



UN MARCO GENERAL PARA EL PLANTEO DE LA REFORMA FINANCIERA

Por **Eduardo Luis Curia**

EDICIÓN ESPECIAL XXXVII° CONGRESO NACIONAL BANCARIO
Serie REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

UN MARCO GENERAL PARA EL PLANTEO DE LA REFORMA FINANCIERA

Por Eduardo Luis Curia

1. EL RECLAMO DE LA REFORMA FINANCIERA

Últimamente han arreciado las voces que reclaman una modificación del marco normativo fundamental relativo a la actividad financiera. Naturalmente, en un país de las características del nuestro, la dinámica bancaria pesa particularmente en el campo de los servicios financieros totales. Por ende, los “vientos de reforma”, de hecho, disparan una especial proyección sobre la actividad bancaria.

Sin temor a errar, se puede afirmar que el reclamo de reforma citado alude a una clara insuficiencia del sistema financiero, en su actual encuadre, para apoyar de modo idóneo el desenvolvimiento productivo. Y, al respecto, se considera que un factor particularmente trabante de ese apoyo reside en el régimen legal imperante, con sus implicancias operativas, que regula la actividad financiera, previsto en la ley 21.526 (de 1977) de Entidades Financieras.

Por otra parte, el reclamo aludido se ubica en un contexto determinado, que incluye antecedentes de alta significación. En efecto, Argentina atravesó en el período 2003-2007, confirmándose una perspectiva ya insinuada en 2002, una fase de notable crecimiento sostenido, con tasas muy elevadas de expansión del PIB (casi un 9% promedio anual). Tasas éstas, por lo demás, que se verificaron de manera regular y sostenida.

Un dato característico de esta expansión económica, con una inversión que también tendió a crecer a tasas muy entitativas en el período, es que no operó ponderablemente durante ese lapso expansivo la financiación de la inversión. Siendo probable que el “faltante” se haya sentido con mayor intensidad en la esfera de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Por de pronto, en la Argentina, el crédito bancario en general aparece expresando una relación muy baja con referencia al PIB, oscilante en el 11/12%, claramente inferior a la de naciones industrializadas o desarrolladas (incluso, de desarrollo medio), pero, también bastante precaria en comparación con experiencias de América Latina. Es verdad que en un cómputo general se debería incluir, por ejemplo, el despliegue de los fideicomisos y de otros conductos, pero, de todos modos, tampoco se altera así la imagen acotada del asunto.

“En la Argentina, el crédito bancario en general aparece expresando una relación muy baja con referencia al PIB”.

En realidad, lo que cabría denominar la “financiación del desarrollo” fue una visible carencia, justo en un lapso de notable expansión económica sostenida. Pensando en su momento en un horizonte de continuidad de la citada experiencia de gran expansión, estaba claro que esa carencia debía ser remediada hacia delante.

Así, en un trabajo que redacté en 2007, intitulado *Teoría del Modelo de Desarrollo de la Argentina. Las*

Condiciones para su Continuidad, en el que se apuntaba a los recaudos indispensables para respaldar ese horizonte de continuidad, se hacía especial referencia al tópico de la financiación de la inversión. Justamente, señalaba que “(...) la financiación de la inversión en la Argentina todavía luce como una asignatura pendiente”. Este *dictum* se hacía eco de múltiples apreciaciones vertidas en diversas circunstancias, incluyendo las obrantes en un trabajo conjunto redactado con Aldo Ferrer.

Estrictamente hablando, por un conjunto de resortes endógenos y exógenos cuya consideración escapa a este documento, la lucida experiencia expansiva mencionada se fue desdibujando notoriamente. Ya en la actualidad, en la medida en que se insinúa un nuevo ciclo positivo de la economía, distintos sectores, círculos, agentes y referentes, han salido a la palestra con vigor, puntualizando la necesidad de robustecer la financiación de la inversión, remarcando la conveniencia de reformular la legislación de entidades financieras como una poderosa precondition al efecto.

“Distintos sectores, círculos, agentes y referentes, han salido a la palestra con vigor, puntualizando la necesidad de robustecer la financiación de la inversión, remarcando la conveniencia de reformular la legislación de entidades financieras”.

Dicho esto, resulta útil adelantar con alguna precisión el objetivo propuesto en este trabajo. Se tratará de perfilar brevemente las puntualizaciones básicas que figuran en el movimiento de reclamos de reforma recordado, con una especial proyección en el frente crediticio. Se pasará posteriormente a un comentario *ad hoc* de los contenidos básicos de la actual normativa financiera general. A partir de aquí, se tratará de bocetar a un cierto nivel teórico un “esquema” o “tipo referencial” acerca de los mecanismos y criterios de funcionamiento de la actividad crediticia, respondiendo primero a un molde de alcance genérico, el que recibirá luego algunas especificaciones más concretas vinculadas al caso argentino.

El enfoque aludido, en una dirección emparentada con lineamientos teóricos modernos, integra la cuestión financiera con la de carácter macroeconómico más amplio. En un marco de esta naturaleza, son inscriptos, y examinados, los tópicos concernientes a los planteos de reforma financiera, tanto en lo relativo a los problemas aludidos como a los posibles cursos de tratamiento de los mismos.

El presente trabajo no aborda estrictamente la confección o recomendación de un proyecto específico de reforma de la ley básica que regula la actividad financiera. Su objetivo, sí, es que permita vislumbrar, los mecanismos esenciales en el plano macroeconómico y financiero integrado del desarrollo crediticio, las implicancias que pueden haber a los distintos plan-

teamientos previstos en las posturas de reforma y las modalidades y condiciones de eventual viabilización de los mismos.

2. LOS OBJETIVOS DE LA REFORMA FINANCIERA

En rigor, haciendo un breve relevamiento de los planteos que levantan la idea de la reforma de la legislación de entidades financieras, se puede determinar *un núcleo duro* de puntualizaciones u observaciones básicas con relación a las limitaciones visualizadas en torno a la actividad y a la operatoria financiera y al apoyo a la inversión.

- a) Acotado apoyo del sistema financiero y bancario al despliegue de la inversión productiva;
- b) Alta propensión “especulativa” de la actividad;
- c) Omisión de un rol cabal al respecto del Banco Central (BCRA);
- d) Ausencia de una “Banca de Desarrollo”;
- e) Discriminación crediticia favorable al consumo y en detrimento de la inversión;
- f) Tasas elevadas en los casos del crédito a la inversión;
- g) Plazos insuficientes de operación;
- h) Postergación de las pymes en cuanto al apoyo productivo.

Por supuesto, existen otros aspectos significativos ligados a la supervisión del sistema, a las medidas de penalización ante inconductas, a la caracterización y diversificación de entidades, a su despliegue territorial, etc., pero, los *ítems* arriba expresados, sin un margen dilatado de error, conforman el núcleo duro de factores vinculado con el frente crediticio.

3. EL ANTECEDENTE DE LA LEY N° 21.526

Es útil, en función de lo que se vino especificando, realizar un sucinto comentario de la ley vigente N° 21.526 de Entidades Financieras, sancionada en 1977. Un primer elemento a computar, es que esta norma surgió como fiel trasunto del esquema de “liberalización financiera”, que lucía especialmente contrastante con el régimen de nacionalización de depósitos implementado por el gobierno justicialista de 1973 (y que registraba una versión anterior).

Se definió muy genéricamente al “negocio financiero”, tomado como la intermediación habitual entre oferta y demanda de recursos financieros, y se brindó a los bancos comerciales la autorización para actuar atendiendo a una amplísima gama de operaciones (excluidas las expresamente prohibidas). Se reestablecieron las reservas de efectivo en función de los pasivos y se aplicó una garantía estatal circunscripta de depósitos en moneda local. En lo que concierne a la actividad de regulación del BCRA, más que una definición estricta al respecto, se

alude a su facultad de regular. Ocurre que, en concreto, se procedió a liberar plenamente las tasas de interés y los criterios prudenciales generales inspirados en los marcos del régimen de Bretton Woods se fueron desarticulando. Por otra parte, en esa época, como es sabido, el mecanismo de liberalización financiera empalmaba con una visión general de la política económica asociada a la óptica de la llamada “liberalización económica”.

En realidad, la proyección de la citada ley en la operatoria financiera efectiva, provenía naturalmente del contenido de su propio texto, pero, también, del clima contextual que se atravesaba y de las líneas ideológicas predominantes y de las instrumentaciones específicas que se aplicaban, aun en los casos de expresiones normativas de alcance “más abierto”.

4. LA COMPRESIÓN GENERAL DEL FENÓMENO CREDITICIO

Sin duda, los aspectos bajo examen en el presente conciernen a la esfera crediticia y financiera. En los reclamos de reforma aludidos, se mencionan factores atinentes a la cantidad, aplicación y orientación de los recursos crediticios, sus condiciones, y al papel que le cabe al BCRA.

Esto conduce a la necesidad de bosquejar la caracterización de la actividad crediticia en la Argentina, por lo menos, en sus trazos más fundamentales. En especial, como se adelantó antes, en el enfoque se destacaría la conexividad entre el desenvolvimiento de la variable crediticia y el funcionamiento macroeconómico más general.

La tarea establecida *es inviable* sin apelar a cierto tipo de consideración básica de alcance teórico, que nos ponga en camino de la aprehensión de un “esquema” o “tipo referencial” de funcionamiento crediticio. De aquí se puede avanzar hacia las especificaciones ligadas al caso argentino.

Véase que en esa dirección, la teoría económica más ortodoxa o canónica aporta limitadamente, para usar un calificativo cortés. Esto tiene mucho que ver con la célebre dicotomía en materia de análisis económico que perfilaba Schumpeter y redondeó Rogers, expresable a través de dos vertientes analíticas: a) el criterio de análisis *real*, y, b) el criterio de análisis *monetario*.

