en miles de millones de pesos)

	Créd.doméstico en pesos (1)	Créd.ext.neto (valor en \$) (2)	Crédito total (3)=(1) + (2)	$\alpha = \frac{(2)}{(3)}$ (en %)
1977.12	5166	2171	7337	29.6
1978.1	4825	2506	7331	34.2
2	5132	2849	7981	35.7
3	5480	3211	8691	36.9
4	6039	3476	9515	36.5
5	6468	3635	10103	35.9
6	7133	3781	10914	34.6
7	7946	3761	11707	32.1
8	8842	3774	12616	29.9
9	9561	3829	13390	28.6
10	10745	3760	14505	25.9
11	11984	3703	15687	23.6
12	13179	3603	16782	21.5
1979.1	14125	4103	18228	22.5
2	15130	4622	19752	23.6
3	16392	5183	21575	24.0
4	17759	5710	23469	24.3
5	19596	6267	25863	24.2
6	21767	6845	28612	23.9
7	24214	7158	31372	22.8
8	26824	8231	35145	23.4
9	29477	9101	38578	23.6
10	32659	9911	42570	23.3
11	36087	10748	46835	22.9
12	40167	11602	51769	22.4
1980.1	43778	12223	56001	21.8
2	47066	12846	59912	21.4
3	50179	13468	63647	21.2
4	53308	12919	66227	19.5
5	56793	12321	69114	17.8
6	61156	11670	72826	16.0

CUADRO N° 1 (Cont.)

	Créd.doméstico en pesos (1)	Créd.ext.neto (valor en \$) (2)	Crédito total (3)=(1) + (2)	$\bar{a} = \frac{(2)}{(3)}$ (en %)
1980.7	64610	12620	77230	16.3
8	68404	13567	81971	16.6
9	73008	14512	87520	16.6
10	77299	14154	91453	15.5
11	81525	13794	95319	14.5
12	85597	13423	99020	13.6
1981.1	84981	11494	96475	11.9
2	88010	10355	98365	10.5
3	90722	8298	99020	8.4
4	91879	11019	102898	10.7
5	96147	11341	107488	10.6
6	101525	22676	124201	18.3
7	106154	24871	131025	18.9
8	112598	25342	137940	18.4
9	119226	25215	144441	17.5
10	125781	31653	157434	20.1
11	132458	38178	170636	22.4
12	140466	40136	180602	22.2

(1) Crédito al sector privado, de bancos, cajas de ahorro y entidades financieras no bancarias. No incluye crédito doméstico en moneda extranjera ni recursos devengados sobre préstamos.

(2) La deuda privada externa (neta) fue estimada adicionando el saldo deudor de ese sector, por todo concepto, registrado en el Banco Central al 31.12.1977, los sucesivos saldos trimestrales de la cuenta del balance de pagos que registra los movimientos de capitales no compensatorios privados.

El saldo de deuda privada externa neta al fin de cada mes "t" de determinado año, en pesos, es estimado del siguiente modo:

$$(DXe)_t = \left[\left(1 - \frac{1}{3} \right) \Delta DX_{(T/3)} + DX_{\left(\frac{T-3}{3} \right)} \right] e_t$$

CUADRO N° 1 (Concl.)

- $t = T-i$
 $i = 2,1,0.$
 $T = 3,6,9,12$ (último mes de cada trimestre calendario del año en cuestión).
- $\Delta \left(\frac{T}{3} \right) DX$ = ingreso neto de capitales no compensatorios privados en el trimestre $(T/3)$.
- $\left(\frac{T-3}{3} \right) DX$ = deuda privada externa neta estimada, al cierre del trimestre anterior al que comprende a "t".
- e_t = tipo de cambio Banco Nación de cierre del mes. Tipo financiero en el período de doble mercado.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de: BCRA, Boletín Estadístico, varios números.

CUADRO N° 2

Endeudamiento privado en términos reales (1)

(Saldos de fin de mes, en miles de millones de pesos de 1973)

Fin de:	Crédito doméstico en pesos (2)	Crédito externo (3)	Crédito total (4)=(2) + (3)
1977.12	59.47	25.00	84.47
1978.1	49.89	25.92	75.81
2	50.28	27.92	78.20
3	49.93	29.26	79.19
4	50.49	29.07	79.56
5	50.01	28.11	78.12
6	51.82	27.47	79.29
7	54.17	25.64	79.81
8	56.59	24.16	80.75
9	57.34	22.97	80.31
10	60.08	21.03	81.11
11	62.21	19.22	81.43
12	62.35	17.05	79.40
1979.1	60.65	17.62	78.27
2	60.55	18.50	79.05
3	60.04	18.99	79.03
4	62.37	20.05	82.42
5	62.14	19.88	82.02
6	63.74	20.04	83.78
7	66.01	19.52	85.53
8	66.94	20.76	87.70
9	68.36	21.11	89.47
10	71.27	21.63	92.90
11	75.22	22.40	97.62
12	80.54	23.27	103.81
1980.1	84.37	23.56	107.93
2	87.64	23.92	111.56
3	89.37	23.98	113.35
4	91.37	22.14	113.51
5	93.31	20.24	113.55
6	95.46	18.22	113.68
7	96.88	18.93	115.81
8	98.78	19.59	118.37

CUADRO N° 2 (Concl.)

Fin de:	Crédito doméstico en pesos (2)	Crédito externo (3)	Crédito total (4)=(2) + (3)
9	101.54	20.18	121.72
10	99.65	18.24	117.89
11	101.72	17.22	118.94
12	103.50	16.23	119.73
1981.1	99.24	13.42	112.66
2	97.87	11.52	109.39
3	93.41	8.54	101.95
4	87.50	10.49	97.99
5	86.11	10.15	96.26
6	80.38	17.95	98.33
7	74.68	17.49	92.17
8	71.40	16.07	87.47
9	68.92	14.57	83.49
10	66.91	16.84	83.75
11	65.25	18.81	84.06
12	62.20	17.77	79.97

(1) Valores deflacionados por el índice de precios mayoristas neto de alimentos.

(2) Crédito en pesos de bancos, cajas de ahorro y entidades financieras no bancarias. Excluye préstamos domésticos en moneda extranjera. No incluye recursos devengados sobre préstamos.

(3) Para forma de cálculo ver nota en Cuadro N° 1.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de: BCRA, Boletín Estadístico, varios números.

CUADRO N° 3

Tasas de crecimiento del crédito bancario doméstico por sectores (1)
y tasa de interés nominal acumulada

(Porcentajes)

Periodo	Productos Primarios	Inds. Manuf.	Construcción	Elec., Gas, etc.	Comercio, Serv. Finc., etc.	Crédito doméstico total	Tasa Nominal Activa Acumulada en el periodo
1979.1	28.6	19.9	31.2	57.3	29.8	26.5	23.19
2	25.7	33.9	37.5	50.4	40.5	35.8	23.19
3	37.0	26.3	40.8	45.2	37.8	33.9	25.17
4	39.5	34.1	36.1	40.1	52.5	42.9	23.5
1979	208.9	171.9	245.7	381.3	283.2	228.7	134.6
1980.1	27.8	21.2	26.7	38.8	43.9	33.2	19.43
2	20.8	20.7	23.5	34.1	24.6	23.2	18.09
(2° Sem.)	42.3	23.8	53.1	9.2	33.8	32.3	41.44
1980	119.6	81.1	139.5	103.4	139.9	117.0	99.47

(1) Incluye préstamos domésticos en moneda extranjera.

FUENTE: Elaboración propia en base a: BCHA, Boletín Estadístico, varios números y FIEL, Indicadores de Coyuntura, varios números.

CUADRO N° 4

Estructura del crédito bancario por actividades

Fin del Trimestre:	Total	Prod. Primaria	Ind. Manuf.	Construcción (a)	Elect. Gas, etc. (b)	Com. Serv. Fin. Div. (c)	(a)+(b)+(c)
1976.4	100	16.3	38.4	3.3	4.4	37.3	45
1977.4	100	16.4	40.7	4.1	2.4	36.4	42.9
1978.1	100	15.8	38.3	3.7	2.9	39.2	45.8
2	100	14	41.3	3.6	2.0	39.0	44.6
3	100	14.2	35.1	4.1	2.3	44.3	50.7
4	100	15.8	38.6	5.2	2.1	38.3	45.6
1979.1	100	16.1	36.6	5.4	2.6	38.3	47.3
2	100	14.9	36.1	5.5	2.8	40.7	49
3	100	15.2	34.1	5.8	3.1	41.9	50.8
4	100	14.8	31.9	5.5	3.0	44.7	53.2
1980.1	100	14.3	29.1	5.2	3.1	48.3	56.6
2	100	13.9	28.5	5.3	3.4	48.8	57.5
3	100	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d
4	100	15.0	26.7	6.1	2.8	49.4	58.3

FUENTE: Elaboración propia en base a BCRA, Boletín Estadístico, varios números.

NOTA: No se han publicado datos posteriores a 1980. Las cifras básicas incluyen crédito doméstico en moneda extranjera.

Préstamos bancarios por actividades y tasas trimestrales
Saldo a fin de trimestre (miles de millones de \$)

Período	Total		Produc. Primaria		Ind. Manuf.		Construcción		Electr. Cár. etc.		Com., Serv. Fin. Div.	
	Saldo	Variación (%)	Saldo	Variación (%)	Saldo	Variación (%)	Saldo	Variación (%)	Saldo	Variación (%)	Saldo	Variación (%)
1973	6.7		1.1		2.3		0.5		0.1		2.8	
1974	10.6	58.2	1.7	54.5	3.6	56.5	0.5	0	0.6	500	4.1	53.6
1975	22.9	116.0	3.0	76.5	8.2	127.8	1.3	160	1.1	83.3	9.3	116.3
1976	100.4	338.4	16.4	446.7	28.6	370.7	3.3	153.8	4.5	309.1	37.6	304.3
1977.1	130.3	29.8	19.2	17.0	50.7	31.3	4.2	27.3	7.1	57.8	48.9	30.1
2	196.5	50.8	26.9	40.1	77.9	53.6	7.6	60.9	9.5	33.8	74.5	52.4
3	292.6	49.9	44.5	65.4	116.6	49.7	11.2	47.4	10.1	6.3	110.3	48.1
4	355.5	21.5	58.4	31.2	148.7	24.1	14.5	29.5	8.4	-16.8	129.3	17.2
1977	355.5	254.1	58.4	286	144.7	274.9	14.5	339.3	8.4	90.9	129.3	245.7
1978.1	515.6	45	81.6	39.7	197.4	36.4	18.9	30.3	15.3	82.1	202.2	56.3
2	765.0	48.4	107.4	31.4	316.2	60.2	27.4	44.9	15.5	1.3	298.6	47.7
3	867.6	13.4	123.4	15.1	304.5	-3.7	35.5	29.6	19.7	27.1	384.4	28.7
4	1058.4	22.0	167.1	35.4	408.9	34.3	55.4	56.1	21.8	10.7	405.3	5.4
1978	1058.4	197.7	167.1	186.1	408.9	192.5	55.4	282.1	21.8	159.5	405.3	213.4
1979.1	1338.4	26.5	214.9	28.6	480.2	19.9	72.7	31.2	34.2	57.3	526.2	28.8
2	1817.5	35.8	270.2	25.7	656.3	31.9	100.0	37.5	51.6	50.4	739.3	40.5
3	2433.6	33.9	370.2	37.0	839.8	26.3	140.8	40.8	71.9	45.2	1018.9	37.8
4	3478.2	42.9	516.4	39.5	1111.7	34.1	191.6	36.1	104.9	40.1	1553.5	52.5
1979	3478.2	228.6	516.4	209.0	1111.7	171.9	191.6	345.8	104.9	381.2	1553.5	283.3
1980.1	4631.5	33.2	660.0	27.8	1347.2	21.2	242.8	26.7	145.6	38.8	2235.9	43.9
2	5704.5	23.2	797.0	20.8	1625.9	20.7	295.8	23.5	195.3	34.1	2786.4	24.6
3	6741.1	18.3	913.1	14.3	1911.7	16.3	341.1	18.1	228.1	28.1	3211.7	18.1
4	7546.9	(32.3)*	1134.1	(42.3)*	2012.8	(23.8)*	458.9	(53.1)*	213.4	(9.2)*	3727.7	(31.8)*
1980	7546.7	117	1134.1	119.6	2012.8	81.1	458.9	139.5	213.4	103.4	3727.7	139.9

(*) Toma del semestre.
FUENTE: Elaboración propia en base a BCGA, Boletín Estadístico, varios números.
NOTA: Incluye préstamos domésticos en moneda extranjera.

CUADRO N° 6

Préstamos bancarios por actividades. Cartera viva y cartera total

Fin de Semestre	Total	Prod. Primaria	Ind. Manuf.	Construcción	Elect. Gas, etc.	Comercio Serv. Fin., etc.
1977.2	99.44	99.29	99.53	99.27	99.88	99.35
3	99.30	99.26	99.59	98.95	99.98	98.99
4	98.42	97.85	98.93	98.15	99.99	98.04
1978.1	97.99	97.48	97.92	97.73	99.97	98.12
2	98.01	97.16	98.26	97.68	99.97	97.98
3	97.89	96.92	97.73	97.72	99.62	98.25
4	97.87	97.27	98.05	98.26	99.63	97.80
1979.1	97.81	97.15	97.72	98.34	99.80	97.97
2	97.72	96.84	97.82	97.06	99.91	97.89
3	97.68	96.14	97.49	98.10	99.88	98.19
4	97.45	96.48	96.57	97.68	99.83	98.12
1980.1	97.41	96.41	96.24	97.30	99.94	98.27
2	95.35	93.15	93.02	95.52	99.52	97.03
3	-	-	-	-	-	-
4	91.63	88.29	87.17	93.72	99.67	94.33

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del BCRA, Boletín Estadístico, varios números.

CUADRO N° 7

Tasas de Interés Nominales y Reales a 30 días (%)

Período	TASA PASIVA		TASA ACTIVA		
	Nominal (1)	Real Ex-post (3)	Nominal (2)	Real Ex-post (4)	Real Ex-post (5)
1977.8	7.21	-3.71	7.63	-4.41	-5.29
9	7.84	-0.42	8.63	1.33	-0.25
10	9.06	-3.05	11.42	-1.97	-2.44
11	10.16	1.03	13.60	5.37	2.36
12	10.51	2.98	13.30	8.74	6.93
1978.1	10.25	-2.74	13.20	2.66	1.68
2	8.23	-1.91	10.80	5.24	4.99
3	6.94	-2.33	8.80	-0.25	1.18
4	6.70	-3.94	7.90	-1.08	-0.98
5	6.52	-1.99	8.00	-0.90	-0.13
6	6.83	0.39	8.10	3.16	1.57
7	6.52	-0.15	7.80	2.75	1.16
8	6.70	-1.03	7.70	-0.86	1.12
9	6.16	-0.22	7.10	0.34	0.35
10	6.40	-3.00	7.40	-2.31	0.14
11	6.74	-1.80	7.50	-0.93	-0.21
12	7.00	-1.80	7.80	1.35	-1.75
1979.1	6.68	-5.40	7.40	-2.40	-2.52
2	6.36	-1.01	7.10	-0.80	-0.18
3	6.36	-1.29	7.10	-0.89	-1.98
4	6.42	-0.54	7.10	0.61	2.68
5	6.52	-6.16	7.20	-1.66	-3.20
6	6.68	3.33	7.30	-2.88	-0.92
7	6.99	-0.22	7.60	0.08	0.18
8	7.31	-3.71	8.10	-5.72	-1.05
9	7.35	0.47	8.10	2.71	0.46
10	7.21	2.75	8.00	6.87	1.63
11	6.18	0.99	7.00	3.44	2.20
12	5.93	1.34	6.90	4.27	2.84
1980.1	5.80	-1.31	6.70	2.33	2.55
2	5.15	-0.19	6.00	1.78	2.42
3	4.83	-0.91	5.60	1.68	0.99
4	4.47	-1.61	5.30	1.39	1.34
5	4.54	-1.17	5.40	0.03	1.03

CUADRO N° 7 (Cont.)