Según la primera postura, la economía es concebida cual una dinámica de factores reales, que, en principio, se mueven de manera autosuficiente, “incontaminadas” de la incidencia de carácter monetario. Aquí la moneda tiene poco que hacer; a lo máximo, se asocia al establecimiento de las magnitudes *nominales*. Con relación a los llamados factores reales, el dinero cumple un rol epidérmico; no es más que un “velo”, un elemento explicable, a lo más, en virtud de la consideración de “fricciones” y/o como recurso que simplemente facilita o “lubrica” las transacciones reales. Por el contrario, el segundo criterio entiende al rol del dinero como un *constituyente intrínseco* (y no periférico) de la propia actividad económica. En este orden, la economía capitalista, tal como decía Keynes, es una *economía monetaria de producción*.

“La economía capitalista, tal como decía Keynes, es una economía monetaria de producción”.

Adviértase, por ejemplo, que el enfoque neortodoxo del denominado esquema de *inflation targeting* (IT) o de metas de inflación “canónico” —el EMIC—, apela en sus versiones más frecuentes a un encuadre del mecanismo de transmisión monetaria que se abstrae o hace caso omiso de la dimensión crediticia. Se trata de una óptica “*without financial frictions*” (“sin fricciones financieras”). De esa forma, la tasa de interés que es tomada como el instrumento principal de ajuste de cara a posibles desviaciones de las variables respecto de sus valores-meta, es percibida en sí misma como provista de una validez autosuficiente, desentendida de la gravitación de la dimensión crediticia-financiera.

Con el tiempo, detectándose el crudo irrealismo de tal planteo, se fueron arrojando esfuerzos conceptuales para ampliar el esquema teórico inicial, “adecuando” de alguna manera la tasa de interés adoptada como instrumento de ajuste a determinados aspectos —vgr., la dinámica de los *spreads* conectados con las tasas de depósitos y de préstamos— de la operatoria crediticia. Sin embargo, subyace el supuesto de la versión epidérmica de la dimensión monetaria y crediticia con relación a un pretendido fenómeno de la economía real *indemne a una implicancia monetaria profunda* (salvo alguna alusión al “corto plazo”).

Las facetas que se vienen señalando registran una particular incidencia —en los que se podrían estimar como los “tiempos normales”— en el desenvolvimiento crediticio en el plano de las naciones desarrolladas o industrializadas, con especial referencia a los mecanismos involucrados.

Aquí es cuando aparece, vinculada a la acepción del dinero como constituyente intrínseco del fenómeno económico integral, la noción clave del *dinero endógeno*. Esta noción nos indica que el proceso de la creación y contracción dineraria responde a las necesidades de la dinámica productiva, en función de las expectativas acerca de la demanda agregada, siendo ese proceso instrumentado a través del sistema bancario. En la hipótesis estilizada sobre el particular, al comienzo de cada fase productiva, se otorgan líneas de crédito a las empresas, las que les permiten encarar su giro productivo, pagando de entrada los factores y recursos productivos y los insumos. A su vez, en tanto se realice la producción y resulte ésta finalmente vendida, dada la facturación de las empresas en danza, se procede a concretar los reembolsos, “cerrando” así los créditos concedidos. En la primera parte de la trayectoria, tenemos *creación dineraria*, mientras en la segunda hay *destrucción dineraria*.

“El proceso de la creación y contracción dineraria responde a las necesidades de la dinámica productiva”.

En principio, los bancos, partiendo de una tasa de interés básica vigente, que se ha establecido de forma *exógena* por la autoridad monetaria (aunque existen interacciones con el mercado financiero), otorgan los créditos, bajo sus diferentes acepciones, que se requieren para producir, y, a la vez, en tanto se les presente

(a los bancos) un problema a nivel de las reservas bancarias exigidas, recurren al banco central, el que funge como un prestamista de última instancia (*lender of last resort*) y procede a deparar la liquidez solicitada. De paso, en el momento en que se procede a otorgar los créditos, se van generando los depósitos bancarios, con lo cual, *es el crédito el que crea los depósitos, y no al revés*.

En definitiva, se articula un complejo situacional que abarca esencialmente tres tipos de relaciones: a) la de los bancos con las empresas y con los particulares y trabajadores, b) las de los bancos con el banco central, y, c) la de los bancos con jefes de familia y particulares en general.

La primera relación manifiesta proverbialmente la endogenia del dinero: las firmas demandan créditos de los bancos para producir y los reciben de ellos; la segunda relación destaca el rol del banco central como proveedor de reservas bancarias y como institución de “*clearing-finalising*” (“dar término”) de la dinámica de deudas dentro del sistema bancario; y la tercera atañe a los depósitos bancarios provenientes de los créditos y atendiendo a las decisiones de portafolio de los particulares (y también, en parte, las empresas), instancia en la que están involucrados los balances monetarios. La creación dineraria aparece en la primera relación, dando por sentado la tasa de interés fijada exógenamente.

En definitiva, según una óptica estilizada, la moneda es la resultante de la relación de deuda entre el prestamista y el prestatario, debiendo captarse como una relación eminentemente social. Esa relación requiere una valoración y su registro contable. La moneda es, pues, un “*contador numérico (numerical counter)*”, de base social, asociado al sistema bancario, en tanto las transacciones y el despliegue de las relaciones de deuda —las aperturas de obligaciones y su cancelación— demandan un sistema de registro (*bookkeeping*). Opera, entonces, un “número” de unidades monetarias que son “acreditadas-debitadas” entre las partes. Los bancos proceden, en general, a “crear” tales unidades monetarias.

No hay moneda sin producción, y, a la par, la producción es monetaria. La moneda se vertebra en la economía a través de las actividades de las firmas, actividades que generan ingreso.

“No hay moneda sin producción, y, a la par, la producción es monetaria”.

En principio, algo recalado en las posturas llamadas “acomodaticias”, se presume una elasticidad de interés infinita en cuanto a la oferta del crédito y del dinero. A una tasa de interés “dada”, una “línea horizontal” grafica la función de conducta del crédito y del dinero. La oferta crediticia se adecua elásticamente a la demanda de crédito, y, por ende, la eventual restricción estaría dada por el lado de la demanda de crédito.

Esta visual contrasta con el planteo de índole tradicional afín a la teoría de los “fondos prestables”, en la cual, el advenimiento del crédito “adicional” exige, con carácter previo, recursos adicionales como cualquier otro bien o mercadería “reproducible”. Se trata-

ría al respecto de un específico acto de ahorro previo, el que constituiría el insumo que llega a los bancos, y, a partir de él, se otorgaría el nuevo crédito.

El hecho de la concepción del dinero como un medio liberador de deudas que emergen al compás del fenómeno productivo, con el sistema bancario desempeñándose en calidad de generador de las unidades de registro de las relaciones de deuda, no sólo sería privativo de la economía capitalista moderna, sino que también tendría manifestación durante, por ejemplo, la época del llamado “patrón oro”, en tanto se sea lo suficientemente hábil como para no caer en el error de comprensión de que una moneda “expresada” a través de un *commoditie* constituya, a la par, y en sí misma, un *commoditie*. Pero, ciertamente, las confusiones derivadas del asunto pesan en aquellos planteos más ortodoxos que reducen la moneda a ser un mero *lubricante* de la economía dados los costos de transacción existentes (Mishkin), lo que, no obstante, induce, de paso, *fricciones* (Woodford).

La postura de Keynes, en un sentido opuesto, asociada con la noción de la *economía monetaria de producción*, capta a la moneda radicada en el propio núcleo duro de la realidad económica, afectando de lleno motivos y decisiones de los agentes, y conformando una de las dimensiones claves de las situaciones emergentes. No cabe, en consecuencia, ningún ejercicio de “predicción” de corto o largo período que pueda hacer caso omiso del conocimiento de la conducta del dinero entre los distintos estados del fenómeno económico.

“La postura de Keynes, en un sentido opuesto, asociada con la noción de la economía monetaria de producción, capta a la moneda radicada en el propio núcleo duro de la realidad económica”.

En definitiva, una versión *endógena* del dinero entiende que:

- a) Las empresas requieren fondos adicionales para encarar los mayores gastos afectados a la producción;
- b) Los bancos integran el negocio de “vender crédito”, por lo cual, a un nivel dado de tasa de interés (colocando, por de pronto, un *mark up* o un margen sobre la tasa de interés de corto plazo establecida por el banco central, y computando posibles fuentes alternativas de fondos financieros provenientes del manejo de portafolio general), proceden a responder en términos de *cantidad* o de oferta de crédito a la demanda (establecida la tasa de interés);
- c) Los bancos, que enfrentan la posibilidad de retiros de *cash* y de transferencias internacionales, ligan la liquidez sistémica a la oferta de reservas bancarias provistas por el banco central.
- d) El banco central, por lo visto, es el principal proveedor de la liquidez sistémica. Acomoda la oferta de las reservas a la demanda de los bancos. Fija la tasa de interés, y adecua la oferta de reservas a la demanda de los bancos. En principio, no controla la cantidad de dinero, sino que establece la tasa de interés de re-

ferencia. Los pedidos de crédito o demanda crediticia encastran con las necesidades de las firmas.

Naturalmente, esta imagen o “esquema referencial” requiere de aciertas especificaciones.

5. UNA VISIÓN MÁS COMPLEJA

La imagen de la dinámica crediticia vertida hasta el momento luce claramente *estilizada*. Tiene la ventaja de insertar el fenómeno crediticio en las mismas “entrañas” de la marcha de la producción. La creación de dinero termina “atada” al funcionamiento crediticio, el que se halla íntimamente ligado a las necesidades de la producción. El movimiento dinerario aparece como endógeno a la demanda de crédito que plantean esas necesidades. En principio, el banco central juega brindando las reservas bancarias que sea menester para apoyar este desenvolvimiento. Por ende, como premisa básica, más que la fijación *ad hoc* de la cantidad de dinero por parte del banco central, es ésta la que se “acomoda” y la variable que, sí, es establecida, es la tasa de interés de referencia. Esta fijación de la tasa de interés es también resaltada por la nueva ortodoxia apegada al esquema del *inflation targeting*, pero tiene limitaciones para entender el papel intrínseco de la operatoria crediticia. Por supuesto, sobre la tasa de interés referencial que fija el banco central, computando consideraciones de costos, de riesgos de variado tipo, de grado de monetización general de la economía, de estimaciones sobre la calidad de los clientes, entre otros factores, los bancos definen sus propias tasas de interés que cobran por sus servicios.