Período	TASA PASIVA		TASA ACTIVA		
	Nominal (1)	Real Ex-post (3)	Nominal (2)	Real Ex-post (4)	Real Ex-post (5)
6	5.31	-0.41	6.40	-0.87	1.09
7	6.07	1.43	7.10	4.04	2.88
8	4.98	1.51	6.10	3.09	2.17
9	4.34	-0.19	5.50	2.54	1.61
10	4.32	-3.06	5.30	-0.11	-2.40
11	4.62	-0.05	5.40	2.69	2.02
12	5.46	1.59	6.30	5.46	3.01
1981.1	5.65	0.71	6.40	3.85	2.76
2	6.52	2.25	8.00	2.70	3.60
3	8.10	1.99	10.30	5.23	3.68
4	7.36	-0.48	8.72	-3.24	-2.08
5	8.04	0.47	9.14	1.05	1.84
6	10.01	0.59	11.40	-6.14	-1.47
7	10.82	0.52	12.73	-0.08	0.89
8	10.34	2.24	12.02	2.47	2.95
9	8.47	1.24	10.26	2.92	1.36
10	7.00	1.11	8.49	2.21	0.51
11	7.40	0.18	8.93	-1.86	0.06
12	6.92	-1.73	8.20	-2.20	-0.99
1982.1	7.27	-4.16	8.54	-4.82	-6.15
2	7.14	1.77	8.50	2.68	2.11
3	6.81	1.99	8.13	3.41	1.83
4	8.40	4.04	10.08	3.79	4.28
5	7.16	3.98	8.78	-0.43	0.16
6	5.83	-1.91	6.61	-7.55	-3.62
7	4.97	-9.71	6.00	-17.09	-13.89
8	4.98	-8.45	6.00	-8.74	-9.78
9	6.99	-8.63	7.80	-9.55	-9.64
10	6.99	-5.06	7.80	-1.96	-3.69
11	8.49	-2.57	8.81	-4.51	-6.27
12	8.40	-2.01	8.79	-1.25	-5.08
1983.1	10.50	-4.73	11.24	-2.98	-3.37
2	10.00	-2.67	10.77	-2.16	-0.21
3	10.00	-1.14	10.77	0.00	-2.20
4	10.00	-0.24	10.86	3.84	3.21

CUADRO N° 7 (Concl.)

Período	TASA PASIVA		TASA ACTIVA		
	Nominal (1)	Real Ex-post (3)	Nominal (2)	Real Ex-post (4)	Real Ex-post (5)
5	9.99	0.85	10.75	0.36	-1.11
6	8.90	-5.98	9.90	-4.00	-1.57

- (1) Tasa nominal efectiva mensual por depósitos en bancos a 30 días: A partir de junio 82 son tasas reguladas.
- (2) Tasa nominal efectiva mensual por préstamos a 29 días en bancos comerciales. A partir de junio de 1982 son tasas reguladas.
- (3) Deflacionada por precios al consumidor, nivel general.
- (4) Deflacionada por precios mayoristas, nivel general.
- (5) Deflacionada por precios mayoristas, sin alimentos.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de: Fiel, Indicadores de coyuntura, varios números.

CUADRO N° 8

Prima de incertidumbre

	e (%) (1)	i* (%) (2)	t (%) (3)	e+i*t (%) (4)	i (%) (5)	em (%) (6)	et (%) (7)
1979							
Enero	5.2	1.01	0.3	6.6	7.4	0.8	
Febrero	4.8	0.95	0.3	6.1	7.1	1.0	
Marzo	4.7	0.94	0.3	5.8	7.1	1.3	3.13
Abril	4.6	0.93	0.3	5.9	7.1	1.2	
Mayo	4.5	0.94	0.3	5.8	6.9	1.1	
Junio	4.4	0.82	0.3	5.6	6.9	1.3	3.64
Julio	4.1	0.84	0.3	5.3	7.6	2.3	
Agosto	3.9	0.91	0.3	5.1	8.0	2.9	
Septiembre	3.7	1.07	0.3	5.1	8.1	3.0	8.43
Octubre	3.4	1.21	0.3	5.0	8.1	3.1	
Noviembre	3.3	1.22	0.3	4.9	7.0	2.1	
Diciembre	3.1	1.39	0.3	4.6	6.9	2.3	7.69
1980							
Enero	2.9	1.19	0.3	4.4	6.7	2.3	
Febrero	2.7	1.27	0.3	4.3	6.0	1.7	
Marzo	2.5	1.43	0.3	4.3	5.6	1.4	5.50
Abril	2.3	1.37	0.3	4.0	5.3	1.3	
Mayo	2.1	0.95	0.3	3.4	5.4	2.1	
Junio	2.0	0.83	0.3	3.1	6.4	3.3	6.04
Julio	1.7	0.83	0.3	2.8	7.2	4.4	
Agosto	1.5	0.96	0.3	2.8	6.2	3.4	
Septiembre	1.3	1.05	0.3	2.7	5.6	2.9	11.08
Octubre	1.1	1.13	0.3	2.5	5.3	2.7	
Noviembre	1.0	1.30	0.3	2.6	5.4	2.8	
Diciembre	1.0	1.43	0.3	2.8	6.3	3.5	9.27
1981							
Enero	1.3	1.35	0.3	3.0	6.4	3.4	
Febrero	1.6	1.29	0.3	3.2	8.0	4.7	
Marzo	4.1	1.16	0.3	5.6	10.3	4.5	13.13

e - tasa de devaluación anunciada.

i* - tasa de interés internacional.

t - costos de transacción e impuestos.

i - tasa de interés nominal activa.

em - prima de incertidumbre mensual.

et - prima de incertidumbre trimestral.

ec - saldo trimestral de la cuenta corriente del balance de pagos.

(4) = $(1 + e) (1 + i^*) - 1 + t$.

(6) = $(1 + i) / (1 + e) - 1 - i^* - t$.

FUENTE: Frenkel, R. (1980b, 1981).

CUADRO N° 9

Tasas trimestrales de inflación y tasa de devaluación (%) *

Periodo	IPC (1)	IPMHGE (2)	IPMNA Mac. (3)	IPMNA Imp. (4)	IPM sin alimentos (5)	Devaluación (6)
1978.1	31.9	26.7	28.1	18.5	26.2	20.7
2	28.5	24.6	26.3	13.4	25.4	9.4
3	22.0	21.6	19.3	5.7	21.1	9.9
4	30.3	26.9	27.7	16.5	26.7	15.8
1978	170.3	143.3	146.8	65.5	143.3	67.9
1979.1	30.5	28.3	31.4	18.4	29.2	15.2
2	25.5	28.3	26.9	30.8	25.0	13.8
3	27.7	29.8	27.3	17.4	26.2	11.9
4	14.6	7.2	11.0	13.2	15.6	9.9
1979	139.7	128.7	135.9	105.7	135.9	61.3
1980.1	19.4	12.8	14.2	17.7	12.6	7.9
2	18.8	17.5	15.5	8.8	14.0	6.1
3	13.0	8.9	9.8	11.4	12.2	4.3
4	16.9	9.0	14.3	11.8	15.0	3.1
1980	87.6	57.8	65.4	59.6	65.8	23.1
1981.1	15.9	13.0	14.1	20.1	14.7	18.8
2	26.9	44.1	39.8	76.8	34.6	86.9
3	27.3	32.2	30.7	26.8	32.3	31.2
4	23.4	30.3	28.0	25.5	28.4	79.9
1981	131.3	179.8	166.6	237.5	162.3	424.5
1982.1	23.4	26.0	28.2	43.3	30.5	11.5
2	15.9	33.6	37.0	54.8	26.8	41.6
3	56.2	77.0	73.1	78.9	72.6	74.6
4	38.7	38.1	40.6	50.3	48.9	66.5
1982	209.7	311.0	295.9	497.3	325.3	364.5

* Último mes de cada trimestre contra último mes del trimestre anterior.

(1) Índice de Precios al Consumidor, Nivel General.

(2) Índice de Precios Mayoristas, Nivel General.

(3) Índice de Precios Mayoristas, no Agropecuarios Nacionales.

(4) Índice de Precios Mayoristas no Agropecuarios Importados.

(5) Índice de Precios Mayoristas excluyendo alimentos y bebidas.

(6) Tipo de cambio del Banco Nación o libra (comercial en los periodos de doble mercado).

Se comparan cotizaciones de cierre de cada trimestre.

CUADRO N° 10

Determinantes del crecimiento de la Base Monetaria* (Porcentajes)

Período	Incremento de la base (a)=(b)+(c)	Sector Interno (b)	Sector Externo (c)
1977.3	23.41	15.96	7.44
4	29.63	4.11	25.52
1978.1	28.40	2.68	25.72
2	34.52	10.36	24.16
3	18.42	10.06	8.36
4	5.93	10.39	-4.46
1978	116.7	54.62	62.07
1979.1	16.59	3.97	12.62
2	24.24	3.83	20.41
3	17.50	4.96	12.54
4	11.18	1.08	10.09
1979	89.22	17.45	71.77
1980.1	0.79	-0.53	1.32
2	21.19	48.79	-27.59
3	12.76	9.09	3.67
4	19.44	42.83	-23.39
1980	64.50	118.74	-54.23
1981.1	6.04	33.60	-27.56
2	27.03	30.21	-3.18
3	31.70	30.53	1.17
4	23.75	40.48	-16.76
1981	119.53	178.59	-59.11
1982.1	17.42	21.49	-4.05
2	19.86	40.15	-20.27
Reforma Pastore - Cavallo			

CUADRO N° 10 (Concl.)

Período	Incremento de la base (a)=(b)+(c)	Sector Interno (b)	Sector Externo (c)
Agosto	-2.28	2.08	-4.36
Setiembre	-0.97	-0.83	-0.14
4	34.66	34.75	-0.08
1983.1	27.22	37.23	-9.99
2	37.82	28.56	9.25
3	40.31	47.12	-6.80
4	68.98	87.84	-18.86
1983	315.7	372.3	-56.55

FUENTE: Elaboración propia en base a BCRA, Recursos Monetarios y Efectivo Mínimo, varios números.

* Son promedios de saldos diarios del último mes del trimestre contra el último mes del trimestre anterior.

CUADRO N° 11

Determinantes del crecimiento de la Base Monetaria. Sector Interno (Porcentajes)

Período	Incremento de la base	Originado en el SI				
		Total (a) = (b)+(c)+(d)+(e)	Gob. Nac. (b)	Ent. Finan. (c)	Cta. Reg. Mon. (d)	Otras Ctas. (e)
1977.3	23.41	15.96				
4	29.63	4.11				
1978.1	28.40	2.60	-0.83	-1.45	8.96	-4.0
2	34.52	10.36	3.05	-0.62	7.49	0.45
3	18.42	10.05	5.62	-4.46	7.31	1.59
4	5.93	10.39	2.60	2.05	6.1	-0.44
1978	116.7	54.62	18.3	-5.8	43.7	-1.6
1979.1	16.59	3.97	0.0	1.82	3.21	-1.1
2	24.24	3.83	-0.44	0.96	1.24	0.0
3	17.50	4.96	1.77	0.79	3.58	-1.18
4	11.10	1.08	-1.69	0.67	3.42	-1.31
1979	89.22	17.45	-0.8	5.2	17.9	-4.9
1980.1	0.79	-0.53	2.19	-1.09	-1.47	-0.17
2	21.19	48.79	2.96	52.71	-3.66	3.22
3	12.76	9.09	15.03	2.58	-2.69	-5.84
4	19.44	42.03	32.07	16.38	-2.67	-2.94
1980	64.50	118.74	67.8	77.8	-12.1	-14.6
1981.1	6.04	33.60	20.48	18.99	-3.41	-2.46
2	27.03	30.21	12.77	20.64	-0.22	-2.98
3	31.70	30.53	11.28	18.56	5.37	-4.68
4	23.75	40.48	36.67	36.65	6.56	-39.39
1981	119.53	178.58	114.3	130.9	15.2	-81.8
1982.1	17.42	21.49	26.07	21.64	2.56	-20.78
2	19.86	40.15	29.07	32.23	3.45	-24.61
Agosto	-2.28	2.00	-3.64	9.23	0.00	-3.46
Septiembre	-0.97	-0.83	-3.74	5.77	0.11	-2.98
4	34.66	34.75	12.29	36.73	13.62	-27.89
1983.1	27.22	37.23	33.96	6.86	3.63	0.03
2	37.02	28.56	14.42	12.38	19.38	-17.62
3	40.31	47.12	24.87	21.11	19.30	-18.25
4	68.98	87.84	60.53	17.21	19.07	-16.03
1983	315.7	372.3	244.8	101.9	118.7	-93.2

FUENTE: Elaboración propia en base a BCRA, Recursos Monetarios y Efectivo Mínimo, varios números.

NOTA: Elaborado sobre la base de la información sobre promedios de saldos diarios.

Evolución de los recursos monetarios (%)

	Incremento del total (1)	Base monetaria (2)	Expansión secundaria (3)	Tasa única de Efec. Mínimo (4)	Encaje promedio (5)	Preferencia por billetes (6)	Multiplicador monetario (7)	Incremento de IPM (8)
1977.3	31.7	13.1	18.6	45	45.02	13.4	1.91	
4	30.5	15.5	15.0	44	44.33	13.9	1.82	
2° Sem.	71.8	33.6	36.2	44	44.33	13.9	1.92	62.8
1978.1	35.3	14.8	20.5	44	42.12	12.59	2.02	26.7
2	30.7	17.0	13.7	43	43.90	12.34	1.97	24.6
3	31.2	9.4	21.8	39	38.51	11.99	2.18	21.6
4	23.2	2.8	20.4	29	28.79	14.96	2.54	26.9
1978	186.0	60.7	125.3					143.3
1979.1	29.1	6.6	22.5	27	25.97	13.04	2.81	28.3
2	29.9	8.7	21.2	27	24.98	12.16	2.93	28.3
3	31.5	6.0	25.5	24	21.89	10.98	3.28	29.8
4	31.1	3.4	27.7	16.5	15.39	12.36	3.07	7.2
1979	188.8	35.2	153.6					128.7
1980.1	21.7	0.3	21.4	11.5	10.70	11.98	4.67	12.8
2	12.1	4.5	7.6	12.0	11.80	12.86	4.32	17.5
3	21.8	3.0	18.8	11.5	10.48	12.23	4.67	8.9
4	14.9	4.2	10.7	10.0	9.67	13.95	4.40	9.0
1980	90.9	16.7	74.3					57.8
1981.1	8.2	1.3	6.9	12	10.63	12.52	4.58	13.0
2	15.1	5.9	9.2	16	14.57	11.13	4.15	44.1
3	30.3	7.6	22.6	18	15.91	10.03	4.11	32.2
4	26.9	5.8	21.1	15.50	13.60	11.71	4.22	30.3
1981	105.9	26.6	79.3					179.8

CUADRO N° 12 (Comcl.)

	Incremento del total (1)	Base monetaria (2)	Expansión secundaria (3)	Tasa única de Efec. Mínimo (4)	Encaje promedio (5)	Preferencia por billetes (6)	Multiplicador monetario (7)	Incremento de IPM (8)
1982.1	21.4	4.1	17.3	16.5	14.59	9.78	4.36	26.0
2	19.9	4.5	15.4	13.5	11.81	12.60	4.36	31.6
Julio	11.6	(*)	(*)	(*)100	-	-	1.04	-
Agosto	3.2	-2.2	5.4	100	-	-	1.09	-
Septiembre	1.5	-0.8	2.4	100	87.31	13.2	1.12	77.0
3	16.9	(*)	(*)	100	91.72	15.2	1.07	38.1
4	28.9	30.6	-1.9	100	-	-	-	-
1982	119.3	(*)	(*)	-	-	-	-	311.0
1983.1	40.7	25.3	15.4	91	81.62	13.4	1.19	43.8
2	38.1	31.8	6.3	89	81.44	13.3	1.19	34.9
3	40.9	33.8	7.1	87	80.88	13.8	1.19	63.6
4	67.1	57.6	9.5	86	81.42	16.4	1.18	61.1
1983	357.7	293.6	64.1	-	-	-	-	411.3

(*) Con la reforma financiera de mediados de 1982 cambia la definición de los agregados monetarios y las tasas no pueden calcularse.

FUENTE: Elaboración propia sobre datos del BCRA, "Recursos Monetarios y efectivo mínimo", varios números.

Las columnas (1) a (3) corresponden a la variación porcentual de saldos medios diarios entre el mes final del período indicado y el mes anterior. (1) = (2) + (3). Las columnas (4), (5), (6) y (7) se refieren al fin de cada período.

CUADRO N° 13

Coeficientes de liquidez (%)

Período	M1/PBI	M2/PBI
1977	6.26	12.57
1978.1	6.77	17.67
2	6.14	16.53
3	6.31	18.16
4	6.09	17.64
1978	6.19	17.13
1979.1	6.60	18.37
2	6.13	18.15
3	5.68	18.27
4	6.20	21.48
1979	5.97	18.42
1980.1	7.57	25.09
2	7.73	24.87
3	7.41	24.78
4	7.83	25.66
1980	7.55	24.86
1981.1	8.31	27.70
2	6.10	22.93
3	5.48	21.89
4	5.49	22.19
1981	6.24	23.57

CUADRO N° 13 (Concl.)

Período	M1/PBI	M2/PBI
1982.1	5.24	20.84
2	5.74	20.93
3	4.64	14.77
4	4.15	12.12
1982	4.90	16.72
1983.1	4.10	12.27
2	3.94	12.38
3	3.71	11.45
4	3.62	10.98
1983	3.84	11.76

FUENTE: BCRA, Boletín Estadístico, varios números.

CUADRO N° 14

Indices de valor real de diversos activos (1)

(Base enero/1979=100)

Trimestres	Terrenos (2)	Departamentos usados (3)	Departamentos nuevos (m2). (4)	Acciones (5)
1979.1	169	119	100	111
2	227	147	96	184
3	206	162	86	137
4	188	171	93	131
1980.1	211	171	89	177
2	225	161	111	130
3	291	168	122	110
4	356	198	118	83
1981.1	275	196	128	91
2	208	163	120	59
3	153	137	81	47
4	133	127	78	50
1982.1	113	99	74	38
2	96	90	74	42

(1) Deflacionados por precios mayoristas, nivel general.

(2) Precios de oferta de terrenos en la zona norte de Capital Federal.

(3) Precios de oferta de departamentos usados en la zona norte de Capital Federal.

(4) Precios medios por m2 de departamentos nuevos comercializados a través de las secciones hipotecarias de algunos bancos (Base: 1 trim./1979=100).

(5) Indices de valor de la Bolsa de Comercio.

FUENTE: Elaboración propia en base a: CEPAL, Estadísticas económicas de corto plazo.

CUADRO N° 15

Participación de las fuentes de emisión en los saldos
de la base monetaria (%) *

Períodos \ Fuentes	Sector Externo Neto	Gobierno Nacional	Entidades Financieras	Otras Cuentas
1979.1	54.7	20.04	6.67	18.59
2	59.09	17.12	6.34	17.44
3	61.48	16.02	5.81	16.67
4	65.40	12.51	5.49	16.60
1980.1	64.91	14.46	4.72	15.91
2	43.54	7.86	38.56	10.04
3	32.61	22.90	44.19	0.30
4	15.03	41.80	47.72	-4.56
1981.1	-9.97	58.22	61.33	-9.58
2	-13.86	60.50	65.11	-11.75
3	-16.25	57.19	68.09	-9.03
4	-19.48	63.05	65.09	-8.66
1982.1	-21.91	81.59	60.95	-20.64
2	-31.98	88.02	63.05	-19.08

FUENTE: Elaboración propia en base a: BCRA, Recursos Monetarios y Efectivo Míni-
mo.

Endeudamiento externo privado, público, movimientos de capitales no compensatorios y posición de reservas
(En millones de dólares corrientes)

A fin de	Sector Privado			Sector Público		Reservas Internacionales (F)	Deuda total neta de reservas (g) = (a) + (e) - (F)
	Deuda registrada (a)	Deuda neta estimada (b)	Movimientos netos de capitales no compensatorios (c)	Movimientos netos de capitales no compensatorios (d)	Deuda total (e)		
1977.4	3634.5	3634.5	-	-	6044	4038.8	5639.7
1978.1	-	4454.5	820	238.8	-	5223.5	-
2	-	4795.4	340.9	130.1	-	5769.6	-
3	-	4419.7	-174.7	428.6	-	6250.1	-
4	4139	3591.2	-824.5	590.7	8357	6037.2	6458.0
1979.1	-	4482.0	890.8	164.3	-	7033.8	-
2	-	5199.9	717.9	244.9	-	8512.5	-
3	-	6181.2	981.3	342.1	-	9693.6	-
4	9074	7168.4	987.2	479.3	9960	10479.6	8554.4
1980.1	-	7707.3	538.9	707.6	-	10666.8	-
2	-	6292.9	-1414.6	636.6	-	9189.9	-
3	-	7505.6	1212.9	358.7	-	9491.4	-
4	12703	6737.0	-788.6	1294.3	14459	7683.5	19478.5
1981.1	-	3504.5	-3232.4	2508.0	-	4698.2	-
2	-	3435.8	-68.9	1104.3	-	4728.2	-
3	-	3384.5	-51.2	360.5	-	4645.7	-
4	15647	3840.8	456.4	560.5	20024	3877.0	31794
1982.1	-	4045.8	205.8	6.5	-	4045.3	-
2	-	1944.2	-2101.6	19.7	-	3919.9	-
3	-	2039.4	95.2	-350.2	-	3923.7	-
4	14362	1693.9	-345.5	-254	26341	3260.6	37442.4

(b) Saldo de deuda por todo concepto registrada al 31.12.77 ajustado trimestre a trimestre adicionando los saldos de movimientos de capitales no compensatorios privados.

(c) Total de empresas, menos préstamos a empresas del Estado, más ingreso neto de capitales compensatorios a través de bancos comerciales.

(d) Gobierno Nacional, más gobiernos locales, más préstamos financieros de corto y largo plazo a empresas del Estado. No incluye Banco Central.

FUENTE: Elaboración propia en base al: BCRA, Boletín Estadístico, varios números.

Saldos trimestrales del balance de pagos (en millones de dólares corrientes)

	Pagos Internos	Transacciones corrientes			Movimiento de capitales no compensatorios			Sector público *	Sector privado de capital	Sector público de capital	Sector privado de capital	Sector público de capital	Sector privado de capital		
		Total	Mercancías	Servicios	Total	Sector público *	Sector privado de capital							Sector público de capital	Sector privado de capital
1977.3	693.0	346.7	323.5	13.4	429.5										
4	967.9	59.5	105.2	-62.0	938.9										
1977	2479.0	1286.9	1560.0	-304.4	1276.3										
1978.1	1375.1	278.0	472.5	-204.3	1076.9	256.9	820	51.1							
2	1244.6	755.0	937.1	-193.2	459.7	118.8	340.9	41							
3	784.1	754.1	928.7	-181.1	35.4	411.1	-375.7	73.6							
4	-204.0	46.5	235.5	-202.0	-238.1	590.4	-828.5	-659.6							
1978	3199.8	1831.6	2565.8	-780.6	1333.9	1377.2	-41.3	-575.9							
1979.1	992.0	-63.8	351.1	-418.5	1054.2	163.8	890.4	-118.8							
2	1499.0	467.9	1004.4	-546.7	970.6	254.4	716.2	-91.1							
3	1172.6	-57.1	257.2	-323.2	1274.3	302.5	971.8	-304.3							
4	714.5	-883.4	-502.8	-392.9	1387.8	428.4	959.4	-628.5							
1979	4378.1	-536.4	1109.9	-1681.3	4886.9	1149.1	3537.8	-1143							
1980.1	437.1	-757.4	-223.1	-534.9	1226.5	693.7	532.8	-720							
2	-1747.4	-988.7	-361.3	-640.8	-1277.7	687.3	-1415	-1717							
3	398.7	-1145.0	-749.6	-805.0	1963.2	351.9	1213.3	-1816							
4	-1602.9	-1866.8	-1188.1	-691.0	481.6	1249.8	-788.2	-1287							
1980	-2514.5	-4767.8	-2519.2	-2271.5	3551.7	2992.7	-831	-4660							
1981.1	-2810.2	-2091.7	-624.1	-1455.9	-748.3	2484.1	-3232.4	-2870							
2	199.3	-913.0	226.0	-1134.0	1037.7	1106.6	-68.9	-791							
3	-24.2	-220.0	524.7	-736.2	249.6	300.8	-51.2	69							
4	-758.0	-1489.3	-413.6	-1078.5	950.7	494.3	456.4	4							
1981	-3433.1	-4714.0	-207.0	-4406.6	1489.7	4386.4	-2897.1	-3498							
1982.1	159.4	-338.1	686.6	-1028.1	381.7	175.9	205.8	182							
2	-2615.4	-297.1	1012.8	-1323.0	-2049.6	52	-2101.6	-385							
3	-517.4	-706.9	407.4	-1119.3	77	-18.2	95.2	250							
4	-2007.1	-1168.1	180.0	-1358.1	-691	-345.5	-345.5	119							
1982	-5080.5	-2510.2	2286.8	-4828.5	-2281.9	-135.8	-2146.1	166							

* Incluye empresas públicas.
FUENTES: Fiel, Indicadores de Coyuntura, varios números.

PBI Sectorial. Tasas de variación

Período	Agricultura Minas y Carteras	Construcciones	Electricidad, Gas y Agua	Comercio, Restaurantes y Hoteles	Transporte, Almac. y Comunic.	Establic. Financieras	Servicios Comerciales	PBI
1979	4.4	2.7	10.7	10.3	8.4	8.0	2.0	7.1
1	10.1	-9.2	14.0	8.1	12.6	5.4	1.4	8.4
2	2.2	-1.4	11.1	13.0	10.8	7.7	1.9	8.4
3	2.1	3.5	8.9	11.0	4.8	6.8	2.1	5.6
4	3.0	17.6	9.4	9.2	5.8	11.8	2.6	6.3
1980	-4.9	5.4	7.8	5.6	0.6	12.2	2.2	1.1
1	-3.5	11.0	11.4	2.0	5.4	15.4	1.9	1.7
2	-7.1	11.3	8.3	-2.8	-2.4	11.5	2.2	-2.1
3	-4.7	7.9	7.9	7.3	-0.1	14.2	2.3	1.9
4	-4.6	16.8	3.9	16.3	-0.4	8.2	2.3	2.9
1981	2.1	-8.2	-1.1	-6.4	-4.2	-5.3	1.7	-5.9
1	-0.5	1.5	-1.1	9.4	-2.3	3.5	3.5	-0.3
2	10.3	3.7	-1.1	9.9	1.5	-2.4	1.4	-
3	-2	-4.0	-2.1	-15.0	-8.4	-10.7	1.1	-10.6
4	0.8	-35.6	-0.1	-36.8	-7.8	-10.7	0.9	-13.1
1982	4.4	-20.1	3.1	-18.7	-3.0	-11.1	0.3	-5.7
1	8.1	-15.0	3.6	-18.3	-5.7	-13.4	0.5	-6.2
2	-0.3	-20.2	3.9	-27.8	-8.8	-9.6	0.2	-10.5
3	3.9	-32.9	3.2	-17.6	-0.6	-9.5	-0.3	3.6
4	6.7	-31.9	1.5	-8.7	4.3	-11.9	0.7	-0.8

FUENTE: Fide, Coyuntura y Desarrollo, varios números.

PIB Industrial por sectores, a precios de 1970. Tasas de variación

	Total Ind. Manuf.	Alimentos	Textil, vestido y cuero	Hadera y muebles	Papel imprenta	Química y otros	Minerales no metálicos	Ind. metálicas básicas	Maquinarias y equipos	Otros
1979.	10.2	5.2	10.8	11.1	1.8	12.3	7.1	17.0	13.5	10.1
1	16.7	8.4	20.2	23.7	19.0	23.1	25.6	36.9	13.9	16.2
2	15.4	8.6	14.8	7.2	4.1	11.8	3.2	27.6	25.3	19.5
3	7.2	-1.2	9.7	9.8	-2.5	6.9	6.4	17.2	10.1	7.1
4	3.5	2.6	1.9	7.3	-9.0	10.5	-2.1	-3.2	6.2	3.6
1980.	-3.8	1.9	-15.1	-3.1	6.7	1.0	-3.5	-7.9	-4.4	-3.7
1	-1.1	2.0	-8.8	-10.9	-10.5	0.6	-6.2	-4.0	2.4	-0.8
2	-6.6	-5.0	-12.8	-2.6	-3.3	-0.6	-0.7	-12.9	-8.2	-6.6
3	-2.3	4.9	-18.7	-0.2	-6.4	4.1	-7.0	-2.7	-1.5	-2.3
4	-4.8	6.0	-18.5	-0.1	-6.8	-0.3	-0.2	-11.5	-8.4	-4.7
1981	-15.9	-3.9	-20.1	-13.0	-18.2	-7.4	-17.6	-12.9	-28.2	-16.0
1	-5.6	-3.3	-12.4	16.1	-13.3	8.6	-10.9	-12.2	-9.9	-5.5
2	-13.1	2.8	-24.4	-6.0	-20.9	-4.8	-12.1	-21.0	-13.1	-13.1
3	-23.6	-3.7	-27.5	-22.0	-20.7	-16.4	-20.8	-17.3	-41.6	-23.7
4	-19.9	-11.0	-13.9	-31.2	-17.3	-13.6	-25.2	0.2	-34.5	-20.2
1982	-4.5	-9.6	-2.4	-13.9	4.9	-	-10.0	14.3	-7.3	-4.4
1	-13.2	-7.7	-13.7	-39.2	-4.3	-6.3	-16.8	15.0	-27.8	-13.1
2	-13.8	-11.3	-6.8	-23.5	4.2	-10.4	-17.9	8.8	-26.4	-13.1
3	3.1	-11.3	7.6	5.9	8.3	5.0	-2.8	14.7	12.8	3.4
4	7.0	-8.2	3.1	6.0	11.2	12.5	-2.1	17.9	19.3	7.3

FUENTE: Fide, Coyuntura y Desarrollo, varios números.

Componentes de la demanda global (a precios de 1970). Tasas de Variación

Periodo	INVERSION BRUTA INTERNA										Exportaciones	Total
	Consumo		Inversión Interna Bruta Fija						Total			
			Construcción			Equipo durable			Total			
	Pública	Privada	Total	Total	Equipos	Edificios	Instalaciones	Total	Total			
1979	12.5	-5.5	11.2	2.9	12.7	9.9	-2.3	10.2				
1	14.1	-28.5	17.6	-7.1	9.2	4.8	-4.5	10.5				
2	14.1	-17.6	16.5	0.2	10.7	1.6	4.5	10.3				
3	13.3	-11.5	9.1	4.1	8.8	8.5	-10.4	9.1				
4	8.8	26.3	2.7	14.1	21.3	23.4	2.3	11.1				
1980	5.2	7.7	3.4	5.4	7.3	9.6	-3.9	5.2				
1	4.4	-2.7	1.2	-0.4	23.0	15.1	8.2	6.6				
2	4.4	-8.6	2.8	-1.5	0.1	9.2	-23.8	1.7				
3	4.6	8.1	4.2	6.0	13.3	8.9	11.4	5.2				
4	7.2	23.9	5.5	15.3	-3.2	8.3	4.4	7.1				
1981	-3.5	-10.0	-6.7	-8.2	-22.0	-19.2	8.1	-5.7				
1	10.3	-0.8	2.6	1.4	-11.3	-3.8	-11.1	3.7				
2	2.8	11.0	-4.0	1.7	-15.2	-5.1	30.9	2.2				
3	-11.3	-0.3	-9.7	-5.3	-30.0	-15.1	21.7	-11.0				
4	-15.0	-30.3	-15.4	-23.9	-30.0	-25.9	-22.4	-16.4				
1982	-9.6	-15.0	-23.0	-19.4	-33.1	-19.8	-2.4	-10.6				
1	-14.1	-8.0	-20.6	-15.7	-41.7	-25.5	16.2	-13.4				
2	-14.5	-11.8	-25.4	-20.1	-39.2	-26.9	-3.2	-15.6				
3	-5.1	-20.0	-22.5	-21.2	-30.9	-24.4	-20.3	-8.5				
4	-3.2	-17.4	-23.7	-20.3	-18.3	-19.8	7.5	-3.9				

FUENTE: FIDE, Coyuntura y Desarrollo, varios números.

CUADRO N° 21

Relación importaciones/PBI (%)

Período	Importaciones/PBI (%)
1978	7.6
1978.1	7.9
2	7.2
3	7.7
4	7.6
1979	10.7
1979.1	10.1
2	8.9
3	11.2
4	12.6
1980	15.1
1980.1	15.2
2	13.2
3	14.8
4	17.2
1981	15.4
1981.1	18.7
2	15.9
3	14.3
4	12.7

CUADRO N° 21 (Concl.)

Período	Importaciones/PBI (%)
1982	9.3
1982.1	10.5
2	9.0
3	8.6
4	9.1

FUENTE: Elaboración propia en base a: Fiel, Indicadores de Coyuntura, varios números.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ARAK, M. (Winter 1982-83). "Control of a Credit Aggregate", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Vol. 7, No. 4.
- ARIDA, P. (1985). Macroeconomic Issues, Journal of Development Economics, de próxima aparición.
- ARRIAZU, R.; Branson, W.; Dornbusch, R.; Frenkel, J. (1983, March). Panel Discussion on the Southern Cone. IMF. Staff Papers. Vol. 30, No. 1.
- BRAINARD, W.C. y Tobin, J. (1968) "Pitfalls in Financial Model Building", AER, May.
- BRANSON, W.H. (1968). Financial Capital flows in the US Balance of Payments, North Holland, Amsterdam.
- CANITROT, A. (1981). "Teoría y Práctica del liberalismo. Política Antiinflacionaria y Apertura Económica en la Argentina, 1976-1981. Desarrollo Económico. Vol. 21. No. 82, Julio-Setiembre.
- CLOWER, R.W. (1965). "The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical Appraisal", en: Hahn, F.H. y Brechling (eds.), The Theory of Interest Rates, Macmillan, cap. 5.
- CLOWER, R.W. (1967). "A reconsideration of the microfoundations of monetary theory". Western Economic Journal, Vol. 6.
- CORTÁZAR, R.; Foxley, A. y Tokman, V.C. (1984). Legados del Monetarismo. Argentina y Chile. Buenos Aires. Prealc/OIT, Eds. Solar.
- DABOS, M.P. y Demaestri, E.C. (1983). La demanda de billetes y monedas en la Argentina. Un análisis empírico. BCRA, Serie de Estudios Técnicos No. 59, Octubre.
- DORNBUSCH, R. (1980). Open Economy Macroeconomics, Basic Book Inc., NY.
- DREIZZEN, J. (1985). Fragilidad financiera e inflación. Estudios Cedes, Buenos Aires.
- EDWARDS, S. (1984). "The order of Liberalization of the external sector in Developing Countries". Essays in International Finance No. 156, Princeton Univ., N. Jersey.
- PACKLER, J. y Silver, A. (Winter 1982-83) "Credit Aggregates as Policy Targets", Federal Reserve Bank of N. York Quarterly Review, vol. 7 No. 4.
- FANELLI, J.M. (1984). "Ahorro, Inversión y Financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina", Ensayos Económicos, No. 31.
- FANELLI, J.M. y Frenkel, R. (1985). "La deuda externa argentina, un caso de endeudamiento forzado", PES. Política, Economía y Sociedad, No. 1.
- FELDMAN, E. (1983) "La crisis financiera argentina: 1980-82. Algunos comentarios", Desarrollo Económico, No. 91, Vol. 23, Oct.-Dic.
- FELDMAN, E. y Sommer, J.F. (1984). Crisis financiera y endeudamiento externo. Buenos Aires, CET.
- FERNANDEZ, R.B. (1983a) "La crisis financiera argentina, 1980-82, Desarrollo Económico No. 89, Vol. 23, Abril-Junio.
- FERNANDEZ, R. (1983b) "La crisis financiera argentina, 1980-82. Réplica", Desarrollo Económico, No. 91, Vol. 23, Oct.-Dic.
- FRENKEL, R. (1980a). Las recientes políticas de estabilización en la Argentina: de la vieja a la nueva ortodoxia, PUC/RJ.