En el planteo realizado, subyace una causalidad que va desde la creación del crédito a la generación de los depósitos. El crédito parece como la manifestación de un *circuito* en el que se demanda el crédito por exigencias productivas, surgiendo una deuda al respecto y generándose los depósitos del caso. El crédito atiende a desembolsos anticipados que realizan las empresas de cara a necesidades de capital de trabajo y de inversión. La operatoria puede ser respaldada por el otorgamiento de reservas bancarias –“sobregiro”- por parte del banco central a los bancos en particular (*overdraft economy*).

Realizadas las ventas por parte de los empresarios, éstos proceden a pagar el crédito, cancelándolo, curso que también se aplica al eventual “sobregiro” practicado con el banco central. Al circuito crediticio se lo puede ver “realimentándose” de continuo al compás del despliegue temporal del fenómeno productivo.

Sin embargo, esta imagen estilizada, y hasta simplificada, puede recibir matizamientos importantes, *cuya incidencia es relevante*. Supóngase que en virtud de las exigencias de la producción, se solicitan préstamos adicionales, y, en razón de éstos, se crean más depósitos, respondiendo a la causalidad antes citada. Se puede plantear, entonces, una pregunta crucial: los distintos agentes que se ven disponiendo de depósitos adicionales, ¿desean realmente seguir manteniéndoles como parte de su riqueza, a modo de un activo financiero entre otros? Esta instancia supone una *decisión de portafolio*. Se trata como expresa Rochon, menos de un fenómeno ligado a la generación de ingreso, vinculada a la actividad productiva, que a la *alocación*

de recursos (ahorro) entre distintos activos. En rigor, en el seno de la actividad bancaria se terminan combinando estas diferentes perspectivas, cuya interacción resulta harto compleja.

En realidad, aquí se orilla el tema de la llamada *preferencia por la liquidez*. Esta es una categoría muy asimilada al pensamiento de Keynes, pero que, con el paso del tiempo, ha avanzado en términos de densidad y de profundidad.

“El tema de la llamada preferencia por la liquidez es una categoría muy asimilada al pensamiento de Keynes”.

La categoría en cuestión se hallaba ligada al tratamiento que hacía Keynes de los motivos para tener dinero. Hablaba del motivo *precaución* a manera de una “cobertura” frente a avatares del destino y del motivo transacciones, asociado a las necesidades de las *transacciones* corrientes y de las referidas a la dinámica de los negocios. Más tarde, aludió al motivo *financiero*, algo así como un alargamiento del motivo transacciones, mayormente aplicado a la operatoria de los negocios en relación con el crédito.

El otro motivo que señala Keynes es el de carácter *especulativo*. Tiene que ver con la cantidad de dinero que el público desea mantener computando la tasa de interés vigente. Opera como el *cash* de resguardo de cara a la incertidumbre que es característica del devenir económico. Esta incertidumbre tiene que ver con la evolución futura de los valores de la tasa de interés (y de activos), la cual no puede ser predeterminada estrictamente *a priori* en cuanto a su trayectoria en detalle. La incertidumbre no debe ser confundida con una *inestabilidad intrínseca*, sino que funge como una “dimensión ontológica” de la economía, lo que lleva a concluir que la estabilidad posible depende de la presencia de *convenciones* –algo así como criterios o convicciones públicas dominantes- arraigadas entre los operadores y agentes en general. En este marco, la virtud básica del dinero es que depara el máximo premio en términos de *liquidez*.

Recuérdese que la liquidez es aquella característica que le permite al elemento que la detenta, actuar de inmediato como medio de cambio y convertirse potencialmente en “cualquier otro” bien o mercancía. En el límite, y atendiendo a ese fenómeno, Marx decía que en el capitalismo la única mercancía existente era la moneda (porque todos los demás bienes se expresaban en ella).

“Que la liquidez es aquella característica que le permite al elemento que la detenta, actuar de inmediato como medio de cambio y convertirse potencialmente en “cualquier otro” bien o mercancía”.

Keynes presentaba en su razonamiento un juego dicotómico estricto entre la disponibilidad de *cash* y un bono de referencia alternativo. El análisis posterior ha avanzado hacia la consideración de un plexo amplio de activos, los que se “desgranar” en función de sus respectivos rendimientos y premios de liquidez. A la postre, el análisis exige la integración de

las propias deudas u obligaciones, con lo que se remata en el tema más abarcativo de la *administración de portafolio*. Cuando se asume esto, y el fenómeno es proyectado sobre la actividad bancaria y financiera en general, se entiende el aserto de S. Dow en el sentido de que la moneda no sólo sirve para financiar la inversión productiva, sino que también sirve para *especular*. Luego, la imagen más lineal de la moneda, sólo comprometida en el circuito crédito-producción se resquebraja.

Acá se replantea la cuestión acerca de la actitud de los titulares de depósitos respecto de los mismos en medio de sus decisiones de administración de portafolios, titulares que, por supuesto, son heterogéneos. Los depósitos pueden ser estrictamente “funcionalizados” en el seno de la dinámica productiva, pero también son sometibles a la perspectiva del manejo de portafolio o de cartera.

Perfectamente, los depósitos *pueden ser retirados sea de tal o cual banco (deslizándose en su caso a otros bancos), sea del sistema bancario en general*.

Esta circunstancia, o posibilidad, es de alcance relevante. Porque señala que los bancos, en su operatoria característica, *enfrentan una problemática vinculada a la preferencia por la liquidez*; éste no es un dato adjetivo sino esencial. Los bancos, al conceder créditos, pueden estar generando depósitos, pero, en el ámbito mismo de este proceder, computan estadios probables acerca del comportamiento futuro de la liquidez que les concierne. Veamos brevemente el asunto en la línea Dymski-Tobin.

Los préstamos se anotan en los activos de los bancos; se trata de variables que se destacan por un grado particularmente limitado de liquidez. En cambio, los depósitos, que revisten como obligaciones, tienden a ser (desde ya hay variantes) claramente líquidos (en principio, los depósitos son líquidos; los créditos, ilíquidos). Una instancia de retirada masiva de liquidez por parte de los depositantes de los bancos, *estresaría* la capacidad de respuesta de las entidades en este frente. Esto puede ser visto como una crisis de *liquidez*. Los bancos también pueden enfrentar problemas de *solvencia* en cuanto al grado de simetría en materia de valor entre sus activos y sus pasivos, lo que también podría demandar respuestas de liquidez.

En definitiva, los bancos deben atender a las condiciones de incertidumbre atinentes a la evolución futura de la economía, merituar el estadio de las convenciones al respecto y de las perspectivas de los operadores en términos de preferencia por la liquidez, y actuar en consecuencia, administrando su portafolio y prestando atención, por ende, a la composición de sus *hojas de balance*. Los niveles de incertidumbre vigentes –o visto del otro lado, el grado de arraigo existente de las convenciones- darán pie a diversas conductas por parte de los bancos, *algo que impactará a la postre, sobre el propio movimiento de otorgamiento de créditos*. Esto significa que, bajo cierto punto, se debe admitir cierta causalidad en reversa: los depósitos “crean” (o “inhiben”) a los créditos.

Naturalmente, si el horizonte plantea una perspectiva en la cual los titulares de depósitos asumen, como decisión de portafolio y de manejo de su preferencia por

la liquidez, el mantener los depósitos en los bancos, los bancos se ven probablemente más desahogados y deciden más fuertemente el comprometerse con la operatoria crediticia. Así, una mayor preferencia por la liquidez, entendida a través de la detentación de depósitos bancarios, por parte de los agentes, podría facilitar el que los bancos *reduzcan* su propia preferencia por la liquidez y faciliten el crédito. Si, por el contrario, y por los motivos que fuere, hay una tendencia al retiro sistémico de depósitos, los bancos aumentarían su propia preferencia por la liquidez, y comprimirían correlativamente el otorgamiento de préstamos (hasta se pediría la “devolución” de algunos). Desde ya, los bancos no dejarían de administrar su portafolio, buscando articular algún espectro conveniente de su hoja de balance, de modo que la robustecida propensión a la liquidez no omita del todo las consideraciones de rendimiento. En realidad, los movimientos registrados pueden deparar un redimensionamiento de los rindes y valores de los distintos activos (y pasivos).

Otra circunstancia planteable, por ejemplo, es una instancia recesiva, en la que los agentes conservan cierto nivel de depósitos, pero, en rigor, esta preferencia por la liquidez trasunta el angostamiento del horizonte de gasto de los operadores en virtud de las perspectivas complicadas de la economía. En este caso, la manifestación de esa actitud puede no llevar a los bancos a prestar más, sino, por el contrario, a retraer el crédito. Es cierto que la situación también puede entenderse bajo la óptica de que el deprimido horizonte de la actividad económica *desestimula* el pedido de créditos.

De todas maneras, siguiendo una versión fuerte del banco central “acomodaticia”, que ejerce sin fisuras su rol de irrestricto asistente de reservas al sistema bancario en calidad de prestamista de última instancia, la posibilidad misma de que se presente un trance de preferencia por la liquidez a nivel bancario, tendería a quedar *descartada de facto*. Sin embargo, una visión tan radical del tema no deja de tener bemoles.

Difícilmente el banco central se abstraiga de las condiciones generales de la economía que también inciden en el comportamiento de los bancos, y que supone respuestas en términos de manejo de portafolio y evaluaciones sobre las perspectivas de liquidez, la solvencia y reputación de los clientes, los estándares de los proyectos presentados al crédito, la calidad de los colaterales, etc. El banco central fija la tasa, pero dudosamente evite toda reacción ante el giro de las expectativas, la visión sobre la inflación, la salida de capitales, y las tasas de largo plazo. Algo de ida y vuelta, hay.