CONTINUACION

- FRENKEL, R. (1980b). El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina, Desarrollo Económico, No. 78.
- FRENKEL, R. (1981) "A abertura financeira externa: o caso argentino", Pesquisa e Planejamento Económico, 11 (2).
- FRENKEL, R. (1983a) "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capitales", El Trimestre Económico, No. 200.
- FRENKEL, R. (1983b) La dinámica de los precios industriales en la Argentina, 1966-1982. Un estudio econométrico. Estudios CEDES.
- FRENKEL, R. (1983) "La apertura financiera externa: El caso argentino", en: French-Davis, R. (ed.) Las relaciones financieras externas. Su efecto en la economía latinoamericana. México, FCE.
- FRENKEL, R. (1984a) "Salarios industriales e inflación. El período 1976-1982", Desarrollo Económico, No. 95.
- FRENKEL, R. (1984). Salarios e Inflación en América Latina, Cedes, mimeo.
- FRENKEL, R. y Fanelli, J.M. (1985). La Argentina y el Fondo en la última década. Cedes, mimeo.
- FRIEDMAN, B. (1983). "The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis", en: Tobin, J. Macroeconomics, Prices and Quantities: Essays in Memory of Arthur Okun, Washington, The Brookings Institution.
- FRIEDMAN, M. (1970) "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", JPE 78 (March-April).
- GABA, E. (1981) "La Reforma Financiera Argentina", Ensayos Económicos No. 19, BCRA, Setiembre.
- GRAZIANO, R. (1985) El Estado frente al endeudamiento privado externo. Cedes, mimeo.
- HICKS, J. (1974) The crisis in Keynesian Economics, Oxford, B. Blackwell.
- JUDD, J. y Scadding, J. (1982) "The search for a stable money demand function: a survey of the post-1973 literature", JEL 20, Setiembre.
- KINDLEBERGER, Ch. (1981) International Money. Allen and Unwin, London.
- KOURI, P. y Porter, M. (1974) "International Capital Flows and Portfolio equilibrium", JPE, May-June.
- LEIJONHUFVUD, A. (1966) On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford Univ. Press, N.Y.
- MACHINEA, J.L. (1983) Comentarios sobre R. Frankel (1983). La apertura financiera externa, el caso argentino".
- MATHIESON, D. (1981) "Inflation, Interest Rates and the Balance of Payments During a Financial Reform: the case of Argentina". IMF. Research Department. DM/81/47. June 18.
- MCKINNON, R.I. (1973) Money and Capital in Economic Development. Washington, The Brookings Inst.
- MCKINNON, R. y Mathieson, D. (1981) How to Manage a Repressed Economy. Princeton Essays in International Finance No. 45.
- MCKINNON, R. (1981) The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy.

CONCLUSION

- MELLER, P. (1981) Aspectos Teóricos y Críticos del Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos. CIEPLAN, Santiago de Chile.
- MINSKY, H.P. (1975) John Maynard Keynes, N. York, Columbia Univ. Press.
- RODRIGUEZ, C. (1979) El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre. Buenos Aires, CEMA, Doc. de Trabajo No. 5.
- TOBIN, J. (1969) "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, N.º. 1, February.
- TOBIN, J. (1982) "Money and Finance in the Macroeconomic process" (Nobel Lecture); Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 14, No. 2.
- TOBIN, J. (1980) Asset Accumulation and Economic Activity. Basic Blackwell, Oxford.
- WILLIAMSON, J. (1983a) Comentarios sobre R. Frenkel (1983). "La apertura financiera externa, el caso argentino".
- WILLIAMSON, J. (1983b) The Open Economy and the World Economy. Basic Books, Inc. N. York.
- WINOGRAD, C. (1984) Economía Abierta y tipo de cambio prefijado: ¿qué aprendemos del caso argentino?, Estudios Cedes, Buenos Aires.

COMENTARIO DE RICARDO LOPEZ MURPHY AL TRABAJO DE ROBERTO FRENKEL Y MARIO DAMILL

I. INTRODUCCION

La presentación que analizaremos desarrolla un modelo que describe la determinación de precios y cantidades en el mercado financiero de una economía pequeña y abierta. Se comenta la incorporación de una noción de riesgo endógeno que explica el diferencial existente entre el costo del crédito externo y la tasa de interés doméstica.

Se discute la interacción del mercado de crédito con el mercado de bienes buscando combinar crisis cambiaria y financiera con la recesión, como aspectos de un proceso asociado a las decisiones de cartera del sector privado.

Se contrastan las conclusiones convencionales relativas a la relación dinero-crédito de origen interno y movimientos de capital.

Finalmente se describe la evolución de la economía en el período 1977-1982 enfatizando los aspectos monetarios y financieros desde la perspectiva suministrada por la discusión teórica.

El comentario a formular está organizado de la siguiente manera:

En primer término se consideran observaciones puntuales a ciertos párrafos o análisis realizados en el texto.

En segundo término se discutirá la relación existente entre este tratamiento y el tradicional enfoque monetario de la Balanza de Pagos, tratando de señalar que no existe la presunta discrepancia que aquí se anota.

En tercer término se procurará ofrecer una interpretación diferente de la experiencia 1977-1982 de la suministrada en el trabajo.

OBSERVACIONES PUNTUALES

- En la página 1 se menciona que el sistema financiero estaría sobredimensionado por la erosión inflacionaria y reducido a un rol de mecanismo de financiamiento del déficit fiscal a partir de 1980.

Caben varias observaciones:

- a) Si bien la inflación afecta la dimensión del sistema financiero, el factor decisivo para su desarrollo es la represión financiera, esto es, el control de tasas de interés.

En un sentido amplio el sector financiero estaba subdimensionado respecto al potencial de ahorro de

la economía y al tamaño del sector en otras naciones más desarrolladas, por ejemplo Alemania, Japón, USA.

- b) Hasta abril-mayo de 1982 no se había verificado una caída muy grave de la demanda de dinero un sentido amplio así como tampoco el financiamiento del déficit había sido principalmente de origen interno. Básicamente gran parte de la deuda externa se acumula en 1980-1982 y por definición eso no corresponde al sistema financiero doméstico.
- c) Los acontecimientos posteriores generaron una grave situación donde si existió una sobredimensión de recursos físicos y humanos respecto al volumen de transacciones efectuadas.

- En la página 2 se menciona que en el enfoque convencional se plantea una relación causal dinero-crédito de origen interno de carácter exógeno a variación de reservas. El modelo bajo análisis intenta mostrar de qué modos cambios en los estados de opinión sobre la evolución futura del tipo de cambio pueden afectar los mercados domésticos de crédito y bienes aun con el crédito doméstico inicialmente controlado.

La observación en este punto es que la presente diferencia depende de como se modelen la formación de expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. El enfoque convencional lógicamente incluirá no solamente la política de crédito doméstico actual sino la futura expansión del mismo para predecir el tipo de cambio o la variación de reservas. Si la lógica del funcionamiento de la economía implica un desborde futuro eso impactará hoy, más allá de que exista un control temporario del tipo de cambio. En ese sentido me parece que la diferencia se debe a una formulación trunca del modelo, más que a razones técnicas del mismo.

- En la página 3 se realizan varios supuestos que resultan importante resaltar:

- a) Se consideran dadas en forma exógena las variables reales, incluyendo el flujo de transacciones con el exterior en cuenta corriente.

Aceptar esta dicotomía real y monetaria con supuestos keynesianos resulta llamativa y a mi criterio forzada sobre todo cuando en el trabajo se sostienen serias dudas sobre el mecanismo de precios como variable de eliminación de excesos de oferta y demanda ("market clearing"). Por otra parte tratar la cuenta de capitales y de acumulación de activos divorciada de la cuenta corriente me resulta difícil de comprender. Justamente la evolución de la cuenta corriente, la integral de la misma será la que finalmente determine el nivel de activos netos con el exterior. Aun con la aclaración de provisoria me parece pertinente que se vinculen ambos fenómenos.

- b) La cuenta capital no puede formularse independientemente de la cuenta corriente y de reservas. Por definición esta última se compone de un stock - limitado y a lo largo del tiempo las dos primeras tienen que estar estrechamente vinculadas.
- c) Se adopta el supuesto, que los autores señalan sería de raíz keynesiana, de que la tasa de inflación y en términos estáticos el nivel de precios es exógeno y no se hace ninguna mención al numerario de la economía. Esto es, cual variable nominal la política económica está fijando y en consecuencia cual determinara el nivel general de precios. Este punto es distinto a cuál es el sendero de ajuste al mismo. En concreto no se menciona si hay tipo de cambio fijo o flexible. Por el período que se comenta se puede asumir que predominó el tipo de cambio fijo. Como veremos más adelante ésta no es una consideración marginal.

- En la página 6 se menciona que M_1 dada la alta inflación se torna inelástico en relación a las tasas de interés y a las expectativas inflacionarias.

Este supuesto no es esencial al modelo, pero sin embargo no es tan inocente como se puede pensar en una primera lectura. Si hubiera la mencionada inelasticidad prácticamente habríamos encontrado el tributo óptimo porque se podría recaudar el impuesto inflacionario que se quisiera sin costo de bienestar, o sea el famoso lump-sum-tax del que nunca podíamos encontrar un ejemplo práctico, excepto la capitación. Si bien los autores no definen con precisión el horizonte temporal suponen que ésto es cierto en el corto plazo. En ese sentido la economía muestra cambios importantes entre 1980 y 1982 y más recientemente en el período previo al plan austral y posteriormente.

- En la página 13 se plantea que la demanda de crédito del sector privado no bancario (neta de tendencia de activos externos) es representada por una función que depende de la tasa de inflación, ingreso real y tasa nominal de interés.

La principal pregunta es como puede netearse la demanda de activos externos quizás el principal bien por el que se demanda crédito o se ofrece crédito. Como no encuentro una respuesta satisfactoria me pareció importante plantear la pregunta.

- En la página 23 en la sección II.2.3. se menciona que un aumento de la expectativa de devaluación tenderá a generar una suba en la tasa de interés de equilibrio.

El aspecto que no se menciona es qué factor genera esa expectativa de devaluación y ello resulta vital para definir la exogeneidad del crédito doméstico.

- En la página 25 señala qué aumentos en la prima de incertidumbre originadas en el efecto sobre los estados de opinión de nuevas informaciones sobre el curso de la economía y en particular de su sector externo provocarían salida de capitales, aun cuando el crédito de origen interno esté inicialmente bajo control.

Cabe mencionar el énfasis que algunos de los expositores más importantes del enfoque monetario han hecho sobre este punto. Al respecto Jacob Frenkel ha escrito varios trabajos buscando recoger teórica y empíricamente el mencionado efecto.

- En la página 26 se mencionan los costos de ajuste de cantidades que los bancos enfrentarían.

En este aspecto conviene destacar las diferencias entre el capital financiero y el capital físico. Aquel por su naturaleza es fácilmente reasignable y su remuneración la determina el costo de oportunidad. El capital físico por el contrario es maleable ex-ante y rígido ex-post, en consecuencia en lugar de interés percibe una cuasi-renta que depende del precio del producto que genera y del costo de los factores cooperantes.

Por esa razón su valor fluctúa rápidamente según a que tasa se capitalizan las rentas. Ello implica que en la mayor parte de los casos el problema es como realiar la pérdida más que dificultades de ajuste propiamente dichas.

- En la página 29 se señala que el desequilibrio será mayor ante un retiro de depósitos si el nivel de efectivos mínimos es bajo.

Este punto podría ser obvio, con encaje 100% no hay desequilibrio posible. Sin embargo resulta importante rescatarlo a efectos de nuestro comentario posterior.

Sistemas con gran inestabilidad requieren una extraordinaria inversión en reservas, tanto por parte de los bancos como de la propia autoridad monetaria. En alguna medida esas reservas fueron muy bajas en el caso de los Bancos a lo largo de 1980.

- En la página 30 se señala que el intento de los bancos de elevar la tasa de interés podría llevar a las firmas productivas a intentar realizar stock simultáneamente, resultando una sincronización autodestructiva de las decisiones individuales.

Este aspecto depende crucialmente del grado de apertura económica. Si existe un sector muy amplio competitivo de importaciones y exportaciones gran parte de ajuste se resuelve por el sector externo.

Si por el contrario existe una parte de la actividad productiva fuertemente subsidiada que depende puramente del sector interno disminuciones de la demanda se traducirán en caída de producto sin mejora externa ni de solvencia. (Si la situación mejora o no depende de a qué precios valuamos el producto).

En síntesis una economía abierta hace el ajuste mucho más sensible y menos costoso.

- En la misma página 30 se señala que el exceso de oferta de los bienes stock que generará una demanda de crédito en exceso que se traducirá en un aumento de los redescuentos o en una crisis abierta.

El punto que deseo señalar es que la demanda de crédito que vale es la que se puede pagar. Siempre los insolventes tienen demanda infinita, no tienen que perder.

En realidad no hay una demanda de crédito, sino una crisis de insolvencia y los redescuentos lo único que

anuncian es que no serán pagadas las pérdidas por los deudores.

- En la página 33 en pasivos y desequilibrio se señala que el Banco Central se ve forzado a intervenir para compensar la caída de crédito, debido a la salida de reservas causada por los movimientos de capitales.

Dos puntos deben de mencionarse:

- a) La salida de reservas es una función de los redescuentos y se verá aumentada por ellos. El rol de la esterilización del crédito por salida de capitales es equilibrante en el sentido que tiende a cubrir un exceso de oferta sobre demanda de dinero. Compensar tal movimiento por definición prolonga y acentúa el desequilibrio.
- b) La esterilización prolongada es insostenible. Este es quizás uno de los principales aportes del enfoque monetario y no conviene subestimarlo al modelar. Parte de una noción muy sencilla, las reservas son finitas por definición.

- En la página 34 se menciona que una demanda de dinero estable es un supuesto extremadamente restrictivo particularmente en una economía con inflación crónica y una larga memoria de inestabilidad en su sector externo.

Este es un punto crucial no sólo para el enfoque monetario sino para toda la macroeconomía moderna. Como resulta tan importante será comentado más adelante en otra sección, pero no queremos dejar de señalar nuestro desacuerdo con este punto.

- En la página 36 se señala que el problema que el mercado debe resolver es el de distribuir los costos de decisiones tomadas en el pasado y que dado el cambio de expectativas se han vuelto ruinosas.

Este punto es importante y debe enfatizarse. El supuesto implícito en todo el mecanismo de mercado es que existe un sistema judicial y de quiebras que realiza de un modo efectivo las ejecuciones y las pérdidas. Si eso no es así y resulta apriori claro que nuestro sistema es mucho más pesado que el Estadounidense la política financiera debe incorporar esta restricción al diseño del sistema, operando con criterios de second-best. Esto se traduce en un requisito de responsabilidad neta-pasivos más elevada que en otros casos.

EL ENFOQUE MONETARIO DEL BALANCE DE PAGOS Y SU COMPARACION CON ESTE TRABAJO

El primer aspecto que conviene enfatizar es que se trata de un enfoque, no una teoría. Ello radica en que básicamente, para explicar la cuenta de reserva se utiliza un procedimiento contable. La cantidad de dinero puede ser incrementada a partir de una expansión del crédito doméstico o de un aumento en las reservas o de las combinaciones que se quieran realizar entre estas variables.

Por su carácter contable como Frenkel y Damill lo reconocen, esta relación ex-post es siempre cierta.

Ahora bien, cuando se la quiere usar analíticamente con fines de predicción y política el punto fundamental que se requiere asumir es que la demanda de dinero se comporta de una manera estable, explicable en función de ciertas variables fundamentales (ingreso, tasas de interés, tasa de inflación esperada o tasa de devaluación esperada de acuerdo a cual es el sustituto más próximo al dinero, bienes o moneda extranjera).

Este punto debe ser ponderado por un período de ajuste. Es posible encontrar algún grado de inestabili-

dad en el corto plazo, en el sentido de que los agentes económicos tengan un exceso (o defecto) de recursos monetarios y prevean ajustarse en un cierto período de tiempo. En un plazo más extenso esa discrepancia se elimina.

El ritmo y velocidad de ajuste depende de la tasa de inflación. Cuando más alta ésta, menor es la posibilidad de no distinguir movimientos relativos y absolutos de las variables y mayor el costo de rezago.

Por último se agotan los resabios de ilusión monetaria que queden en el sistema.

La inestabilidad en la demanda de dinero resulta difícil de aceptar. Implicaría que los agentes económicos demandan dinero caprichosamente, esto es M_1 podría ser 2%, 4% ó 6% del PBI de acuerdo a los estados de opinión, inestables a su vez.

El dinero es un bien de capital que nos brinda una serie de servicios (medio de cambio, reserva de valor, unidad de cuenta). La tasa de depreciación del mismo es la tasa de inflación, cuando más alta ésta, más estricto el análisis sobre el monto a invertir en él. En el caso del dinero amplio el criterio fundamental va a ser entre tasa nominal versus tasa de devaluación esperada y tasa de interés externa. La fuga dependerá en tal situación de la represión financiera existente y del nivel del desequilibrio entre los numerarios nominales internos y el tipo de cambio.

Sobre los estudios empíricos sobre demanda de dinero existen variadas evidencias. Podríamos señalar los esfuerzos de Adolfo Diz, Valeriano García, Tomás Baliño, Dante Simone, Agustín Uriarte, M. Dabor y E.C. Demaestri, Juan Carlos Báez, Balasco y De Baldi y otros. Todos ellos revelan una relación estable para la demanda de dinero que resulta importante al momento de evaluar el comportamiento de la misma.

Existe por otra parte, la experiencia práctica de la brusca caída de la demanda asociada al shock inflacionario de 1975-1976, la recuperación experimentada hacia 1979-1980, la caída ante el shock de 1982 y el fuerte deterioro vinculado a la aceleración de la inflación hacia fines de 1984-1985 y la extraordinaria recuperación posterior al plan austral. En términos generales podemos decir que los signos han sido en el sentido correcto. La evidencia econométrica confirma esta impresión, precisándola.

No creo, de todos modos, sea necesario a los resultados del trabajo este supuesto de inestabilidad, simplemente se puede racionalizar de otra manera los rápidos cambios de portafolio que los agentes económicos han llevado a cabo.

REINTERPRETACION DE LA EXPERIENCIA 1977-1982

En el estudio llevado a cabo por los autores se omitieron factores a los cuales cabe atribuirles singular importancia a mi criterio.

En primer término no se menciona la existencia de un tremendo shock de carácter externo desde fines de 1980 que debilitó seriamente todas las economías latinoamericanas. Las mismas habían llevado a cabo políticas muy diferentes, pero sufrieron una fuerte caída del nivel de actividad, agravamiento de sus balances de pagos y renegociaciones forzosas de sus deudas externas.

Esta singular situación obliga a considerar que hubo un factor externo común, a riesgo de suponer que todos los hacedores de políticas doméstica se extraviaron simultáneamente y en grados parecidos en toda la región.

El shock constituido por una brusca caída de los precios de las "commodities" exportadas y una súbita alza de las tasas de interés nominal en la moneda de cuen-

ta arrojó tasas de interés real de más de 30% anual para los años 1981-1982 para los países de la región que exhibían un alto endeudamiento previo producto de su condición de receptores de capital al estar en proceso de desarrollo. Este shock explica parte fundamental del endeudamiento externo neto que el país sufriera, junto a la salida de capitales asociada a las dificultades de sobrellevar una crisis de esta magnitud.

No debe olvidarse que ese shock implica caída de salario, nivel de ganancias, actividad, empleo e inversión que resultan muy difíciles de resolver en una sociedad relativamente abierta y aún más cuando existe una seria crisis de legitimidad.

Ese shock externo ha venido agravando la situación económica hasta el presente y seguramente afectó seriamente al año 1985 donde se produjo nuevamente una caída en valor nominal de las principales exportaciones. En gran medida la crisis económica que vivimos requiere para ser comprendida una correcta valoración de este fenómeno, aunque ello nos lleve a tener que reinterpretar nuestra historia reciente.

En segundo término hubo una serie de shock internos que conviene considerar para un análisis adecuado de la política financiera.

Se produjo durante la década de 1970 un crecimiento muy vigoroso del sector público que afectó la situación patrimonial del sector privado a través de mayores impuestos convencionales e inflacionarios así como en el mercado de crédito generando un alza en la tasa doméstica de interés real. Este debilitamiento del sector privado sería uno de los factores que luego confluiría para gestar una debilidad en la solvencia que precipitó la crisis.

La expansión del gasto se originó básicamente en una expansión de la seguridad social (creció el número de jubilados y pensionados a un ritmo muy superior al de la población activa), se incurrió en gastos militares muy abultados, (Plan de equipamiento naval, la fabricación de TAM, equipamiento aéreo) así como se llevó a cabo un desusado nivel de inversión pública (Programa atómico, Equipamiento eléctrico, material de transporte, construcciones viales, etc.). Lamentablemente la rentabilidad de dichas inversiones fue muy inferior a la de los recursos desplazados del sector privado o al costo de la deuda que se contrajo. Recuérdese que hubo períodos de exceso de potencia de más de 70% en el sector eléctrico cuando la reserva máxima aconsejable es 25%. En especial convendría evaluar el retorno de las inversiones de generación en el área atómica. Esto para no mencionar parques de diversión, estadios de fútbol y algunas otras obras avaladas o realizadas por el estado.

Otro componente del shock interno fue la total descoordinación de políticas a lo largo de 1980. Mientras se devaluaba al 22% anual se incrementaban los salarios al 120% anual. Esta combinación lleva implícitamente a un serio atraso cambiario inicial y a una grave recesión posterior. Al comienzo las empresas se endeudan igual que el estado para financiar ese volumen de gasto doméstico y luego deben ajustar por el exceso incurrido y por la deuda que antes acumularon. No debe olvidarse que con tipo de cambio fijo, esta es la variable que determina el sistema de precios. Ello es equivalente aunque a veces no se percibe a una regla monetaria de 22% y aumento de salarios de 120% financiándola acumulando deuda externa e interna. Imagínense la explosión luego de un año.

Esta doble combinación adquirió ribetes notables cuando hacia fines de 1980 y principios de 1981 se gestó la primera transmisión de mandos del gobierno militar.

En una situación sumamente grave los anuncios de políticas formulados fueron guardar un silencio sistemático sobre cómo se iba a afrontar el problema. Si los factores anteriores eran de por sí críticos, sumada esta conducta, adquirieron un nivel que volvió el fenómeno prácticamente inmanejable.

Ello agravó la crisis financiera y económica preexistente.

LA INCIDENCIA EN LA CRISIS DEL SISTEMA FINANCIERO DISEÑADO POR EL GOBIERNO MILITAR

La autorización para funcionar y la liberalidad con que se manejaron las instituciones financieras contrasta seriamente con la garantía irrestricta de depósitos y la debilidad de la superintendencia de inspección bancaria que existía.

Entre otras medidas que se podrían haber adoptado se puede mencionar, un nivel mayor de inversión en activos del gobierno, sea bajo la forma de encajes o títulos, una relación de encaje marginal muy alta para las instituciones que crezcan a una tasa superior al 20% del promedio del sistema, relaciones Capital/Depósitos, Capital/Préstamos mucho más elevadas que las anotadas. Relaciones con empresas vinculadas más estrictas y finalmente un sistema de garantía de depósitos que cubra al depositante hasta un límite y luego sea responsabilidad del particular (por ejemplo 100.000 U\$S como en USA).

Debe reconocerse que previamente a la reforma de 1977 las necesidades de superintendencia eran prácticamente reglamentaristas, ya que no es necesario cuidar la solvencia de los subsidios. Buena parte de lo de arriba sugerido fue siendo incorporado a la legislación, pero a destiempo. En realidad un sistema libre tiene como pre-

requisito una cuidadosa superintendencia. La mejor combinación hubiera sido tentativamente liberalizar y ajustar la superintendencia gradualmente.

ACTITUD DE LOS AGENTES ECONOMICOS

Debe señalarse que la deuda privada externa no resulta un problema para el Banco Central salvo que exista un control de cambios. En tal caso se convierte en equivalente a deuda pública en cuanto a las necesidades de divisas.

Este es quizás uno de los costos sustanciales del control de cambios y que debe ser valorado seriamente antes de ser implantado.

En el caso de los seguros de cambio ajustes por tasas de interés se convierten en un atractivo impulso de la inflación ya que las ganancias van a depender de la magnitud de ésta.

En este sentido la implantación de control y seguros de cambio de esta naturaleza fue prevista por el sector privado y así como el desorden consecuente.

La contraparte de ello fue transferir las pérdidas y errores al Estado y colocar los recursos fuera del alcance del Fisco.

Esta transferencia ha sido muy grave. Creó un déficit estructural por intereses sin contrapartida. Ello anula la capacidad de ahorro e inversión del Estado. Tratar de compensar ello subiendo los impuestos directos implica debilitar seriamente el principal factor de recuperación que esta economía tiene, cual es el retorno de los capitales que buscaron alejarse del caos y la anarquía económica.

El restablecimiento de confianza y en ésto coincide con la hipótesis del trabajo, será quizás el mayor factor reactivante que una economía de este tipo tiene. Resulta difícil construir dicha confianza prometiéndole mayores impuestos, pero ésto se aleja del propósito del comentario.

COMENTARIO DE MARIO L. VICENS AL TRABAJO DE ROBERTO FRENKEL Y MARIO DAMILL.

Los autores de este trabajo se proponen indagar en los acontecimientos económicos acaecidos en el país durante el período 1977-1982 desde una perspectiva que enfatiza el rol que en la crisis le habría cabido a la apertura financiera externa y a las expectativas cambiarias, en el marco de un enfoque donde los agentes económicos son aversos al riesgo y diversifican sus carteras de activos netos en moneda nacional y extranjera.

La introducción de una prima por incertidumbre en la oferta de préstamos creciente con los aumentos en la proporción de crédito externo crédito total del sector privado no financiero, permite que impactos monetarios o de otro tipo que provocan movimientos de capital con el

exterior afecten la tasa de interés y por lo tanto la cantidad de crédito que equilibra el mercado. La introducción de rigideces en la capacidad de disminución de la cantidad de créditos al sector privado por parte del sistema bancario y la necesidad de convalidación de ese nivel por parte del Banco Central, genera una dinámica de crisis donde la iliquidez del sistema bancario actúa como mecanismo de transmisión a través del cual la pérdida de reservas ocasiona el aumento en la oferta de crédito doméstico de carácter exógeno.

Esta interpretación de la coexistencia en el tiempo de altas tasas de expansión de crédito doméstico con altas tasas de cancelación de deuda externa privada, les permite desarrollar la segunda línea de discusión que está presente en el artículo; esto es, la confrontación de los resultados obtenidos por los autores y los que se obtienen del enfoque monetario de la balanza de pagos, tanto respecto de los resultados que pueden esperarse de la introducción de shocks monetarios, como en lo concerniente al sentido de la causalidad de la relación dinero - reservas.

El modelo utilizado se concentra en el mercado de préstamos bancarios y para ello desarrolla una oferta de crédito correspondiente a un país pequeño y abierto a la entrada de capitales financieros con tipo de cambio fijo y convertibilidad plena de la moneda nacional. En esas circunstancias y conocidos los costos de transacción, la tasa de interés externa y esperada una tasa de devaluación determinada, el arbitraje asegura la igualdad de tasas de ambas fuentes de financiamiento, la externa y la interna.

En ese contexto los autores introducen el concepto de incertidumbre que modelan como una prima que los tomadores de crédito externo del sector privado no financiero perciben aumentando los costos financieros asociados al mismo.

Como estos tomadores son aversos al riesgo, se supone que el costo percibido de endeudarse en moneda extranjera aumenta con la participación de la misma en el total de su deuda, dadas las expectativas cambiarias, quedando determinado de ese modo que los tomadores de crédito enfrentan una tasa de interés de oferta de crédito de pendiente positiva respecto de las cantidades de crédito externo.

Ello constituye uno de los componentes de la prima por incertidumbre; el otro está asociado con las expectativas de evolución futura del tipo de cambio y se lo hace en función de tres argumentos (la dispersión de la tasa esperada de devaluación, el nivel de las reservas internacionales y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos), esperándose que aumente con aumentos en la dispersión de la tasa esperada de devaluación y disminuya con aumentos en el resto.

Por otro lado, proponen una demanda real de crédito del sector privado neta de tenencias de activos externos, que es función decreciente de la tasa de interés nominal y función creciente de la tasa de inflación esperada y del ingreso real, ambos, exógenos en el modelo.

La condición de equilibrio de este mercado, juntamente con una ecuación que establece qué proporciones de la demanda total de crédito bancario serán abastecidas por el crédito externo dirigido al sector privado (por diferencia de la abastecida por crédito doméstico exógeno), y una identidad contable que define el nivel de reservas internacionales, determinan los valores de equilibrio del total de crédito, el crédito externo al sector privado y el nivel de reservas. A tal equilibrio se llega juntamente con los equilibrios en el mercado de dinero (m_1) y el sistema bancario ya que, la función que permite determinar las proporciones entre el crédito externo y el de origen interno, surge de la consideración de restricciones impuestas por los estados patrimo-

niales financieros de los diferentes sectores considerados (externo, gobierno, Banco Central, sistema bancario y privado no financiero), de la función de demanda de dinero que sólo es función del ingreso, de la optimización financiera de los bancos y del equilibrio en ambos mercados.

Cuando al modelo descrito se incorporan cambios en la oferta de crédito interno exógeno, éste es sustituido por o sustituye al crédito de origen externo, las variaciones de cuya relación con el crédito total afectan la tasa de interés vigente y la cantidad de crédito total. Para ciertos valores de las elasticidades de oferta y demanda de créditos es posible obtener resultados perversos en el sentido de que aumentos de dinero exógeno, conducen a aumentos de las reservas a través del aumento en la cantidad de crédito total y externo a que da lugar la caída en la tasa de interés.

Debemos recordar que la demanda de M1 no es función de la tasa de interés, que la tasa de inflación y el ingreso real son exógenos y que no hay modelada una demanda de activos financieros en moneda doméstica la que debería ser función de la tasa de interés y la tasa esperada de inflación o de la tasa de interés y la tasa esperada de devaluación cuando se permite sustituibilidad de activos financieros en moneda doméstica y extranjera. Esto hace que necesariamente la demanda de M1 esté dada permanentemente y la demanda de activos financieros en moneda doméstica sea la resultante de lo que es necesario para que el sistema se equilibre. En estas condiciones, el aumento del crédito interno exógeno será aceptado por el sector privado no financiero como activo financiero a interés porque no hay en el modelo un mecanismo mediante el cual pueda deshacerse de lo que no desea seguir teniendo, ya sea gastando las reservas del Banco Central mediante la compra de activos en moneda extranjera o produciendo un déficit en la cuenta co-

riente del balance de pagos cuando no hay devaluación y tampoco aumentos de precios.

Con la introducción de los cambios sugeridos el modelo podría ganar en poder explicativo y de mantenerse las conclusiones, las mismas serían más sólidas.

Desde el punto de vista del propósito principal del artículo, es más interesante el análisis de lo que sucede en el modelo a partir de un cambio en las expectativas de devaluación juntamente con la introducción de iliquidez en el sistema financiero. El aumento en la tasa de interés derivado de que se espere una devaluación, disminuye el crédito externo demandado y su cancelación provoca la consiguiente absorción de base monetaria. Como consecuencia, las disponibilidades del sistema bancario disminuyen y el intento de reducción de préstamos que realizan los Bancos fracasa porque la presión simultánea de realización de activos reales implican caídas de precios tales que nadie puede vender sin registrar pérdidas patrimoniales significativas. La convalidación del nivel de préstamos mediante redescuentos que a tal efecto otorga el Banco Central y la suba de la tasa de interés, puede llegar a conducir a que, ante aumentos en la tasa de devaluación esperada, aumente el nivel de crédito doméstico.

Los autores concluyen que mediante ese mecanismo, el Banco Central termina financiando los activos invendibles del sistema bancario y la salida de capitales. De esta manera se endogeniza la oferta de crédito interno porque el mercado no puede de manera no traumática, resolver el desequilibrio y el problema de cómo distribuir los costos de decisiones tomadas en el pasado que hoy son desacertadas a la luz del cambio de expectativas. Se afirma que cambios en los precios no logran resolver el problema y la intervención del Banco Central se hace indispensable para solucionarlo, en particular, facilitando las transferencias intersectoriales de riqueza.

Adicionalmente, la endogenización de la oferta de crédito interno, los lleva a plantear que la causalidad va del cambio en las reservas al crédito doméstico, en lugar de la conocida dirección de los sucesos que se deriva del enfoque monetario de la balanza de pagos "convencional".

Estas conclusiones ameritan una serie de comentarios. El tratamiento de la crisis de liquidez que se realiza en este trabajo podría ganar en claridad si se identificaran más adecuadamente a los tenedores de activos no financieros. Para ello debería separarse el sector privado no financiero en familias y empresas, deberían atribuirse los activos financieros a las familias y los pasivos financieros a las empresas. De esta manera, se logra explicitar que hay un grupo de agentes económicos (las familias) que tienen patrimonio financiero neto positivo y financian a través del mismo el patrimonio neto financiero negativo del Gobierno y de las empresas, para que la suma de todos ellos en la economía resulte nula.