“Difícilmente el banco central se abstraiga de las condiciones generales de la economía”.

Los bancos, respecto de la asistencia de reservas, también pueden concebir a las reservas brindadas –asistencia de liquidez, redescuentos- como una deuda a resarcir, lo que traduciría la idea de una dependencia no siempre apetecible. Pueden, por ende, respaldarse en cuanto a liquidez con líneas de préstamos de terceros, realizar bonos, usar las ganancias, etc. Pueden, asimismo, aumentar las dosis de concesión de préstamos por unidad de reserva concedida por el banco central.

Los bancos al prestar hacen consideraciones sobre la

evolución de la liquidez y el mérito de las operatorias crediticias. En general, hay un espectro de operatorias crediticias que se alinean en una relación inversa “rinde decreciente-liquidez creciente” tendiendo a seguir este orden: al consumo, a la inversión, al capital de trabajo. Aquí inciden aspectos vinculados a los canales de transmisión involucrados y al modo de darse la dinámica monetaria según sea el caso de las exigencias transaccionales que siguen al ingreso real y las planteadas en torno al manejo financiero.

“Los bancos al prestar hacen consideraciones sobre la evolución de la liquidez y el mérito de las operatorias crediticias”.

Por otra parte, los bancos proceden a evaluar el *credit-worthiness* –el “mérito” o “solvencia”- de los agentes que fungen como sus clientes actuales o potenciales, efectuando el monitoreo general del caso. Distintos segmentos crediticios pueden registrar indicios de una diversa preferencia por la liquidez aplicados a los mismos. Además, las tasas de interés que los bancos cobran por sus operaciones tienden a conformar el principal, aunque no único, costo, que enfrentan los clientes. Tales tasas parten de la consideración de las tasas de interés referenciales básicas establecidas por el banco central, llegando a un *mark up* o margen de ganancia que computa una gama de elementos a cubrir y/o ponderar para la fijación del mismo (costos operativos varios, condiciones generales de monetización, alternativas de fondeo, examen de la liquidez, costos de monitoreo, etc.).

La propia operación de crédito puede ser entendida como una decisión de portafolio, concebida como un “activo negativo” por los tomadores. Incluso, movimientos diferentes en cuanto a la velocidad de ajuste de las tasas para préstamos y para depósitos, pueden ocasionar implicancias en este campo. A la postre, por su lado, los proyectos de empresas o corporaciones pueden ser vistos bajo la óptica de las “opciones financieras”, aplicándose métodos ad hoc para evaluar el precio de la opción.

En síntesis: corresponde en principio a los bancos otorgar liquidez a los terceros, pero, atendiendo a su propia lógica de activos/pasivos, los bancos tienden a ser “ilíquidos” por naturaleza. Aquí juega, como señala Segundo Campos, la “paradoja fortuita”: aunque los bancos sean ilíquidos por naturaleza, son vistos *como* si fueran extremadamente líquidos. Los vericuetos de esta delicada cuestión, deben tomarse muy en cuenta.

“Los bancos tienden a ser “ilíquidos” por naturaleza”.

6. EL TEMA DE LA “MONETIZACIÓN”. EL CASO ARGENTINO

En la medida en que la operatoria bancaria se vincula estrechamente con la dinámica de la liquidez de las entidades y demás operadores, hallándose incurso la administración de portafolios, aspectos tales como el *grado de monetización* de la economía y la posible existencia de *sustitución monetaria* (apelación a

una “moneda dura” para efectuar funciones monetarias internas), sobre todo en el caso de un país como el nuestro con su reciente historia a cuestas, detentan particular relieve.

En tanto una economía capitalista se presenta como “eminente e intrínsecamente monetaria”, el grado de monetización, en sentido amplio, de la economía es una instancia de notable significación. En general, ese grado es “leído” a través de la relación entre algún monetario agregado considerado pertinente y el PIB. La monetización, de algún modo, traduce la “densidad” del dinero en una economía determinada, a través de sus variadas funciones como en el campo de las transacciones, como activo financiero y componente del manejo de portafolio y en calidad de liberador de obligaciones.

“Una economía capitalista se presenta como “eminente e intrínsecamente monetaria”.

Como sea que se la defina, una mayor monetización de la economía tiende a conformar una precondition para aspirar a un ensanchamiento de la operatoria crediticia. Lo que no quiere decir que constituya su condición suficiente. En tanto la misma se asocie con un proceso de “bancarización” (la monetización que discurre a través de los bancos), los bancos pueden gozar de un margen de acción más amplio, pudiendo recortar costos en función de volúmenes operativos mayores.

En las circunstancias en que el signo monetario “propio” o “local” sea el básicamente aceptado en un país por los agentes económicos de cara al cumplimiento de las funciones monetarias, la monetización tiende a verificarse en términos de la *moneda nacional*. Lo que está suponiendo aquella aceptación básica.

En rigor, al pensar en la hipótesis de un banco central que actúa como prestamista de última instancia, y que atendiendo a ello se desenvuelve “acomodaticiamamente” brindando ilimitadamente las reservas bancarias que le soliciten los bancos al satisfacer éstos la demanda de crédito —a una tasa de interés referencial dada—, subyacentemente se asume la presencia de una moneda nacional que gravita, que es aceptada comunitariamente, y que cumple las funciones monetarias.

En un caso así, sin avanzar demasiado en el marco teórico, podría afirmarse que existe *soberanía monetaria plena*, ya que el país en cuestión se encuentra habilitado para emitir una moneda expresada en la unidad de cuenta que haya elegido, sin que al efecto se requiera una “garantía” explícita de que la moneda es pasible de ser convertida en algún otro elemento, incluyendo aquí materiales preciosos o una tercera moneda. Siendo tales las condiciones, el público acepta la moneda de marras, y la emplea ampliamente en el cumplimiento de las distintas funciones monetarias. El concepto de *señoreaje* se puede confundir con aquel otro, aunque, estrictamente, hay matices entre ambos conceptos.

El esquema presentado, llevado a su máxima expresión, puede ser tomado como un *ideal*. De cualquier manera, un criterio realista exige “chequearlo” en cada experiencia específica en cuanto a su grado o intensidad de realización efectiva.

Precisamente, sin entrar en demasiados detalles que no caben aquí, no corresponde obviar que en décadas

pasadas, sin desconocer los momentos rescatables, el país atravesó instancias sujetas a fuertes calamidades: alta inflación e hiperinflación, recesión-depresión, desquicio fiscal, crisis de deuda, fuga de capitales, problemas bancarios importantes. A la postre, la inflación de eventos de estas características dieron pie a la conformación de un proceso ponderable, aun registrando altibajos, de sustitución monetaria de la moneda local por una moneda dura (dólar). Proceso conocido como “dolarización”. Sin duda, en la medida en que prevalece un tal proceso, se va cercenando el margen de maniobra de la moneda local en cuanto a las diversas funciones monetarias (transacciones, medio liberador de deuda, activo, custodia de valor). Hay, asimismo, importantes cuestiones macroeconómicas ligadas a dicho proceso, por ejemplo, en lo relativo al manejo de la política monetaria y cambiaria, al señoreaje, a la propia dinámica de la inflación.

En general, instancias desquiciantes, como la presencia de una inflación cada vez más elevada y hasta volátil, al agudizarse, pueden golpear fuertemente sobre el sistema financiero y bancario, provocando una tensión hacia el “vaciamiento” sistémico. En casos así, la asistencia de liquidez que puede brindar el banco central corre el riesgo de fungir como realimentador del proceso.

La dolarización puede constituir el paso previo para disponer la directa salida masiva de capitales del circuito económico local —lo que tiende a denominarse “fuga de capitales”— aunque, bajo determinadas condiciones, la dolarización puede erigirse en un principio de monetización doméstica vía el fenómeno citado de sustitución monetaria (incluso, bajo dinámicas de agudas fuga de capitales, suele actuar un “residuo” en términos de moneda dura que va siendo aplicado a las transacciones internas).

“La dolarización puede constituir el paso previo para disponer la directa salida masiva de capitales del circuito económico local”.

Sin duda, la sustitución monetaria contrasta con la soberanía monetaria, puesto que ésta se compadece con la capacidad por parte de un país de crear la propia moneda nacional sin ninguna referencialidad a una moneda dura o a cualquier otro factor (metales preciosos), siendo esa moneda ampliamente aceptada. La dolarización, por un lado, supone que la moneda dura va reemplazando progresivamente a la local en determinados ámbitos concernientes al cumplimiento de las funciones monetarias. Esta instancia, combinada con el uso monetario doméstico, puede asociarse a manifestaciones de bimonetarismo, espectro donde coexisten la moneda nacional y la dura de un tercer país en el circuito interno. Pero, también en el plano de la creación de la moneda local en casos de *bimonetarismo*, se deben realizar salvedades importantes.

Aquí es donde vale encarar algunos comentarios en torno a la experiencia de convertibilidad. En el seno de la convertibilidad, por un lado, se afianzó un proceso de dolarización interna, con mayor gravitación en el ámbito financiero y bancario y en las transacciones de bienes durables. La dolarización “se despegó”

de la fuga de capitales. En rigor, la dolarización no fue total, aunque avanzó con el tiempo, sino que integró un esquema más amplio, de carácter bimonetario. Pero, asumido esto último, la creación de la moneda local reclama una especificación. Si se quiere, operó, al respecto, una creación monetaria *vicaria*.

“En el seno de la convertibilidad, por un lado, se afianzó un proceso de dolarización interna, con mayor gravitación en el ámbito financiero y bancario y en las transacciones de bienes durables”.

La motivación básica de confiabilidad que daba pie a la aceptabilidad de la moneda local emitida, era su *respaldo* en dólares, a una determinada paridad fija. El *quid* al respecto, se aducía, era, bajo estas condiciones, el “pleno respaldo” en dólares de la base monetaria en moneda local. El Banco Central de la República Argentina carecía esencialmente del carácter de prestamista de última instancia. Era fundamental, en consecuencia, la no recurrencia a la emisión monetaria para sufragar posibles déficit públicos. Lo cual, “redondeaba” la virtualidad antiinflacionaria del esquema, cuyo epicentro era la paridad cambiaria nominal fija “1x1” con el dólar, factor presionante hacia la coincidencia de la inflación local con la internacional.

La respuesta en términos de monetización general de la economía, según las coordenadas de un régimen bimonetario, fue perceptible; se llegó a duplicar, o a algo más, los índices de la década previa. No obstante, las tasas de interés permanecieron en todo momento en niveles bastante pronunciados.

De cualquier modo, como es sabido, el régimen en cuestión remató en una catástrofe. Adviértase que en función de un esquema de moneda local *vicaria*, formalmente expresado, el respaldo en dólares provenía primordialmente, afirmándose esto con el tiempo, del ingreso sistemático de capitales del exterior, en especial, a través de la apelación al endeudamiento externo.

Un proceso de estas características se asociaba con desequilibrios de cuenta comercial y corriente externas prominentes, lo que hacía levantar gruesos interrogantes acerca de la *sustentabilidad* en el tiempo del régimen económico en cuestión (por más que el pensamiento económico dominante se “hacía el distraído” al respecto). Un elemento de gran incidencia en ese fenómeno lo constituía el arraigo de un tipo de cambio real *deprimido* —el “retraso cambiario”—, que sugería la presencia de una *restricción externa* o *de divisas* de carácter *latente*, cuya manifestación cruda era transitoriamente contenida por el endeudamiento.

La “ventaja antiinflacionaria” del esquema debía contrabalancearse con el *hipodólar real* que minaba la competitividad del país. El *nivel* de inflación tendió a ser moderado, pero, en cuanto a su “composición”, se afianzó, en lo atinente a la dinámica de los valores, el sesgo contrario a los “bienes transables” de la economía, cimentándose así el retraso cambiario. A la postre, bien mirado, aquella ventaja también se apoyaba sobre una base endeble, como lo era, justamente ese hipodólar real. Cuando, con el tiempo, agotándose el

aporte de las privatizaciones en lo concerniente a los recursos fiscales, el déficit fiscal se tornó más notorio, la cobertura del mismo, efectivamente, no se hizo con emisión. Pero, lo fue con endeudamiento externo. Entonces, lo agudo de este proceso, llevó a sospechar que, aunque “no se emitía ahora”, el vigoroso uso de la cobertura fiscal vía el endeudamiento externo *era premonición de una emisión futura*. En definitiva: en el relativamente bajo nivel de inflación doméstica, subyacía “*inflación reprimida*”.

“La “ventaja antiinflacionaria” del esquema debía contrabalancearse con el hipodólar real que minaba la competitividad del país”.

Finalmente, el experimento de monetización tan asociado a la dolarización interna y al mantenimiento de una concepción rigurosa de moneda *vicaria*, descartando de base la presencia del banco central como prestamista de última instancia (y que tendió en el último lapso, planteos explícitos incluidos, hacia un esquema de *dolarización plena*), colapsó de manera virulenta. Sus endebles bases se desmoronaron y la llamada “inflación reprimida” se corporizó. Quedó evidente lo que ya advertían algunos analistas (entre los que me encontraba), en el sentido de que en el circuito doméstico existía una “masa de dólares” generados vía multiplicador, puramente contables. La fuga de capitales verificada, de modo muy doloroso, ayudó a patentizar dicho fenómeno.

Por su parte, el esquema surgido de los escombros del régimen de la convertibilidad, retomando la instancia de la monetización en base a la moneda local, permitió superar el brete generado por el desplome de aquel régimen. La dolarización interna se redujo perceptiblemente, aunque persistió en determinados ámbitos y rubros. Se restauró el principio del Banco Central de la República Argentina como prestamista de última instancia, coadyuvando así al reposicionamiento de la soberanía monetaria. Ciertamente, la superación de ese brete, no quita la necesidad de que la monetización en base a la moneda nacional alcance un despliegue más cabal. Ha sido un dato interesante que, en ocasión de la reciente crisis mundial en su peor momento, el proceso de monetización resistió aceptablemente, ralentizándose, sí, en términos reales, pero sin desmoronarse.

“El esquema surgido de los escombros del régimen de la convertibilidad, retomando la instancia de la monetización en base a la moneda local, permitió superar el brete generado por el desplome de aquel régimen”.

No obstante, restaurada en principio la soberanía monetaria, su realización efectiva no deja de estar asociada a severos recaudos. En verdad, ahora no impera estrictamente un esquema de cambio fijo, tampoco opera una creación de moneda local como rigurosa contraparte de las divisas vinculadas al ingreso de capitales externos, nuestro Banco Central está “calificado” como prestamista de última instancia y se aplican mecanismos de esterilización monetaria, pero, a la par, también es cierto que la dinámica de la moneti-

zación en moneda local, mientras se vertebraba de modo muy limitado, y con altibajos, en cuanto a los canales asociados al sector público y al sector financiero, se despliega muy mayoritariamente vía la emisión monetaria que replica el ingreso de divisas, el que, en el caso, responde fundamentalmente a los superávits de cuenta comercial y corriente.

No se trata de una concepción formal de moneda vicaria, puesto que no se aplica el criterio de un determinado respaldo estricto de agregados monetarios en función de divisas y atendiendo a una relación cambiaria fija. Pero, de facto, se nota una asociación fuerte de la monetización interna en pesos con el ingreso de divisas, aunque, en el caso, se apunta más bien a las divisas de fuente comercial externa. Como, a la vez, operan tramos de tiempo en los que la paridad cambiaria nominal se mantiene estable de hecho, se esboza un comportamiento endógeno de la oferta monetaria ligada a la presencia de ese cambio nominal estable. Así, parece romperse la imagen de la endogenia monetaria del lado de la demanda. No obstante, el uso astringente de la esterilización monetaria por medio de los pasivos monetarios remunerados del Banco Central, en base a una tasa de interés establecida por esta institución, nos reencuentra con la noción del desempeño endógeno de la dinámica monetaria.

De todas formas, la cuestión del nivel de inflación efectiva dominante puede llegar a considerarse un cierto estorbo no subestimable para la articulación de líneas de crédito de largo plazo, despertando interrogantes acerca del papel en la materia de las tasas de interés.

7. LA FORMACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS

Sin duda, en lo que atañe a la dinámica del fenómeno bancario-financiero y crediticio, el rol de las tasas de interés alcanza peculiar relevancia. Por de pronto, los tomadores de crédito se enfrentan a las tasas de interés aplicadas a las operaciones en cuestión, constituyendo el costo principal de las mismas (acompañado en su caso por gastos, comisiones, colaterales, etc.).

Tales tasas de interés aparecen como un “agregado” que parte en la base de las tasas de interés básicas o referenciales que establece el banco central, a las que se suma un determinado margen de ganancia o *mark up* (pasando por el cómputo de diversos costos, la incidencia de la monetización y la preferencia por la liquidez, la determinación de riesgos).

Por otra parte, las tasas de interés concurren a la determinación de la asignación dinámica de los recursos productivos y de la participación de los sectores en cuanto a los esfuerzos y los beneficios inherentes a aquélla. Por ende, el asiento estelar de la temática de la tasa de interés se perfila a nivel de la articulación macroeconómica global, y allí se impone “calzar” la interacción de ida y vuelta con la esfera financiera propiamente dicha.

“Las tasas de interés concurren a la determinación de la asignación dinámica de los recursos productivos”.

En la teoría ortodoxa dominante, la tasa de interés nominal, en su versión de corto plazo, se perfila como el resorte instrumental por excelencia destinado a cumplimentar el llamado *inflation targeting* o meta de inflación, corrigiendo los desvíos que pueden presentarse respecto de las referencias de inflación y de brecha de producto. El “trasfondo” del asunto viene dado por la gravitación de la “tasa de interés natural o de equilibrio”, a la que, en definitiva, debe remitirse la tasa de interés de corto plazo. La tasa de largo de equilibrio traduce el nivel de performance productiva dominante –por ejemplo: el rendimiento del capital en condiciones ideales, “sin fricciones”, de la economía-, al que se considera conectado con el despliegue de los llamados factores o recursos reales, sin una injerencia monetaria intrínseca. La demanda agregada cumple aquí un papel acotado, en tanto es incapaz de “forzar” la marcha de la economía, cuyo ritmo responde estrictamente a la oferta y a un producto potencial pre-dado. Se trata de la asociación, en general, de un producto bruto interno de expansión sobria, digamos un 3%, y una inflación también a ese nivel, lo que me llevó a hablar de una matriz de “3x3”. Un marco estrecho que es visto ahora, después de la crisis mundial, como modificable para dar pie a un mayor margen de maniobra, algo que examiné en otro lado, sentando una visión más activista. Estas relativas actualizaciones en las ideas, se casan con las que prestan más atención a la participación del crédito y al papel de los activos en el propio esquema canónico del *inflation targeting*.

Retornando a las posturas más realistas acerca de las tasas de interés, por un lado, opera una posición que puede calificarse de “oportunista”, que se apoya en la consideración más inmediatista del fenómeno de *hystéresis*. Suponiendo, por ejemplo, que discurre un golpe de demanda positivo, que va de la mano inicialmente con algo más de inflación, no habría que apurarse a subir las tasas de interés compensatoriamente, porque ello podría abortar una respuesta positiva de la oferta ante ese golpe, respuesta que permitiría, con la mayor producción irrogada, cerrar con posterioridad la brecha abierta. Se trata de un mecanismo activista de sintonía fina. Sin embargo, esto no nos aclara las dimensiones más profundas del fenómeno de las tasas de interés.