Cuando se separan de esta manera los activos y pasivos financieros, puede verse con claridad que el problema de liquidez consiste en encontrar la manera para que quienes deben asumir las pérdidas emergentes se hagan cargo de ellas.

En la interpretación del trabajo, ésta es una situación de desequilibrio de stocks lo que hace que el Banco Central se vea forzado a intervenir para resolverlo. Una interpretación alternativa consiste en pensar que quienes deben realizar los activos para cancelar préstamos, son demandantes de los mismos al precio de realización porque descuentan que algo sucederá para que disminuya el costo de no realizarlos y/o para no verse obligados a realizar las pérdidas. En este sentido, en tanto no estén dispuestos a vender por debajo de cierto

precio, no están en desequilibrio, pues tienen las cantidades deseadas.

Si no hubiera una situación de desequilibrio no son tan claras las razones de porqué el Banco Central está forzado a intervenir. En realidad la intervención del Banco Central dando redescuentos es una decisión de política económica destinada a redistribuir en la sociedad la carga de las pérdidas.

Es casi ya tradicional en nuestra economía que el costo de este tipo de fenómenos termina distribuyéndose a lo largo de la sociedad de una manera diferente a la que se corresponde con la tenencia de los activos que resultaron mal negocio o, en caso de que alguna razón lo requiriera, a la forma que se corresponde con una razonable distribución de la carga impositiva. El mecanismo consiste en que, en la medida en que los demandantes de activos financieros en moneda nacional no desean seguir manteniendo la oferta que de ellos realiza el Banco Central, ocasionarán que las consiguientes pérdidas de reservas obliguen a convalidar las expectativas de devaluación y a que existan presiones inflacionarias que degradan la riqueza de los tenedores de activos monetarios (M1).

La redistribución de las pérdidas patrimoniales a que da lugar el mecanismo apuntado, no es el resultado de un sendero de comportamiento al que necesariamente está sujeta la economía. Pareciera más adecuado referirse a la falta de un mecanismo aceptado socialmente que permita redistribuir las pérdidas consensualmente. Pero, aceptando la falta de ese mecanismo, ello no da lugar a que exista una única y obligada regla de política económica. Por lo tanto, no es un fenómeno que a mi juicio esté presente como regla de comportamiento permanente en la economía y desde ese punto de vista, pareciera algo arriesgado incluirlo como un fenómeno estructural, tal

como aparentemente se deriva del trabajo que estamos comentando.

Se ha tratado de circunscribir este comentario a lo que se consideran son los aspectos más importantes del trabajo. La argumentación presentada es atractiva para aumentar nuestro conocimiento sobre los mecanismos de transmisión de ciertas políticas y la naturaleza del comportamiento de ciertos fenómenos como el mercado crediticio y la diferencial de tasas de financiamiento interno y externo.

Las mediciones econométricas realizadas aparecen explicando una buena proporción de la variancia de esta diferencia llamada por los autores prima de incertidumbre y dan la base para proseguir analizando el modo a través del cual las informaciones del sector externo afectan las expectativas de devaluación. Da la sensación que las mismas se forman en gran medida a partir del saldo de cuenta corriente del balance de pagos. El argumento del volumen de deuda externa privada respecto de la deuda total no es estadísticamente significativo pero ello puede deberse a un eventual fenómeno de multicolinealidad que debiera tratar de neutralizarse.

Desde el punto de vista de la estimación de la demanda de crédito, da la sensación que el ingreso no resulta significativo pero que todo el componente de tendencia en las tasas de cambio del producto es captado por la variable rezagada de crédito. Sin embargo puede decirse que se obtienen razonables grados de explicación. Quizá la estimación por ecuaciones simultáneas del sistema sea un modo de mejorar la fortaleza estadística de los resultados.

REPLICA DE ROQUE B. FERNANDEZ Y ROLF
MANTEL A LOS COMENTARIOS PRESENTADOS
EN EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA
ARGENTINA EL 22 DE NOVIEMBRE DE 1985.

ENSAYOS ECONOMICOS Nº 36 (*)

En la elaboración de esta réplica a los comentarios recibidos hemos creído conveniente detenernos brevemente en consideraciones metodológicas que hacen a la esencia de la construcción de modelos y a su uso potencial en la evaluación de políticas económicas.

Las preguntas frecuentes que se hace el investigador se refieren a supuestos y al valor predictivo del modelo o de la teoría que se está evaluando. Los supuestos pueden ser realistas o no realistas. Los primeros sirven para definir el entorno dentro del cual se presenta la teoría y los segundos generalmente cumplen un rol simplificador del análisis. ¿Cuál es el criterio a seguir para incorporar cada tipo de supuesto? Pueden existir varios criterios pero uno ampliamente aceptado se refiere a incorporar supuestos que permitan maximizar la utilidad que brinda el modelo.

(*) Esta réplica se refiere a los comentarios sobre el trabajo "Estabilización Económica con controles de precios", por Roque B. Fernández y Rolf R. Mantel, presentado en Las VII Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, organizadas por el B.C.R.A., publicados en el "Ensayos Económicos Nº 36" - Diciembre de 1985.

Esto nos lleva a la siguiente pregunta: ¿Cuál es la utilidad que brinda un modelo? Un modelo es útil en la medida que permita explicar el comportamiento de ciertas variables y a la vez predecir acontecimientos no observados.

Con estas breves observaciones pasamos a evaluar los comentarios recibidos, que contestaremos en el orden en que fueron recibidos.

REPLICA A ALFREDO NAVARRO

En su muy elaborado comentario, Navarro comienza por presentarnos una visión alternativa en la que sugiere medir el desvío entre el estado del sistema y su punto de equilibrio en términos de la distancia entre el vector de precios corriente y el de equilibrio, en base a la que construye una función de costos del congelamiento de precios. La comparación de dicho costo con la tasa esperada de inflación le permite determinar el momento óptimo para el cambio de política. Su enfoque es sumamente interesante, y nos parece que abre una vía de investigación que merece ser seguida.

Más adelante Navarro sugiere que hagamos un "sensitivity analysis". Según Navarro, el punto inicial no sería el mismo si el anuncio no hubiera incluido mención de controles de precios, sino que posiblemente sería más alto. A ello cabe la reflexión de que si se espera un nuevo "Rodrigazo" parecería más probable que el punto inicial estuviera más bajo. Para evitar tales problemas en el trabajo hemos efectuado un experimento neutral; por ello estudiamos qué sucede con el punto inicial si su altura es el doble que el de los precios controlados.

En la tercera parte, Navarro hace notar que el sistema no converge cuando α es nulo. Las simulaciones alter-

nativas a las muestras que presenta son realmente interesantes.

Nos sugiere como un tema interesante a estudiar el caso de expectativas adaptativas o inerciales; por supuesto estamos plenamente de acuerdo con tal sugerencia.

REPLICA A JOSE M. FANELLI

En su comentario Fanelli presenta cuatro secciones: 1) la restricción presupuestaria, 2) la ecuación de la demanda por dinero, 3) la ecuación de ajuste de la inflación observada y 4) conclusiones. A continuación seguiremos el mismo orden.

Con respecto a la restricción presupuestaria Fanelli hace cuatro observaciones. La primera es que nuestro modelo no asigna un rol protagónico al tipo real de cambio, lo cual es cierto, puesto que nuestro análisis no persigue el objetivo de evaluar el impacto del tipo real de cambio en la dinámica de ajuste de la economía - por cierto el tema es importante y ha sido objeto de análisis de los autores en otros trabajos (véase referencias)-. Segundo en la definición de déficit Fanelli observa que no se le da debida importancia al hecho de que el servicio de la deuda externa se paga en dólares y que es necesario tener un balance comercial que permita hacerlo. Esta observación ignora el rol que juega el endeudamiento externo y la política comercial para atender el problema del balance de pagos. En nuestro modelo no hay restricción alguna para la incorporación de estos instrumentos y lograr coherencia en la restricción presupuestaria del gobierno. Tercero Fanelli interpreta incorrectamente la simplificación del término $b\pi$ al decir que "implica que siempre quienes poseen el activo b repestan al estado la fracción $b\pi$ ". El error de Fanelli consiste en ignorar el término Db que asume un valor por

sitivo si el público desea prestar más al gobierno; negativo si desea prestar menos; y es cero si desea simplemente renovar el préstamo. Cuarto Fanelli observa la ausencia de rezagos fiscales en la restricción presupuestaria del gobierno lo cual es cierto, pero en gran parte irrelevante ya que - como lo hemos demostrado en otra parte (véase referencias) - la incorporación de rezagos no afecta en forma significativa las conclusiones presentadas.

Con respecto a la demanda por dinero Fanelli hace las siguientes observaciones. Primero, se refiere a la formulación de la demanda por dinero que difiere de la formulación de Phillip Cagan en que se incluye la tasa nominal de interés en lugar de la tasa esperada de inflación. En realidad nuestra formulación parece más correcta que la de Cagan ya que en la versión simplificada de los modelos macroeconómicos se supone la existencia de dinero y un agregado de "otros activos" que rinden la tasa nominal de interés que refleja el costo de oportunidad de tener dinero. La segunda observación de Fanelli se refiere a que el modelo de Cagan supone expectativas adaptativas mientras que en nuestro modelo la tasa de inflación esperada es igual a la observada. Consideramos que esto no es una falencia de nuestro modelo sino una falencia del modelo de Cagan que permite errores sistemáticos en la formulación de expectativas por parte de los agentes económicos. La tercera observación es que nuestro modelo no permite que la cartera de activos de los individuos se encuentre en desequilibrio -- lo cual es cierto -- y deberíamos agregar que consideramos la hipótesis de equilibrio de cartera más adecuada para representar la situación Argentina. La hipótesis alternativa sería suponer que en el agregado y en un entorno de alta inflación los individuos tardan más de un mes (período de análisis utilizado) en decidir entre tener dinero en efectivo o en un certificado a siete días. La cuarta observación contiene dos aspectos. En primer lugar confunde la formulación determinística con la formu-

lación estocástica de la ecuación de Fisher. En la formulación estocástica de la ecuación de Fisher se permite que las anticipaciones implícitas de la tasa de inflación difieran de la inflación observada, pero no pueden diferir en forma sistemática ya que esto significaría atribuir a Fisher la idea de que el mercado de capitales es ineficiente en el largo plazo. El segundo aspecto es interpretar que el desagio evita una especie de efecto Pigou a la inversa (que Tobin asocia con una contribución de Fisher). En realidad Fanelli parece confundir el concepto de dinero interno y externo ("inside and outside money"); ya que el desagio estuvo orientado a neutralizar transferencias entre deudores y acreedores y por lo tanto todo el dinero es "interno", de modo que no existe efecto Pigou inverso o efecto de Fisher.

Con respecto a la ecuación de ajuste de la inflación observada Fanelli cita a Wicksell en párrafos que no están dentro del contexto de nuestra discusión y se refieren a su obra "Lectures in Political Economy" publicada en 1905. En realidad la tesis central de Wicksell se encuentra en "The Influence of the Rate of Interest on Prices" publicado dos años más tarde en Economic Journal (1907, vol XVII, pag 213-220) y es la siguiente:

"Si, otras cosas permanecieran constante, y los bancos líderes del mundo bajaran sus tasas de interés, digamos 1% por debajo de la tasa natural, y la mantuvieran así por algunos años, entonces los precios de todos los bienes aumentarían, aumentarían, y aumentarían sin límite alguno; por el contrario, si los bancos líderes aumentarán su tasa de interés en 1% por arriba de su nivel normal, y la mantuvieran por algunos años, entonces todos los precios caerían, caerían y caerían sin límite alguno excepto cero".

Esta es la idea de Wicksell que nuestra ecuación de ajuste intenta captar. Este párrafo de Wicksell ilustra

un aspecto importante del comentario de Fanelli y se refiere a los plazos. Si Wicksell pudiera reescribir su párrafo en Argentina en cualquier momento de la última década estamos seguros que mantendría exactamente el mismo párrafo excepto que cambiaría "algunos años" por "algunos días".

Otro aspecto que Fanelli menciona es la relación entre la ecuación de Wicksell y la curva de Phillips; en realidad pensamos que son dos temas que están conectados y las modificaciones que sugiere no introducen cambio significativo alguno en los aspectos dinámicos centrales de nuestro modelo. La formulación de Wicksell, en lugar de la curva de Phillips, permite integrar en un modelo macroeconómico simple la dinámica de tasas reales y nominales de interés con la tasa de inflación. No obstante, es posible vincular la tasa real de interés con otra variable real, como es la tasa de desempleo, usando alguna otra relación, por ejemplo, una función de producción.

Al concluir sus comentarios Fanelli se refiere a los cambios en el parámetro de ajuste de la ecuación de Wicksell como inadecuado para representar los controles de precios. En realidad no es así ya que precisamente la idea de ajuste temporal que este parámetro implica significa que existen ciertas rigideces en ajustar precios. Desde el punto de vista formal es irrelevante si los precios son rígidos por mecanismos contractuales o intrínsecos a la dinámica de mercado o porque se utilizan mecanismos coercitivos por parte del Estado para impedir su ajuste. Por lo tanto, en nuestro modelo, una velocidad de ajuste menor significa una mayor rigidez de precios independientemente de cual sea su causa. Fanelli también interpreta incorrectamente nuestro modelo al pensar que se deja afuera el "efecto anuncio" o efecto inicial del Plan Austral. En nuestro modelo tal efecto es tenido en cuenta al determinarse la condición inicial con la cual se empieza el proceso de ajuste, simultánea-

mente con la disminución del déficit y la disminución de la velocidad de ajuste de los precios.

REPLICA A LOS COMENTARIOS DE LOS DEMÁS PARTICIPANTES

Finalmente, debemos agradecer las numerosas sugerencias y comentarios de los demás participantes de esta reunión.

Daniel Dueñas nos sugiere que sería más apropiado que la ecuación de ajuste de la tasa de inflación se refiera a dicha tasa y no al cambio en la misma como se ha hecho en el trabajo presentado. A fin de contestar a tal inquietud, hacemos notar que con dicha modificación la ecuación que en el trabajo se ha denominado de Wicksell se transforma en

$$\pi = \alpha \cdot (n + \pi - i)$$

equivalente a

$$\pi = r \cdot (n - i),$$

donde r se relaciona con la velocidad de ajuste de acuerdo con la relación $r = \alpha / (i - \alpha)$ y es un número positivo siempre que α sea menor que la unidad; nótese que $\alpha = 1$ implicaría que las dos tasas, i y n , serían siempre iguales.

Como las ecuaciones de nuestro modelo indican que $r = i - \pi$ (ecuación de Fisher), y $D_m + m \cdot \pi = d + b \cdot r$ (ecuación de presupuesto), eliminando π y r se obtiene la única ecuación dinámica

$$\begin{aligned} D_m &= d + b \cdot i - (m + b) \cdot r \cdot (n - i) \\ &= d + b \cdot n - [(m \cdot r + b \cdot (1 + r))] \cdot (n - i) \\ &= r \cdot [(d + b \cdot n) / r - (m + b / \alpha) \cdot (n - i)]. \end{aligned}$$

donde debe tenerse en cuenta que i está relacionada con m por la ecuación de Cagan. Por lo tanto en la solución estacionaria se tiene, igualando $Dm = 0$, que

$$(d + b.n)/r = (n-1). (m + b/\alpha)$$

Para α entre 0 y 1 --y por lo tanto r positiva-- esta ecuación corresponde a una hipérbola equilátera, con i menor que n si m es positiva. Por lo tanto existe una sola intersección con la curva definida por la ecuación de Cagan. El comportamiento del sistema cambia, al perderse la duplicidad de soluciones de equilibrio.

Más aún, es fácil ver que como la hipérbola da valores crecientes de m para valores crecientes de i , mientras que la función de Cagan proporciona una relación inversa entre ambas variables, para $i < n$ la demanda de m estará por encima del valor estacionario si y sólo si la tasa nominal de interés está por debajo de su valor de equilibrio. En consecuencia el sistema es estable si la tasa nominal de interés inicial es inferior a la natural. Como el miembro derecho de la ecuación de ajuste de m es positivo cuando i excede a la tasa natural, el sistema es globalmente estable.

Elías Salama pregunta qué sucede si se sigue la "monetary rule" según la cual los saldos monetarios nominales se expanden a una tasa fija μ , de manera que $DM = \mu.M$ y en consecuencia $Dm + m.\pi = \mu.m = d + b.r$. La respuesta es que en este caso es la cantidad de bonos b la que debe ajustarse, y por lo tanto en nuestro modelo se tiene que:

$$Di = (\pi - \mu) / \beta$$

Y

$$D\pi = \alpha. (n + \pi - i).$$

Los coeficientes de la aproximación lineal al sistema son los elementos de la matriz:

$$\begin{pmatrix} 0 & 1/\beta \\ -\alpha & \alpha \end{pmatrix}$$

cuyo determinante es positivo. Como también la traza de la matriz es positiva, ello indica que la regla monetaria fija es inestable.

En relación a este resultado negativo, es interesante estudiar el efecto de la regla anunciada por el Sr. Presidente de la Nación el 14 de junio de 1985 con la iniciación del así denominado "Plan Austral". La no emisión prometida equivale a $DM = 0$, o de manera equivalente, que $\mu = 0$. De acuerdo con el modelo presentado, esto implica que:

$$-\beta \cdot D\pi = \pi;$$

$$D D\pi = \alpha \cdot (D\pi - \pi / \beta)$$

Es obvio de inmediato que el sistema es explosivo; para una demostración puede notarse que la suma de las raíces características de la última ecuación es α , de manera que al menos una de dichas raíces debe tener una parte real positiva.

Aldo Arnaudo comenta que la discusión gira alrededor de la estabilidad del sistema, pero es muy posible que sean los parámetros los que no son estables frente a cambios de política. Según Sargent, los anuncios de política económica modifican los parámetros.

Carlos Rivas nos recuerda que estudiamos casos con y sin controles de precios, y pregunta cuál es el efecto de tener o no control sobre otras variables como ser las tasas de interés. No hemos estudiado tales políticas, aunque es bastante obvio que la introducción de rigide-

ces adicionales sólo puede empeorar las cosas. También nos sugiere que estudiemos como llega al equilibrio el sistema con control cuando hay un efecto anuncio, y que estimemos cuánto tarda el sistema con control en llegar al mismo punto que sin control. Una idea aproximada de esto último la da nuestra figura 6, donde por medio de trazos horizontales pueden obtenerse conclusiones sobre la duración relativa. Por ejemplo, surge del gráfico que la reducción de la distancia al equilibrio en un 30% que se alcanza con controles en 80 meses, sin controles se alcanzaría en sólo doce. En 80 meses sin controles la distancia se reduce en más del 90%, de manera que la economía estaría casi estabilizada para entonces.

Roberto Frenkel no comparte nuestra modelación de la formación de precios; según él las decisiones se fundamentan en la inercia --hay muchísimos contratos indexados-- y en la credibilidad. Según Frenkel el papel principal del control es dar credibilidad.

REFERENCIA BIBLIOGRAFICAS

Fernández R. y Rodríguez C. *Inflación y Estabilidad*, ediciones Macchi, 1982.

Fernández, Roque B., "The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina", *World Development*, 1985.

COLABORACIONES

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

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

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

ALGUNOS TITULOS INCORPORADOS A LA BIBLIOTECA

ARELLANO, José Pablo. Políticas sociales y desarrollo: Chile 1924-1984. Santiago de Chile, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, 1985. 329 p. (ECONOMIA 16984).

ARGENTINA. INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA Y CENSOS. Indicador de demanda laboral 1974-1984. Buenos Aires, 1985. 25 p. (ECONOMIA 09503).

ARGENTINA. SECRETARIA DE MINERIA. Estadística minera de la República Argentina. Buenos Aires, 1983. 63 p. (ECONOMIA 16995).

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Beyond the debt crisis; Latin America: the next ten years. London, BID, International Herald Tribune, 1986. 147 p. (ECONOMIA 17003).

BEROSTEN, G. Fred. Bank lending to developing countries: the policy alternatives, by G. Fred Bergsten, William R. Gline and John Williams. Washington, Institute for International Economics, 1985. 211 p. (ECONOMIA 16990).

BRUNNER, Karl (ed.). The "New monetary economics", Fiscal issues and unemployment, edited by Karl Brunner and Allan H. Meltzer. Amsterdam, North-Holland, 1985. 209 p. (ECONOMIA 16983).

BUTTER, F. A. G. den. FREIA and KOMPAS, the Central Planing Bureau's new generation of macro-economic policy models: a review article. Amsterdam, De Nederlandsche Bank N.V., 1985. 11 p. (ECONOMIA 09496).

CAMARA DE EMPRESAS PETROLERAS ARGENTINAS. La problemática petrolera argentina. Buenos Aires, 1985. 16 p. (ECONOMIA 09501).

CLINE, William R. (Ed.). Trade policy in the 1980's Washington, Institute for International Economics, 1983. 796 p. (ECONOMIA 17001).

CONFERENCIA INTERAMERICANA DE CONTABILIDAD. MIAMI, AGOSTO 1985. Deuda externa de América Latina. 69 p. (ECONOMIA 16996).

CORPORACION ANDINA DE FOMENTO. La Corporación Andina de Fomento: sinopsis operativa y financiera. Caracas, 1985. 45 p. (ECONOMIA 09495).

COTTELY, Esteban. Enseñanzas de dos hiperinflaciones europeas. Buenos Aires, Techint, 1986. 44 p. (ECONOMIA 09497).

DENTSON, Edward Fulton. Trends in American economic growth, 1929-1982. Washington, The Brookings Institution, 1985. 141 p. (ECONOMIA 16991).

EICHENGREEN, Barry J. The causes of British business cycles, 1833-1913. Cambridge, Harvard Institute of Economic Research, 1982. 2 p. (ECONOMIA 09510).

EICHENGREEN, Barry J. Central Bank cooperation under the interwar gold standard. Cambridge, Harvard Institute of Economic Research, 1983. 39 p. (ECONOMIA 09511).

FITUSSI, Jean Paul (Ed.) Modern macroeconomic theory. Oxford, Basil Blackwell, 1983. 209 p. (ECONOMIA 16999).

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Perspectivas de la economía mundial. Washington, F.M.I., 1980. 140 p. (ECONOMIA 16997).

GOLDSTEIN, Morris. Effects of slowdown in industrial countries on growth in non-oil developing countries, by Morris Goldstein and Mohsin S. Khan. Washington, International Monetary Fund, 1982. 42 p. (ECONOMIA 09504).

GUTOWSKI, Armin (Ed.). Financing problems of developing countries; proceedings of a Conference held by the International Economic Association in Buenos Aires, Argentina, by Armin Gutowski, A.A. Arnaudo and Hans-Eckart Scharrer, London, The Macmillan Press, 1985. 353 p. (ECONOMIA 17002).

JORNADAS DE ECONOMIA MONETARIA Y SECTOR EXTERNO. Sa. 21 y 22.11.1985. VIII Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo. Organizadas por el Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires, B.C.R.A., 1985. 2 v. (ECONOMIA 16998).

- JUNTA DEL ACUERDO DE CARTAGENA. Evolución reciente de la deuda externa de los países del Grupo Andino y de algunos países latinoamericanos. s.l., Junta del Acuerdo de Cartagena, 1985, 30 p. (ECONOMIA 09506).
- HANTEL, Rolf R. Aranceles óptimos, represalias y la existencia de equilibrios de política comercial. Buenos Aires, Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina, 1985. 20 p. (ECONOMIA 09499).
- MARAVALL, Agustín. A prototypical seasonal adjustment model, by Agustín Maravall and David A. Pierce. Madrid, Banco de España, 1986. 39 p. (ECONOMIA 09498).
- MARRIS, Stephen. Deficits and the dollar: the world economy at risk. Washington, Institute for International Economics, 1985. 25 p. (ECONOMIA 09507).
- MARSHALL, Adriana. Políticas Públicas y transferencias de ingresos: el "salario indirecto" antes y después de 1976. Buenos Aires, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, 1985. 37 p. (ECONOMIA 09399).
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA. Políticas de promoción de exportaciones en algunos países de América Latina. Santiago de Chile, 1985. 304 p. (ECONOMIA 16988).
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA. El desarrollo frutícola y forestal en Chile y sus derivaciones sociales. Santiago de Chile, 1986. 234 p. (ECONOMIA 16993).
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE. La experiencia de las empresas latinoamericanas de ingeniería en el comercio internacional de servicios - países miembros de la ALADI - Brasilia, 1985. 650 p. (ECONOMIA 16992).
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE. Principales consecuencias socioeconómicas de la división regional de la actividad agrícola. Buenos Aires, 1985. 162 p. (ECONOMIA 16985).
- NACIONES UNIDAS. COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE. Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización. Buenos Aires, 1986. 209 p. (ECONOMIA 16986).
- OFICINA INTERNACIONAL DEL TRABAJO. PREALC. Crisis del empleo en el Grupo Andino. Santiago de Chile, OIT, Programa Regional del Empleo para América Latina y el Caribe (PREALC), 1985. 35 p. (ECONOMIA 09502).
- PALOMINO ROEDEL, José. Evaluación sobre la situación de la inversión extranjera en el grupo andino. S.L., Junta del Acuerdo de Cartagena, 1985. 85 p. (ECONOMIA 09500).
- SAWHILL, John C. (Ed.). Energy conservation; successes and failures, by J.C. Sawhill and Richard Cotton. Washington, The Brookings Institution, 1986. 270 p. (ECONOMIA 17004).
- SWOBODA, Alexander K. Monetary approaches to the transmission and generation of worldwide inflation. Geneva, Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales, 1975, 47 p. (ECONOMIA 09512).
- VIÑALS, José. Deuda exterior y objetivos de balanza de pagos en España: un análisis de largo plazo. Madrid, Banco de España, 1985. 52 p. (ECONOMIA 09508).
- VIÑALS, José. Does financial openness increase exchange rate fluctuations? Madrid, Banco de España, Servicio de Estudios, 1985. 47 p. (ECONOMIA 09509).
- WEAVER, R. Kent. The politics of industrial change. Washington, The Brookings Institution, 1985. 291 p. (ECONOMIA 16987).
- WILLIAMS, R.C. International capital markets; recent developments and short-term prospects. Washington, F.M.I., 1980. 61 p. (ECONOMIA 09505).
- WILLIAMSON, John. A new SDR allocation? Washington, Institute for International Economics, 1984. 53 p. (ECONOMIA 17000).

ECONOMICA

LA PLATA - REPUBLICA ARGENTINA

Año XXXII, Nro. 1

Enero - junio de 1985

SUMARIO

ARTICULOS

- CEJAS, Horacio E. : El efecto sustitución dentro de la ecuación de Slutsky y el nivel de utilidad. Enfoque finito.
- JAKSCH, Hans J. : Simulaciones de políticas antinflacionarias en Argentina, 1983-87.
- LEONE, Alfredo : Variabilidad de precios relativos en modelos de generaciones superpuestas.
- NAVAJAS, Fernando H. : Bonos, incentivos gerenciales, eficiencia y control en la empresa pública.
- NAVARRO, Alfredo M. : Precios relativos, dinero e inflación en Argentina.

COMUNICACIONES

Chisari, Omar O., El efecto de subsistencia en la ecuación de Slutsky para la oferta de trabajo.

Precios 1986	Suscripción anual		Por número	
	V. sup.	V. área	V. sup.	V. área
Argentina	A 9		A 5	
Países limítrofes	dls. 22	26	dls. 9	11
Resto de América	dls. 25	30	dls. 10	12
Europa, Asia, Africa y Oceanía	dls. 25	31	dls. 11	13

Enviar cheque o giro a la orden de: FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS, Calle 48, N° 555, 5to. Piso, Of. 522, 1900 - La Plata, Argentina.

ECONOMICA

LA PLATA - REPUBLICA ARGENTINA

Año XXXI, Nro. 2-3

Mayo - diciembre de 1985

SUMARIO

ARTICULOS

- ELIAS, Victor J. : La productividad del sector público en la Argentina.
- MANIÉL, Rolf R. y
MAFELRENA, Ana M. : Acerca de las ventajas comparadas de sistemas de "Crawling-Peg"
activo y pasivo en la economía pequeña.
- NUÑEZ MIÑANA, Horacio : Distribución del ingreso y crecimiento económico; una propuesta
de integración de diferentes tradiciones.

COMUNICACIONES

- Balacco Hugo R., Expectativas y eficiencia en el mercado vitivinícola argentino.
- Montuschi, Luisa, Un indicador para medir el efectivo alcance de la sustitución de impor-
taciones.

Precios 1985	Suscripción anual		Por número	
	V. sup.	V. aérea	V. sup.	V. aérea
Argentina	A 5		A 3	
Países limítrofes	ds. 22	26	ds. 9	11
Resto de América	ds. 25	30	ds. 10	12
Europa, Asia, África y Oceanía	ds. 25	31	ds. 11	13

Enviar cheque o giro a la orden de: FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS, Calle 48, N° 555,
5to. Piso, Of. 522, 1900 - La Plata, Argentina.

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) y la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)

DIRECTOR: Aníbal Pinto

N.º 9 (408 páginas)

SUMARIO

Enero-Junio 1986

EL TEMA CENTRAL: INFLACION, ACELERACION Y CONTIENCION

Análisis retrospectivo de los ciclos inflacionarios en América Latina 1950-1985, Héctor Assael.

Ciclos inflacionarios en América Latina 1950-1985. Comentarios Albert O. Hirschmann.

Ciclos inflacionarios en América Latina 1950-1985. Comentario Felipe Pazos.

La inflación argentina de los 80 y el Plan Austral. Carlos Daniel Haymann.

El programa antiinflacionario argentino. Alfredo Eric Calcagno.

O choque antiinflacionario brasileño. Antonio Kandir.

La inflación en el Uruguay. Israel Wonnawer.

La evolución de las tendencias inflacionarias en el Ecuador. Germánico Salgado.

Costa Rica, inflación y crecimiento ante la crisis de la deuda externa. Emilio Rodríguez Céspedes.

Causas y efectos de la inflación y de las políticas antiinflacionarias en Venezuela. Miguel A. Rodríguez F.

La aceleración inflacionaria en Venezuela. Aníbal Lovera.

Bolivia, inflación y democracia. Arturo Ménez del Prado.

Perú. Análisis de una experiencia heterodoxa de estabilización económica. Jorge Chávez.

La inflación en Perú (1950-1984). Síntesis descriptiva. Javier Igúñiz.

Inflación, conflictos macroeconómicos y democratización en Chile. José Pablo Arellano y René Cortázar.

Inflación y política antiinflacionaria en la transición democrática española. José Víctor Sevilla Segura.

La necesidad de consenso democrático para afrontar la crisis económica. Antonio García de Blas.

O processo inflacionario português no pós - 25 de abril de 1974. Daniel Bessa.

INTERVIENEN EN EL COLOQUIO: Sergio Aranda, Armando Córdova, Carlos Díaz de la Guardia, Víctor Pajardo, Augusto Mateus, Gastón Aníbal Pinto y Héctor Silva Michelena.

Y LAS SECCIONES FLJAS DE:

- Reseñas temáticas: examen y comentarios -realizados por personalidades y especialistas de los temas en cuestión- de un conjunto de artículos significativos publicados recientemente en los distintos países del área iberoamericana sobre un mismo tema. Se incluyen quince reseñas temáticas en las que se examinan 234 artículos realizados por M. Alberto Carrillo, Lilia Domínguez, Alinea Franches-Buxedá, Raúl Leis, Carmelo Mesa Lago, Joao Quartim de Moraes e Isabel Torres (latinoamericanas), José Antonio Alonso, Emilio Arévalo y Juan Antonio Gallego, María Angeles Durán, Manuel Guedón y José Angel Sotillo e Ignacio Santillana (españoles), Joao Bettancourt, Ilona Kovács y Stefano Mainardi (portugueses).
- Resúmenes de artículos: 150 resúmenes de artículos relevantes seleccionados entre los publicados por las revistas científico-académicas del área iberoamericana durante 1985-86.
- Revista de Revistas Iberoamericanas: información periódica del contenido de más de 140 revistas de carácter científico-académico, representativas y de circulación regular en Iberoamérica en el ámbito de la economía política.
- Suscripción por cuatro números: España y Portugal 3.600 pesetas o 40 dólares; Europa 45 dólares; América y resto del mundo 50 dólares.
- Número suelto: 1.300 pesetas o 15 dólares.
- Pago mediante talón nominativo a nombre de Pensamiento Iberoamericano.
- Redacción, administración y suscripciones:

Instituto de Cooperación Iberoamericana - Dirección de Cooperación Económica
Revista Pensamiento Iberoamericano
Teléf. 244 06 00 Ext. 300
Av. de los Reyes Católicos 4
28040 MADRID

DESARROLLO ECONOMICO
Revista de Ciencias Sociales

Vol. 26

Abril - junio de 1986

N° 101

ANGEL FLISFISCH: Reflexiones algo oblicuas sobre el tema de la concertación.

ARTURO A. O'CONNELL: La fiebre aftosa, el embargo unitario norteamericano contra las importaciones de carne y el triángulo Argentino-Gran Bretaña-Estados Unidos en el Período entre las dos guerras mundiales.

GUIDO DI TELLA: La estrategia del desarrollo indirecto veinte años después.

ROSALIA CORDES Y ADRIANA MARSHALL: Salario real, composición del consumo y balanza comercial.

JORGE RAUL JOFRAT: Las elecciones de 1983: ¿desviación o realineamiento?

CARLOS M. VILAS: Sobre la estrategia económica de la Revolución Sandinista.

NOTAS Y COMENTARIOS

CATALINA SMULOVITZ: El sistema de partidos en la Argentina: modelo para armar.