Aquí surgen planteos que apelan a criterios más básicos, que influyen en la *distribución* de las posibilidades productivas y de los posicionamientos de los sectores sociales y productivos. Veamos brevemente.

- a) La tesis del “*fair rate*” (tasa justa), que recomienda manejar la tasa nominal de interés de modo de igualar la de tenor real con el crecimiento de la productividad. Con lo que la posición de los “rentistas de base” tiende a quedar constante en el ingreso nacional.
- b) La tesis de la “*tasa nominal constante (referencial) cero*”, que significa limitar fuertemente esa posición.
- c) La tesis de la “*tasa de interés real baja*”, que supone una ubicación intermedia.

Existen otras formulaciones matizadas, que hablan de la tasa de interés *neutral* (atendiendo a las condiciones favorables para el empleo), que recuerda la terminología de Keynes; de la tasa de interés asociada a la “tasa

de inflación del desempleo mínimo” (MURI), etc. Si tuviera lugar una formulación sintetizadora “promedio” de todos estos enfoques, lo que resalta es la idea de contar con un criterio que se asocie a una tasa de interés referencial lo más baja que sea posible, atendiendo así a las condiciones favorables para la actividad y para el empleo. Naturalmente, un criterio de ese carácter, en el caso de una economía como la nuestra, abierta y subdesarrollada o en vías de desarrollo (“pequeña”), debe computar densas especificaciones. Vinculadas esencialmente a los movimientos de capitales, a la conducta del tipo de cambio y a las expectativas acerca de las tasas de interés que se conectan con la dinámica de estas dos variables. A su vez, en un marco de este tenor, deben comprenderse los planos concernientes al proceso de monetización interna y al del desenvolvimiento inflacionario. A modo de contraste grueso, adviértase las diversas implicancias según los planteos de fondo asumidos sobre todos estos aspectos, trasuntados por la convertibilidad de los 90 y por el esquema surgido de los escombros de la misma.

De cualquier manera, cuando se alude al principio del establecimiento de las tasas de interés por parte del banco central –vinculado a las tasas de corto plazo– en función de sus pautas estratégicas, ello de *ninguna manera* significa que el tal establecimiento funge aisladamente, en el vacío y por fuera de diversas interacciones relevantes. Por ende, el mismo no implica que “automáticamente” el banco central “domina” a gusto el espectro de tasas de interés. Las convenciones, en la terminología de Keynes, como los criterios y visiones gravitantes en la esfera colectiva, y las expectativas que forman los agentes, inciden palmariamente, y pueden “reobrar” sobre los pasos cometidos por el banco central. Si bien se aduce que las tasas de interés de largo plazo constituyen un promedio ponderado de las tasas de interés de corto, las convenciones y las expectativas tienden a afectar particularmente dicha variable. Por supuesto, lo que termine ocurriendo también dependerá del poder de convicción que posea el banco central.

Supóngase, por ejemplo, una baja en sus tasas que aplica el banco central, lo que puede redundar en el alza de la base monetaria y en mayores créditos con una tasa promedio bancaria menor. En caso de que se robusteciera la preferencia por la liquidez de los agentes, y ellos decidieran desprenderse de bonos y de créditos no bancarios para pasar fondos a los bancos, éstos, a la misma tasa de interés promedio citada, podrían conceder por sí una *aun mayor cantidad de crédito*.

Piénsese en otro caso: el banco central baja su tasa de interés de corto plazo con vistas a lograr un efecto similar en las tasas de largo plazo. Sin embargo, las convenciones prevalecientes y las expectativas de los operadores pueden converger en el sentido de que las tasas de largo se asocian a un nivel superior de lo que postula el banco central. Por ende, esperan que la tasa corriente aumente en adelante. Así las cosas, los agentes deciden aumentar la preferencia por la liquidez, algo que es capaz de irrogar efectos en el ámbito del crédito. El banco central, como se ve, aunque *fije las tasas bajo su control, puede no dominar a pleno el espectro de tasas de interés*.

8. ORIENTACIONES PARA LA REFORMA FINANCIERA

Las argumentaciones vertidas en las secciones previas, tienen la virtud de establecer un marco referencial de carácter preferentemente macroeconómico, con una directa irradiación financiera-bancaria-crediticia, que permite un mejor procesamiento de las diversas posturas acopiadas bajo el reclamo genérico de la reforma financiera. Y, que, a nivel de “tópicos”, se sintetizaron en el sección 2 del presente trabajo.

Un aspecto clave, que opera indefectiblemente como premisa básica de cualquier enfoque de reforma financiera, *es que el planteo en cuestión no puede desligarse de una determinada concepción del proceso de monetización en general de la economía. Instancia en la cual, a su vez, debe configurarse el rol y la significación del Banco Central y de las tasas de interés*. Resultaría contraproducente, por ende, una iniciativa de reforma que pasara por alto condicionantes como los aludidos.

Se puede afirmar al respecto que juegan “régimenes monetarios” (dentro de régimenes económicos más amplios), que tienden a encuadrar la dinámica monetaria y crediticia en general. El esquema conocido como “nacionalización de los depósitos”, por ejemplo, supuso, a su manera, una concepción específica de régimen monetario. La ley N° 21.526, y sobre todo su implementación, proyectó un régimen monetario alternativo. La convertibilidad, por su lado, implicó una “vuelta de tuerca” encajada en esa visión alternativa. A su vez, a partir de 2002, se perfila otra opción de régimen monetario, pero que aun no logró plena consolidación.

En verdad, como se vio más arriba, el régimen monetario de que se trate, debe dar respuesta válida en términos de dinámica amplia de monetización de la economía, en el seno de las condiciones más generales de la economía.

Se plasmaron ya algunos comentarios genéricos acerca de la opción que supuso al respecto la convertibilidad y sobre la que parece despuntar a partir del colapso de la anterior. A la par, el propio régimen de nacionalización de los depósitos presentó su propia lógica, imbricada con las condiciones económicas generales vigentes en la época de referencia (el citado régimen fue creado en 1946). Un sucinto análisis viene a cuento.

Como es sabido, el mencionado régimen determinaba que los bancos recibían depósitos por cuenta y orden del Banco Central de la República Argentina, por lo cual, el Estado Nacional garantizaba la totalidad de los depósitos de terceros. En principio, los bancos, por lo expuesto, no podían prestar los fondos –los depósitos– por su cuenta. El Banco Central reembolsaba a los bancos el interés que éstos pagaban a los depositantes, incluyendo un resarcimiento por los gastos de mantenimiento. Asimismo, se suministraban los fondos *ad hoc* para atender las extracciones de depósitos que se requerían.

En realidad, la operatoria crediticia, que lucía “desvinculada” de los depósitos (desde la óptica tradicional), se canalizaba por medio de los redescuentos (y a través de los bancos) que otorgaba el Banco Central, siguiendo criterios básicos de selectividad. Los redescuentos, de esta manera, se revelaban como un *me-*

canismo sistemático de dinámica crediticia, más que constituir un mero expediente de circunstancias para otorgar una liquidez demandada por motivaciones más específicas. A la postre, el enfoque aplicado derivaba en que el montante anual de créditos generado por el sistema oficiaba como un fuerte múltiplo de la cantidad de depósitos establecidos.

El elevado ritmo de creación de crédito de la época, pesó particularmente en lo relativo a la performance económica general de la etapa considerada (1946-55). Estaba implicado en ello lo que podía denominarse una “teoría cualitativa” del dinero, por oposición a la ortodoxia cuantitativista, en tanto la creación dineraria general no se reputaba problemática siendo que la misma fuera volcada en proyectos productivamente rentables -la dimensión cualitativa del asunto-, con lo que el incremento de la actividad económica instigado aumentaría la demanda de dinero, acotando así las chances inflacionarias.

Imbricado con el esquema aludido, operaba la fijación de las tasas de interés nominales. Obviamente, el Banco Central, con bastante generalidad, fijaba el nivel de tasas de interés nominales. Asimismo, computando las tasas de inflación de la época, las tasas de interés se revelaron, casi siempre, particularmente negativas desde la óptica real.

De hecho, en consecuencia, una visión aparentemente “acomodaticia” en lo atinente a la actividad crediticia, enfatizando su conexividad con la actividad económica y productiva, coincidía en medida importante con niveles de inflación significativos (varios años de una inflación de dos dígitos pronunciados).

Se suscitaba aquí una profunda discusión sobre si la óptica monetaria y crediticia “acomodaticia” no influyó, precisamente, en que primaran guarismos de inflación tan elevados. O si ello se debió a un conjunto más vasto de factores. Justamente, en el bienio 1953-54, aplicadas determinadas terapias, la inflación se amortiguó perceptiblemente.

¿Qué ocurrió con el proceso de monetización considerado en sí mismo? En sus líneas generales, el ritmo de monetización sistémico no dependió estrictamente del nivel de la tasa de interés real. En lapsos de tasas de interés reales negativas, no necesariamente caía el nivel de la monetización financiera.

“En lapsos de tasas de interés reales negativas, no necesariamente caía el nivel de la monetización financiera”.

Por un lado, cabía aducir que la monetización financiera o bancaria era poco elástica a los movimientos de las tasas de interés reales, y, que, más bien, operaban como una conducta de “decantación” del desenvolvimiento económico global. Desde cierta óptica, podía esgrimirse, asimismo, que en la instancia, los agentes aun eran presa del fenómeno de “ilusión monetaria”.

Además, recuérdese que el grado de dolarización interna que presentaba la economía era muy ceñido, coincidiendo ello con una situación de restricción general del movimiento de capitales internacionales. En otras

palabras: la demanda de dinero doméstica se expresaba de un modo “sencillo”, con una limitada sensibilidad respecto de la tasa de interés y de los niveles inflacionarios y con una gama de opciones en disponibilidad francamente acotadas. Así, las opciones alternativas asociadas a la dolarización, se hallaban circunscriptas. Por su parte, las tasas de interés de carácter negativo en términos reales, “se explicaban” en un contexto tan específico como el expresado.

Así como las referidas tasas de interés reales negativas de alcance prácticamente sistemático, prevalecían atendiendo a un definido escenario de tenor histórico y en consonancia con un particular régimen monetario, algo similar aconteció con la reforma de 1977, integrante de una estrategia integral de liberalización económica. Claro que, ahora, propendiendo a las tasas de interés reales positivas. La misma consideración es extensible a la experiencia de la convertibilidad, cuando, a la vez que la fuerte afluencia de capitales desde el exterior alentaba la monetización financiera y la mecánica crediticia, por el otro lado, esa misma dependencia de la financiación externa favorecía el predominio de tasas de interés elevadas (vistas éstas, aplicando cualquier tipo de “deflactor”).

El desafío se abre en estos momentos con respecto al nuevo estado de cosas que siguió al derrumbe de la convertibilidad, el que se orienta *prima facie* por una monetización general que se apoya, en lo fundamental, en la moneda doméstica, con un Banco Central habilitado para actuar como prestamista de última instancia, y que luce proclive a las tasas de interés reales más bien bajas. Veamos, en consecuencia, algunos aspectos esenciales que cabe examinar a la luz de los conceptos vertidos en el curso de este trabajo.

“El desafío se abre en estos momentos con respecto al nuevo estado de cosas que siguió al derrumbe de la convertibilidad”.

a) Un planteo de reforma financiera que aspira a reforzar la disponibilidad del crédito a la inversión, pensando particularmente en las pymes, y en consonancia con condiciones generales y específicas de costo –vgr., “tasas de interés bajas”- que resulten convenientes, debe partir ineludiblemente del enfoque que se le preste a la determinación por parte del Banco Central de las tasas de interés básicas o referenciales, las que, por de pronto, constituyen el “piso” de las tasas de interés que aparecen comprometidas en las distintas operatorias.

Ocurre que ese establecimiento de tasas no se verifica en el vacío. Importa, desde ya, establecer la tasa de interés referencial a un nivel considerado “aceptable”, pero, tan crucial como esto, es que dicha tasa sea “sostenible” y comulgue en general con el alineamiento de las expectativas y de las variables en juego. En definitiva, se trata de articular un régimen monetario apto (y parte de un régimen económico más integral).

Como premisa, es primordial que las tasas de interés establecidas por la autoridad monetaria compatibilicen con una performance adecuada de la monetización de la economía en sentido amplio y de las diversas facetas que ese fenómeno puede adoptar.

En tanto la importancia de las tasas nominales establecidas radica en gran parte en su rol de componente de las denominadas tasas de interés reales, la incidencia de las expectativas de inflación pesará ponderablemente para completar el espectro a considerar. Ello, más allá de que se conciba o no a la tasa de interés nominal de corto plazo manejada por el Banco Central, como el principal instrumento de contención inflacionaria.

Por lo demás, con más razón atendiendo a la financiación en favor de la inversión, la que apunta por naturaleza a plazos más extendidos, es tanto mayor el apremio para que la autoridad monetaria articule su política de tasas de interés bajas en congruencia con un marco que despierte confiabilidad y contribuya a posicionar adecuadamente a las expectativas. En lo cual, cuestiones tales como las perspectivas de índole cambiaria, las vinculadas al movimiento de capitales, las referidas a las preferencias por la liquidez y las atinentes a las posibilidades de sustitución monetaria, entre otros resortes, gravitan especialmente.

b) Otro elemento a computar seriamente es la incidencia de la inflación en el proceso de monetización general y su conexión con la determinación de las tasas de interés, sean las de tenor nominal, como las que resulten en el plano real. El asunto dispara proyecciones múltiples.

Desde ya, existe una densa discusión acerca de la significación –así como sobre su “naturaleza”- de la inflación desde la perspectiva del crecimiento. No cabe aquí discutir la cuestión en detalle, pero, en líneas generales, puede señalarse que una inflación muy baja no es precondition absoluta para una perspectiva dinámica positiva de la economía –incluso soplan vientos renovadores al respecto en las filas ortodoxas-, aunque también es plausible pensar que niveles muy pronunciados de inflación tienden a ser dañinos de cara a esa perspectiva.

Todo esto proyecta la sensible cuestión de caracterizar la inflación “atendible” en la Argentina, aspirando a una experiencia de crecimiento acelerado, e, incluso, sobrellevando la aguda polémica sobre la credibilidad del INDEC.

“Una inflación muy baja no es precondition absoluta para una perspectiva dinámica positiva de la economía”.

La inflación inhiere en el mismo proceso de financiación. Y, computando un esquema que sustente la monetización financiera en la moneda nacional o doméstica, puede suscitarse la delicada cuestión de la llamada “moneda doméstica constante de largo plazo”, que enfocamos con Ferrer en otro trabajo.

Siendo que la financiación de la inversión tiende a implicar períodos extendidos, dado el tipo de operaciones comprendidas, el fondeo mismo de la financiación de marras puede tornarse especialmente complicado cuando se presentan cuadros instalados de inflación efectiva elevada, la que, en general, se da de la mano con la mayor fluctuación de los niveles.

Cierto despliegue de la financiación verificada duran-

te los 90, tuvo que ver precisamente con la gravitación de una “moneda dura” como era el dólar, la que nutría fuertemente el desenvolvimiento financiero-bancario-crediticio de la época, y que era considerada en lo básico detentando “permanencia de valor”. Lo que empalmaba con la visión de una “moneda constante”. Por supuesto, y como se vio, el esquema, en su perspectiva más dilatada, se hallaba enviciada desde el origen al hacer descansar la monetización en un bimonetarismo militante, con un sesgo a la dolarización creciente, esencialmente insostenible y que alentaba inflación reprimida.

Si alternativamente, y como es más correcto, se propugna un régimen monetario asentando en la moneda doméstica, el dato de la “constancia” de su valor es relevante.

Sin respuestas pertinentes en este frente, el proceso de monetización, y sobre todo pensando en las operatorias de largo plazo, puede registrar un avance lánguido, que no será, entonces, el más conveniente. Por ejemplo: el desarrollo de los depósitos bancarios, en términos reales, puede resultar acotado, a la par que se tienda a una concentración en plazos de los mismos sumamente ceñidos, de no más de 60/90 días.

No es que en la comparativa mundial abunden las im posiciones bancarias a plazos muy dilatados, pero, en el caso arriba citado se aludiría a un cortoplacismo cerril. El que se sostenga que, bajo ciertas condiciones consideradas “normales”, sea el crédito el que crea los propios depósitos, y que en paralelo la ampliación de las reservas bancarias atada a la expansión del crédito sea brindada por el Banco Central, no cancela por sí la sensible cuestión de la “moneda doméstica constante”.

Por de pronto, el hecho de que el Banco Central pueda directamente proceder a expandir las reservas bancarias y/o actuar a través de las compras de divisas (en combinación con el procedimiento de esterilización monetaria), no desaloja el tópico concerniente a la masa de depósitos que se vaya generando con el tiempo y al fenómeno de su permanencia y de las condiciones al respecto. Aquí es cuando entran a tallar, en su caso, los aspectos comentados más arriba que se ligan a factores tales como la preferencia por la liquidez, las decisiones de portafolio dolarizantes tanto intracircuito doméstico o asociadas a salidas masivas de capitales, y demás cosas por el estilo.

Por cierto, se insiste, el tema fundamental es resolver el nivel de inflación “atendible” de cara al proceso de desarrollo o de crecimiento acelerado, por medio de las fórmulas apropiadas –que no pasan precisamente por las alternativas ortodoxas que fincan en el ancla monetaria (y de tasas de interés) y/o cambiaria-, y, teniendo en cuenta estas premisas, encarar el tratamiento más específico que merezca el desenvolvimiento financiero y bancario.

“El tema fundamental es resolver el nivel de inflación “atendible” de cara al proceso de desarrollo o de crecimiento acelerado”.

En este orden, una tasa de interés nominal para los depósitos muy alejada de la inflación efectiva, perturba-

ría el proceso de monetización financiera en moneda local, o alentaría el riesgoso atajo de recurrir a tasas de interés que, aunque “bajas medidas en pesos”, resulten “elevadas medidas en dólares”. Una opción es la rotación aguda de los depósitos, de la mano de plazos muy breves, y ajustando las tasas recurrentemente atendiendo al movimiento de la inflación. Ocurre que un expediente de este tenor dificultaría grandemente el establecimiento de las tasas activas para préstamos, forzando prácticamente en este ámbito el uso de las tasas altas y “variables”. En el trabajo correddactado con Ferrer que se mencionó más arriba, exploramos la aplicación de un mecanismo del tipo “unidad de cuenta financiera”, emparentado con la fórmula que se instrumentó en Chile, por el que los depósitos son ajustados en su valor por algún índice de precios (pero, igual, esto no quita la necesidad de una terapia capaz de encuadrar progresivamente la temática inflacionaria, además de la imperiosidad de contar con un índice de precios referencial confiable). También previmos en ese trabajo la posibilidad de ajustes del lado de los préstamos por “valores idiosincrásicos” por actividad, en combinación con un mecanismo de compensación.

Ciertamente, el contar con una masa de depósitos bancarios que se oriente hacia plazos más dilatados, es útil desde la óptica de la financiación de la inversión, atendiendo a los requerimientos de operatorias largas aquí contenidas. Pero, *desde ya, ese aporte no es conclusivo: el riesgo de “descalce” de plazos se halla siempre abierto.*

Un expediente que puede ayudar en este frente, y al que me he referido desde hace tiempo –aplicado en circunstancias por el Banco Central–, es la recurrencia a la “ventanilla de liquidez” de dicha entidad por medio de un mecanismo “contingente”, que asegure la oportuna disponibilidad de redescuentos-pases activos en caso de baches de liquidez afrontados por las entidades que estén ampliando su apoyo a la inversión productiva. Esta medida atenuaría los riesgos derivados del descalce de plazos entre operaciones pasivas y activas, aunque, también es verdad que los baches de liquidez comprendidos, no serían aquéllos que tradujeran una crisis de escala más sistémica.

Finalmente, el apoyo más orgánico a la inversión, aunque reconociendo al respecto la participación del crédito bancario –no recayendo, así, en una visual meramente “transaccional” de los bancos–, supone un articulación más vasta, abarcativa e integral, que incluya al mercado de capitales y a lo que denominamos con Ferrer “la FABP” (Función Ampliada de Banca de Inversión). Lo que entraña aspectos institucionales, organizativos y de coordinación, funcionales y de regulación específicos de alta densidad.

c) Los requerimientos en cuanto a la necesidad de encarar una reforma financiera, fincan en gran parte en las limitaciones que padece la dinámica que afronta la financiación de las pymes.

De todos modos, queda muy en claro que la atención que demanda la performance crediticia de las pymes en el ámbito crediticio, es completamente indesgajable de aquellos aspectos más amplios que se han venido enfocando, concernientes a los fenómenos de

monetización general y de monetización financiera en particular, de fijación de las tasas de interés, del comportamiento de la inflación y de su repercusión en la monetización, entre otros resortes. Es a partir de aquí que resulta adecuado avanzar sobre los factores más específicos y sobre los instrumentos aplicables, incluido el rol que le cabe al Banco Central en esta esfera.

Ciertamente, son varios los rasgos concernientes al desenvolvimiento crediticio de las pymes que trasuntan una discriminación adversa. Cabe citar algunos.

“Son varios los rasgos concernientes al desenvolvimiento crediticio de las pymes que trasuntan una discriminación adversa”.

1) Las circunstancias complicantes que traen aparejado la existencia de “información asimétrica-selección adversa” en cuanto a la evaluación del mérito crediticio de las pymes. Tales conceptos no están exentos de algún reparo teórico, pero, entonces, podemos referirnos a las dificultades y sesgos prevalecientes al monitorear las operaciones de crédito involucradas, factores que tienden a acentuarse en el caso de las pymes.

2) Padecimiento de “racionamiento crediticio” con mayor intensidad.

3) Índices de liquidez más elevados vigentes en el caso de operatorias crediticias ligadas a pymes.

4) Problemas superiores para la determinación de las garantías válidas para los créditos pymes.

5) Inconveniente prociclicidad, agudizada, en materia de supervisión y de exigencias de requisitos en general.

6) Menor aceptación relativa de garantías “preferidas” (vgr., flujos de beneficios probables).

7) Cómputo discriminativo en cuanto a los factores que definen la composición del capital empresario.

8) Mayor rigidez para procesar la gravitación de deudas empresarias.

9) Mayor peso de las instancias “de arrastre”.

10) Prociclicidad acentuada en cuanto a la definición de garantías y de capitales mínimos.

11) Mayores tasas de interés relativas del lado de los costos.

Como síntesis, es posible afirmar que las condiciones generales que hacen a la calibración inherente al coeficiente CAMEL (*Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity; Capital, Activos, Administración, Rentabilidad, Liquidez*), que aborda la evaluación de la solidez de las entidades financieras y bancarias, lucen particularmente entre sobre-precautorias y sobre-exigentes cuando se trata de la operatoria crediticia de las pymes.

Sin duda, una situación como la que se caracterizó, signada por rasgos restrictivos como los mencionados,

da aliento explicativo a los reclamos de la reforma financiera, con vistas a neutralizar y a corregir los factores perturbadores o trabantes.

De todos modos, debe entenderse que la respuesta en este campo no deja de ser compleja, exigiendo una solución global, “*gestáltica*”, que tiene que ver, como se expuso antes, con el planteo más general de un *régimen monetario*, y con una conformación *estratificada* de los diversos instrumentos, en función de los distintos planos a encarar de forma complementaria, pero no confusa. En todo esto, *le cabe al Banco Central* un relevante poder de *iniciativa*, respetando, dentro de la complementariedad, la especificidad de los objetivos parciales, de los instrumentos y de las acciones.

“Aborda la evaluación de la solidez de las entidades financieras y bancarias, lucen particularmente entre sobre-precautorias y sobre-exigentes cuando se trata de la operatoria crediticia de las pymes”.

Así, existe una gama de los problemas mencionados que pueden identificarse bajo la acepción de “gestión” -monitoreo y supervisión, determinación de garantías, evaluación del capital, procesamiento de los rubros de deuda en los balances, entre otros rubros-, que requieren un ajuste y replanteo en cuanto a los criterios prevalecientes. Este es un “programa” que puede liderar el Banco Central, en interacción con las entidades bancarias. Correspondería definir un plan de adecuación progresiva, con metas cumplimentables en el tiempo, y con una evaluación periódica del grado de alcance de las metas, previendo penalidades por eventuales apartamientos groseros de las mismas, no justificados.

En el plano que concierne a los costos directos, en el que gravita el nivel de las tasas de interés aplicadas a los créditos, el Banco Central, con vistas a la determinación de niveles de tasas mejor alineadas para las pymes, podría orientar la administración de su “ventanilla de liquidez” (respetando, claro, los criterios básicos del mecanismo) con un particular direccionamiento a favor de las pymes, hacer otro tanto con instrumentos especiales como es el caso de los *swaps* de tasas de interés, encuadrar el manejo admisible de liquidez por parte de los bancos condicionándolo en cierta forma a la atención crediticia de las pymes, establecer encajes diferenciales, entre otros mecanismos (naturalmente, y con los límites consabidos, también cuadra el instrumento, utilizado bastante recurrentemente, del subsidio fiscal de tasas).

La premisa es que esta estrategia más ligada a los incentivos para la disponibilidad de crédito, entronque tanto con la dinámica básica relativa a la monetización general de la economía y a los fenómenos de liquidez y de fijación de las tasas de interés referenciales, como con las adecuaciones aplicables en el campo de la gestión, aspecto que se citó más arriba. La óptica dominante del enfoque sería del tipo “palo-zanahoria”; es decir: recurriendo en simultánea a la combinación de estímulos a favor de los comportamientos deseados y de penalidades aplicables para los casos de apartamientos ostensibles respecto de esos comportamientos.

Se trata, pues, de un planteo *holístico* y, a la vez, *estratificado*. Se apunta a una articulación orgánica, que reconoce diversas esferas de acción, las que son abordables bajo la impronta de objetivos e instrumentos específicos, pero, respondiendo a una visión de conjunto.

Sería contraindicado, por ende, el pretender otorgar a un tipo de mecanismo, aisladamente, una vocación de “resolución universal” de la problemática (por ejemplo, pensando en la “ventanilla de liquidez” del Banco Central, dotada de una supuesta elasticidad infinita, y desencajada de las condiciones macroeconómicas y de determinación de las tasas de interés básicas y de criterios, aunque reformulados, plausibles, de gestión de la operatoria crediticia).

Por lo que se advierte, existen fundadas razones que respaldan el mérito de los reclamos de una reforma financiera, cuyos objetivos esenciales (varios de ellos) se condensaron en este trabajo. Lo que parecería resaltar en el seno del análisis formulado, es que una reforma financiera, encarada con la mayor probidad posible, no se reduce a un mero acopio de objetivos, aunque valederos de por sí, y a la expresión de instrumentos parciales, *sino a la seria articulación de un régimen monetario alternativo*. De allí las caracterizaciones de *holismo* y de *estratificación* a las que se hicieron alusión en el párrafo precedente.

“Existen fundadas razones que respaldan el mérito de los reclamos de una reforma financiera”.

Ciertamente, la ley 21.526, aun vigente, fue concebida en su momento como el ariete que, en el ámbito de un plexo de cambios más abarcativos, colocaba los cimientos en el campo financiero, bancario y crediticio, de un régimen monetario particular, consistente con el llamado proceso general de “liberalización económica”, que conoció un hito fundamental durante el gobierno militar que irrumpió en 1976. Por ende, la modificación de ese texto legal puede ser vista como un *desiderátum*, recogiendo las ideas-fuerza de los planteos de reforma.

No obstante, quedaría abierta la posibilidad que conviene sopesar, sometida a un severo examen jurídico-legal, de que, aprovechando el espectro de las conductas que no son expresamente prohibidas por la norma referida, las autoridades, y en especial el Banco Central, pudieran avanzar en concreto y aun no contando con la reforma legal formal, *adelantando así una reforma financiera de hecho, congruente con el núcleo esencial de aquellas ideas-fuerza*.



En este número publicamos el trabajo que sobre la reforma financiera solicitó el Secretariado Nacional de la **Asociación Bancaria**, al economista y publicista **Eduardo Luis Curia**. Abogado. Hizo estudios de Economía Superior en la Universidad Católica Argentina. Profesor Universitario de Grado y Post Grado de materias de economía en varias universidades del país. Ex Viceministro (i) de Economía de la Nación. Integro la Comisión de Economía de la Bolsa de Comercio de BA. Fue asesor económico de la de la CGT. Fue asesor de ADEBA. Actualmente es asesor económico de la UIA, de otras entidades empresarias y sindicales. Fue miembro del Encuentro de Economistas Argentinos y del Foro Argentino de Estudios Económicos y del Trabajo. Publicista. Su último libro: Teoría del Modelo de Desarrollo de la Argentina, 2007.

SECRETARIADO GENERAL NACIONAL DE LA ASOCIACION BANCARIA

Sergio Palazzo, Andrés R. Castillo, Carlos Cisneros, Claudia Ormachea, José Lupiano, Cristina Maino, Patricia Rinaldi, Walter Rey, María del Carmen Goniel, Gustavo Díaz, Carlos A. Irrera (h), Liliana Lafauci, Eduardo Negro, Lisandro Aguirrezabal, Juan Pallo, Luis Ortega, Aldo Acosta, Stella Mena, Rosa Sorsaburu, Eduardo Berrozpe.