CRITICA DE LIBROS - INFORMACION DE BIBLIOTECA

DESARROLLO ECONOMICO

-Revista de Ciencias Sociales- es una publicación trimestral editada por el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES). Suscripción anual; R. Argentina, \$ 16,00; Países limítrofes, U\$S 36; Resto de América, U\$S 40; Europa, Asia, África y Oceanía, U\$S 44. Ejemplar simple; U\$S 10 (recargo por envíos vía aérea). Pedidos, correspondencia, etc., a:

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Güemes 3950 / 1425 Buenos Aires / República Argentina

DESARROLLO ECONOMICO

Revista de Ciencias Sociales

Vol. 26

Julio - setiembre de 1986

N° 102

JOSE CARLOS CHIARAMONTE: Legalidad constitucional o caudillismo; el problema del orden social en el surgimiento de los estados autónomos del litoral argentino en la primera mitad del siglo XIX.

ALFREDO MONZA, LILIANA BUCHNER DE KRASNY Y MARIA DE LOS ANGELES TRAVERSO: Algunas limitaciones de un cociente clásico.

RICARDO D. -SALVATORE: Control del trabajo y discriminación; el sistema de contratistas en Mendoza, Argentina, 1880-1920.

MIGUEL A. KIGUEL: Déficit fiscal e inflación.

RUSSELL E. SMITH: Indexación salarial, rotación de personal y variaciones de los salarios nominales en la industria manufacturera brasileña, 1966-1976.

COMUNICACIONES

ALVARO ORSATTI Y ARTIMUR MANN: Desigualdades regionales e ingresos familiares en la Argentina.

CRITICA DE LIBROS - INFORMACION DE BIBLIOTECA

DESARROLLO ECONOMICO

-Revista de Ciencias Sociales- es una publicación trimestral editada por el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES). Suscripción anual; R. Argentina, A 16,00; Países Iberoamericanos, U\$S 36; Resto de América, U\$S 40, Europa, Asia, África y Oceanía, U\$S 44, Ejemplar simple; U\$S 10 (recargo por envíos vía aérea). Pedidos, correspondencia, etc. a:

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Güemes 3950 / 1425 Buenos Aires / República Argentina

EL TRIMESTRE ECONÓMICO

Director: Carlos Bazdresch P.

Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol. LIII (3) México, Julio - septiembre de 1986 Núm. 211

SUMARIO

ARTÍCULOS

- Victor L. Urquidí : In memoriam: Raúl Prebisch.
- Máximo Lira : La larga marcha de Prebisch hacia la crítica del capitalismo periférico y su teoría de la transformación social.
- Georg Elwert, Hans-Dieter Evers y Werner Wilkens : En busca de seguridad: Modos combinados de producción en el llamado "sector informal".
- José Theres de Araujo Jr. : Los mercados disputables y la competencia schumpeteriana en las economías de industrialización reciente.
- Aaron Tornell : ¿Es el libre comercio la mejor opción? Comercio Heckscher - Ohlin vs. comercio intraindustrial.
- Nathaniel H. Leff y Kazuo Sato : Entrada de capital extranjero, ahorro interno e inversión en la América Latina: Una historia negativa y precautoria.
- Frank Orlando y Simón Teitel : El problema de la deuda externa de la América Latina: Estrategias de servicio de la deuda compatibles con el crecimiento a largo plazo.

NOTAS Y COMENTARIOS

Victor L. Urquidí, Una propuesta para establecer un sistema de pago parcial, en moneda local, de los intereses de la deuda externa.

RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS

- Joseph Hodara: Helio Jaguaribe, El nuevo escenario internacional.
- Helio Jaguaribe: réplica; Fernando Cortés; Mario Bunge, Economía y Filosofía.
- Francisco Giner de los Ríos: Colección Estudios CIEFLAN, núm. 17.

DOCUMENTOS

- BRASIL: Programa de estabilización económica; discurso de Alan García de las Naciones Unidas.
- PERU: La historia cambia, pero está de nuestra parte; Balance de los primeros meses del gobierno de Alan García; discurso de Miguel de la Madrid en la CEPAL.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Director: Carlos Bazdresch P.

Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol. LIII (4) Mexico, Octubre - diciembre de 1986 Núm. 212

SUMARIO

ARTICULOS

- Albert O. Hirschman : Contra la parsimonia. Tres caminos fáciles para complicar algunas categorías del discurso económico.
- Richard L. Ground : Perturbaciones, déficit, crisis y políticas de ajuste: Un enfoque normativo.
- Helio Jaguaribe : Principales opciones brasileñas para el fin del decenio.
- Mamuel Vanegas y Jerome Hammond : Un modelo oferta-demanda de la industria lechera de Nicaragua.
- Santiago Roca y Rodrigo Priálde : La devaluación y los programas de estabilización en el Perú.

NOTAS Y COMENTARIOS

- Armando Di Filippo, Desarrollo económico y transformación social: El legado de Prebisch.
- Ariel Buira, El funcionamiento del sistema monetario internacional. Propuestas de reforma por el G-10 y el G-24.

RESUMEN BIBLIOGRAFICAS

- Rubén Tansini y Mario Zejan: Thomas Sterner: Energy Use in Mexican Industry.
- Kurt Unger: Charles Edquist, Capitalism, Socialism and Technology. A comparative Study of Cuba and Jamaica.

DOCUMENTOS

- CEPAL: Relaciones económicas internacionales y cooperación regional de América Latina y el Caribe.
- BOLIVIA: Programa de estabilización.
- MEXICO: Carta de intención al Fondo Monetario Internacional.

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

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Director: Carlos Bazdresch F.

Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol. LIV

(1)

México, Enero - Marzo de 1987

Núm. 213

SUMARIO

ARTICULOS

- Moisés Dornicoff : La industrialización del Tercer Mundo en la prueba de los grandes cambios
- Joaquín Pi Anguita : Endeudamiento externo, tipos de cambio flexibles y eficacia de las políticas fiscal y monetaria
- Richard L. Ground : El sesgo recesivo de las políticas de ajuste del Fondo Monetario Internacional
- Roberto Frenkel y José María Fanelli : La Argentina y el Fondo en la década pasada
- Rodrigo Parot : Las expectativas en el ajuste inflacionario. Chile 1973-1978
- Ricardo French-Davis y José De Gregorio : Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile

NOTAS Y COMENTARIOS

- Federico Rubli Kaiser, ¿Qué sabemos de las teorías cuantitativas de la inflación que no se conociera cuando menos desde hace 400 años?
- David Ibarra, Antonio Sacristán Colás, Un Quijote de la razón económica.
- Pedro Vuscovic, Sobre el doctor Antonio Sacristán Colás.

RESEÑAS BIBLIOGRAFICAS

- Joseph Hodara: G. Marshall, En busca del espíritu del capitalismo.
- Rafael F. Parra Somoza, Isidro Para Peña, El subdesarrollo y la crisis.

DOCUMENTOS

- CEPAL: El proteccionismo de los países industrializados: Estrategias regionales de negociación y defensa.
- ARGENTINA: Nuevo esquema de pautas para tarifas y precios.

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

integración latinoamericana

REVISTA MENSUAL INEAL

Año 11, N° 118

Noviembre 1986

EDITORIAL

LA FRONTERA COMO FACTOR DE INTEGRACION.

ESTUDIOS

INTEGRACION FRONTERIZA. UN ENFOQUE METODOLOGICO, por Jorge Iturriza

ANALISIS Y CLASIFICACION TIPOLOGICA DE CASOS DE INTEGRACION FRONTERIZA, por María Cecilia Bolognesi-Drosdoff

EL EFECTO DE LOS GRANDES PROYECTOS HIDROELECTRICOS BINACIONALES EN LA INTEGRACION FRONTERIZA, por Ernesto González Posse

COMENTARIOS

LA CUENCA DE LA LAGUNA MERIN, por Ricardo Cappeletti Vidal

ALTERNATIVAS PARA UNA INTEGRACION FRONTERIZA ENTRE ARICA, TACNA Y CRURO, por Paúl Bernal Meza

LA FRONTERA PANAMA-COSTA RICA; RELACIONES ECONOMICAS Y SOCIALES, por David A. Smith W.

INFORMACION AMERICA LATINA

ALADI - GRUPO ANDINO - SELA - MERCADO COMÚN CENTROAMERICANO - ORGANISMOS - ASOCIACIONES - PAISES

- EL MUNDO -

ACTIVIDADES DEL INEAL

DOCUMENTACION-DOCUMENTOS

SEGUNDO MEMORANDUM DE ENTENDIMIENTO RELATIVO AL TRATADO DE COOPERACION PARA EL APROVECHAMIENTO DE LOS RECURSOS NATURALES Y EL DESARROLLO DE LA CUENCA DE LA LAGUNA MERIN (TRATADO DE LA LAGUNA MERIN) Y AL PROTOCOLO PARA EL APROVECHAMIENTO DE LOS RECURSOS HIDRICOS DEL TRUCHO LIMITEPOE DEL RIO YAGUARON (TRATADO DEL RIO YAGUARON)

- LEGISLACION -

ESTADISTICAS

I. INDICADORES DEL NIVEL DE ACTIVIDAD ECONOMICA - II. INDICADORES DE PRODUCCION

BIBLIOGRAFIA - RESENA - NOTAS

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INEAL)

Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

Integración latinoamericana

REVISTA MENSUAL INTAL

Año 11, N° 119

Diciembre 1986

EDITORIAL

ACUERDOS BILATERALES DE COMPLEMENTACION ECONOMICA; EL CASO DE URUGUAY.

ESTUDIOS

RESULTADOS Y EXPECTATIVAS DEL CONVENIO ARGENTINO-URUGUAYO DE COOPERACION ECONOMICA (CAUCE), por Elvio Baldinelli

EL PROTOCOLO DE EXPANSION COMERCIAL URUGUAY-BRASIL (1975-1985); UN INSTRUMENTO PARA LA INTEGRACION, por Francisco Rodríguez Polle y Nelson Rey García

DIMENSION JURIDICO-INSTITUCIONAL DE LA COOPERACION ECONOMICA CHILENO-ARGENTINA, por Raymundo Barros Charlin

COMENTARIOS

COMPLEMENTACION ECONOMICA MEXICO-URUGUAY, por Heber Camelo

INFORMACION AMERICA LATINA

SELA - ALADI - GRUPO ANDINO - MERCADO COMUN CENTROAMERICANO - ORGANISMOS - ASOCIACIONES - PAISES

- EL MUNDO -

ACTIVIDADES DEL INTAL

DOCUMENTACION-DOCUMENTOS

DECLARACION DE COLONIA SOBRE INTEGRACION ECONOMICA Y SOCIAL ENTRE LA REPUBLICA ARGENTINA Y LA REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

ACUERDO DE COMPLEMENTACION ECONOMICA MEXICO-URUGUAY

ACTA DE COOPERACION ECONOMICA URUGUAY-BRASIL

URUGUAY-BRASIL; DECLARACION CONJUNTA

ACUERDO DE COMPLEMENTACION ECONOMICA MEXICO-ARGENTINA

RESOLUCION DEL CONSEJO PERMANENTE DE LA OEA SOBRE PESQUERIAS EN EL ATLANTICO SUDOCCIDENTAL

- LEGISLACION -

ESTADISTICAS

SECTOR EXTERNO. INTERCAMBIO COMERCIAL DE LOS PAISES DE LA ALADI

BIBLIOGRAFIA - RESEÑAS - NOTAS

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INTAL)

Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

integración latinoamericana

REVISTA MENSUAL INTAL

Año 12, N° 120

Enero-febrero 1987

EDITORIAL

EL SELA Y LOS NUEVOS HORIZONTES DE LA COOPERACION REGIONAL

ESTUDIOS

EVOLUCION Y DESAFIOS DEL SISTEMA DE COMERCIO INTERNACIONAL, por Patricio Leiva Lavalle

AMERICA LATINA Y LA COMUNIDAD EUROPEA; REPERCUSIONES DE LOS CAMBIOS EN LA ECONOMIA MUNDIAL, por Edith Klrzinger

BILATERALISMO VERSUS MULTILATERALISMO EN EL GRUPO ANDINO. UN FALSO DILEMA, por Carlos Palacios Maldonado

COMENTARIOS

LAS RELACIONES ECONOMICAS EXTERNAS DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE

INFORMACION AMERICA LATINA

ALADI - GRUPO ANDINO - MERCADO COMIN CENTROAMERICANO - ORGANISMOS - ASOCIACIONES - PAISES

- EL MUNDO -

DOCUMENTACION-DOCUMENTOS

SELA: COMUNICADO DE LIMA

SELA: DECISION N° 238. CONSULTA Y COORDINACION

SELA: DECISION N° 239. TERCER PROGRAMA BIENAL DE COOPERACION REGIONAL

- LEGISLACION -

ESTADISTICAS

INDICADORES DE ACTIVIDAD ECONOMICA: I. INDICADORES MACROECONOMICOS - II. INDICADORES DE PRODUCCION

BIBLIOGRAFIA - RESUMENES - NOTAS

INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA (INTAL)

Esmeralda 130, 1035 Buenos Aires, República Argentina

revista
de la integración
y el desarrollo
de Centroamérica

Editada bajo el patrocinio del Banco Centroamericano de Integración Económica

Artículos del número 31

- LECCIONES DE INTEGRACION ECONOMICA CENTROAMERICANA, Gautama Fonseca Zúñiga.
- LA CRISIS EN CENTROAMERICA: ORIGENES, ALCANCES Y CONSECUENCIAS, Comisión Económica para América Latina (CEPAL).
- LA INCORPORACION DE LA DIMENSION AMBIENTAL EN LA PLANIFICACION DEL DESARROLLO: UNA ALTERNATIVA DE GUIA METODOLOGICA (Segunda parte), Rubén D. Utría.

DOCUMENTACION

- Discurso del Presidente Ejecutivo del BCIE, Lic. Dante Gabriel Ramírez García, pronunciado durante los actos de toma de posesión de su cargo el 1 de septiembre de 1983.
- Informe Regional para Centroamérica, preparado por los países centroamericanos para ser presentado a la Comunidad Financiera Internacional en Bruselas, Bélgica, Septiembre de 1983.
- Intercambio de publicidad.

Suscripción gratuita, dirigirse a:

Revista de la Integración y el Desarrollo de Centroamérica - B.C.I.E.
Apartado Postal 772, Tegucigalpa, D.C.
Honduras, D.C.

revista de la integración y el desarrollo de Centroamérica

Editada bajo el patrocinio del Banco Centroamericano de Integración Económica

Artículos del número 32

■ PRESENTACION.

- ESTABILIDAD MACROECONOMICA Y EL SISTEMA FINANCIERO: EL CASO DE HONDURAS, Claudio González Vega.
- SELECCION Y DISEÑO DE TECNOLOGIAS PARA PROYECTOS DE INVERSION, Mario Kamenetzky.
- LA DEMANDA DE DINERO Y SU APLICACION PARA LA CONFORMACION DE UN FONDO DE RESERVA DE PRECAUCION, Federico J. Jiménez.

OPINIONES

- Integración regional ¿Puede reactivarse el Mercado Común Centroamericano?, Eduardo Lizano.
- Centroamérica: Asistencia económica externa, reformas a las políticas y mercados financieros nacionales en recuperación y crecimiento, Claudio González Vega.

DOCUMENTACION

- Declaración de los bancos comerciales de América Latina sobre el endeudamiento externo del continente. Bogotá, Colombia. Noviembre, 1983.
- Declaración de la cuarta reunión de organismos de integración y cooperación económica de América Latina. Antigua Guatemala, Guatemala, Agosto, 1983.
- Compromiso de Santo Domingo. Declaración, de los representantes de los Jefes de Estado, y de Gobiernos de América Latina y del Caribe, en Santo Domingo, República Dominicana, en Agosto, 1983.
- Intercambio de publicidad.

Suscripción gratuita, dirigirse a:

Revista de la Integración y el Desarrollo de Centroamérica - B.C.I.E.
Apartado Postal 772, Tegucigalpa, D.C.
Honduras, D.C.

revista
de la integración
y el desarrollo
de Centroamérica

Editada bajo el patrocinio del Banco Centroamericano de Integración Económica

Artículos del número 33

■ PRESENTACION.

- LEJOS DE SER UN IMPOSIBLE: UN PROGRAMA ECONOMICO PARA LA CENTROAMERICA DE LA POST-GUERRA, Richard E. Feinberg y Robert A. Pastor.
- LA CRISIS EN CENTROAMERICA: PROBLEMAS ECONOMICOS, PERSPECTIVAS Y PROPUESTAS, Alan Stoga.
- LA COMISION KISSINGER: UNA CRITICA, Richard E. Feinberg.

DOCUMENTACION

- Informe de la Comisión Nacional Bipartidista para Centroamérica, presidida por Henry Kissinger.
- Intercambio de publicidad.

Suscripción gratuita, dirigirse a:

Revista de la Integración y el Desarrollo de Centroamérica - B.C.I.E.
Apartado Postal 772, Tegucigalpa, D.C.
Honduras, D.C.

Para suscripciones, dirigirse a :

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

**ESTA PUBLICACION FIGURA INSCRIPTA EN LA DIRECCION NACIONAL
DEL DERECHO DE AUTOR BAJO EL N° 15.790 EXCEPTO EN LOS CASOS
EN QUE SE HAGA EXPRESA RESERVA DE DERECHOS, SE PERMITE LA
REPRODUCCION DE LOS ARTICULOS SIEMPRE QUE SE CITEN SU AUTOR,
EL NOMBRE DE LA REVISTA Y EL DE LA INSTITUCION**

**Impreso en el :
Banco Central de la República Argentina**



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA