



ARTÍCULOS

Reseña del análisis macrofinanciero

José María Dagnino Pastore

Revista de Economía y Estadística, Tercera Época, Vol. 7, No. 3-4 (1963): 3º y 4º Trimestres, pp. 53-99.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3556>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.

Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.

Contacto: rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar

Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Pastore, J. (1963). Reseña del análisis macrofinanciero. *Revista de Economía y Estadística*, Tercera Época, Vol. 7, No. 3-4: 3º y 4º Trimestres, pp. 53-99.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3556>

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>

RESEÑA DEL ANALISIS MACROFINANCIERO (*)

Las páginas siguientes, destinadas a reseñar el desarrollo y el estado actual del análisis macrofinanciero —un nuevo retoño de la economía— se han dividido en tres partes. La primera parte se limita a los aspectos referentes a la disponibilidad de información. Parte II formula específicamente un “gran diseño” para la integración formal de las estadísticas económicas, inclusive de flujos y existencias y de aspectos reales, monetarios y financieros. La parte final sitúa el naciente análisis macrofinanciero dentro del contexto de los estudios macroeconómicos, señalando las direcciones a seguir en la utilización de los nuevos datos e instrumentos.

PARTE I. — LA INFORMACION FINANCIERA

Las finalidades de esta parte, primordialmente descriptiva, consisten en señalar el progreso y el estado presente de la información sobre fondos (reales, monetarios y financieros), ubicarla dentro de la enmarañada estructura de las estadísticas económicas, y trazar un paralelo entre la evolución del análisis y las estadísticas económicas. Más aún, la Parte I está también abocada a transmitir la impresión de que, tanto por su novedad como por su utilidad potencial, la información financiera constituye en el presente una de las líneas de investigación más promisorias dentro de la ciencia económica.

(*) El autor desea expresar su reconocimiento a la Fundación Rockefeller, cuyo apoyo financiero abarcó el período durante el cual el presente trabajo fue escrito.

A tal efecto, la Sección 1 revisa el desarrollo de sistemas de estadísticas económicas durante el período de 1946 a 1961, en el cual varias tendencias dominantes resultan fácilmente discernibles. La Sección 2 compara el desarrollo de sistemas de estadísticas económicas, revisado en la sección previa, con la trayectoria evolutiva del análisis económico durante el mismo lapso, subrayando la existencia de una íntima conexión entre ambos. La Sección 3 bosqueja el surgimiento de la información financiera acaecido en la segunda posguerra, dentro del marco general de las estadísticas económicas.

1. *Revisión de la Sistematización de las Estadísticas Económicas en la Posguerra.*

Hacia la terminación de la segunda guerra mundial la sistematización de las estadísticas económicas había ya superado el estado rudimentario. El enfoque del producto y el ingreso a los datos económicos, forjado principalmente por Kuznets y Keynes, había provisto a los Estados Unidos y al Reino Unido de un cuerpo considerable de estadísticas macroeconómicas reales, mientras otros puntos de vista se encontraban en proceso de desarrollo. El progreso operado en el campo de las estadísticas económicas durante el período de 1946 a 1961 no deja lugar para la exageración. Jalonan tal evolución: a) las mejoras en el enfoque del producto y el ingreso, (b) el desarrollo de otros enfoques, (c) una mayor cobertura temporal y espacial, (d) más y mejores datos, y (e) una tendencia hacia la uniformidad y la integración. Hemos de bosquejar estos fenómenos brevemente.

(a) Mejoras en el Enfoque del Ingreso y el Producto: Los Estados Unidos encabezaban este campo durante los primeros tiempos de posguerra debido a las contribuciones de la División de Ingreso Nacional del Departamento de Comercio

que, bajo la influencia de Gilbert, Jaszi, Denison y Schwartz, modificó la estructura del sistema en 1947 y posteriormente en 1951 y 1954. También el impacto de los volúmenes de 1946, 1947 y 1958 de la Conferencia sobre Investigación del Ingreso y la Riqueza, de la Agencia Nacional de Investigación Estadística (NBER) debe considerarse. Cada nuevo volumen o edición ha estimulado la discusión en las revistas económicas; así la aparición de, entre otras, contribuciones significativas de Denison, Gilbert y otros, Kalecki y Kuznets en 1947-8, de Klein y Margolis en 1952-3, de Schelling en 1955 y de Ruggles en 1959. Pero el rol protagónico en el desarrollo del enfoque del ingreso y el producto pasó pronto a manos de las Naciones Unidas (UN) debido a las contribuciones de Stone y del Comité de Expertos Estadísticos en 1947, y a los trabajos de la Oficina de Estadística en 1953 y 1960. Los esfuerzos de la Unidad de Investigación de Cuentas Nacionales de la Organización para la Cooperación Económica Europea (OEEC), publicados en 1951, también merecen mención. La OEEC adoptó el sistema de la UN en 1958. Otro factor de progreso en este campo fueron las conferencias periódicas de la Asociación Internacional para la Investigación del Ingreso y la Riqueza (IARIW), cuya reunión de 1949 en Cambridge sobresale como la más significativa.

(b) Desarrollo de otros Enfoques: Los restantes enfoques de las estadísticas económicas, pueden agruparse como sigue:

(i) Enfoque Interindustrial: Esta técnica reconoce origen en las tempranas obras de Leontief en 1941 y 1947 (ver Cornfield et alii) y fue extendida durante los primeros tiempos de posguerra por la Agencia de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos (ver Cornfield et alii) y por Leontief mismo en 1951. La Conferencia sobre la Investigación del Ingreso y la Riqueza concentró su atención en este enfoque en su volumen 18 y parte de su volumen 25. Ultimamente la UN ha avalado

el enfoque mediante la publicación de una bibliografía en 1961 (ver Taskier) y la promoción, en asociación con el Proyecto de Investigación Económica de la Universidad de Harvard, de una Conferencia Internacional sobre Técnicas de Insumo-Producto, celebrada en Ginebra en Septiembre de 1961.

(ii) Enfoque de la Riqueza: Este enfoque atrajo la atención de la Conferencia sobre Investigación del Ingreso y la Riqueza en 1950 y 1957, y de la reunión de De Pietersberg de la IARIW. Sin embargo, ya en 1957, y más aún hoy, se considera como parte del enfoque (iv) más abajo.

(iii) Enfoque de los Flujos de Fondos: El trabajo pionero en este campo se debe a Copeland, quien publicó cifras para los Estados Unidos en 1952. La Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FRB) produjo, no obstante, una versión mejorada en 1955 bajo la conducción de Brill y Siegel (1957). La NBER encara actualmente la provisión de datos trimestrales de los flujos de fondos (ver Mendelson). El volumen 26 de los Estudios sobre el Ingreso y la Riqueza y las reuniones de 1959 (Portoroz) y 1961 (Tutzing) de la IARIW fueron dedicados a estudios de los flujos de fondos. La OEEC también ha estado activa en este campo en 1960. Finalmente, la Oficina Estadística de la UN, el Fondo Monetario Internacional (IMF), y la Conferencia de Estadísticos Europeos de la Comisión Económica para Europa (ECE) se hallan actualmente envueltos en la investigación del tema.

(iv) Enfoque de los Cuadros Patrimoniales: El desarrollo de este enfoque debe mucho a la obra de Goldsmith (1955/1956) y de la Agencia Central de Estadística de los Países Bajos (1959) durante la década del cincuenta.

(c) Mayor Cobertura Espacial y Temporal: La ampliación del alcance espacial de las estadísticas económicas durante el período 1946 a 1961 ha sido espectacular. La UN publica actualmente series de producto e ingreso de ochenta países. Un nú-

mero substancial de naciones han producido tablas interindustriales. El volumen 8 de las Series sobre el Ingreso y la Riqueza contiene datos sobre la riqueza de dieciocho países. Aunque el IMF publica mensualmente información básica de sesenta y siete naciones, sólo un puñado de ellas ha desarrollado estadísticas adecuadas de flujos de fondos; pero el progreso actual en este campo es extremadamente rápido. Las estimaciones de cuadros patrimoniales están aún en una etapa de desarrollo inicial y sólo en muy pocos países. La cobertura temporal de las estadísticas económicas se ha ampliado considerablemente, aunque principalmente en dos direcciones: datos sobre producto e ingreso, y sobre riqueza. Mucho de esto se debe a los esfuerzos individuales de investigadores, como Kuznets y Goldsmith en los Estados Unidos. El volumen 24 de los Estudios sobre el Ingreso y la Riqueza y los volúmenes 2 a 6 de las Series sobre el Ingreso y la Riqueza incluyen contribuciones significativas. En el área latinoamericana la obra de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) y del Centro de Estudios Monetarios Latino Americanos (CEMLA) ha ejercido gran influencia.

(d) Más y Mejores Datos: El aumento incuestionable de la cantidad de información disponible constituye un reflejo directo de la demanda por ellos en rápida expansión. La mejora cualitativa de los datos resulta no sólo del progreso del conocimiento estadístico, sino también de su difusión y aplicación.

(e) Tendencia hacia la Uniformidad e Integración: Las organizaciones internacionales han hecho mucho para el progreso en este campo, que facilita el uso y la comparación de los datos. Además de la UN y del IMF, las organizaciones regionales también merecen mención en lo concerniente a la adopción de formas, clasificaciones y procedimientos tipo. La

cuestión de la comparabilidad internacional atrajo la atención de la Conferencia sobre la Investigación del Ingreso y la Riqueza en 1957 y de las reuniones de 1953 (Castelgandolfo) y 1951 (Abbaye de Royaumont) de la IARIW. Con referencia a la integración de los diferentes enfoques, algún trabajo se ha llevado a cabo en los Estados Unidos, principalmente por intermedio del NBER como editor del volumen 22 de los Estudios sobre el Ingreso y la Riqueza y como asesor de la Agencia del Presupuesto en 1958. Algunos países del Norte de Europa también han mostrado interés en la integración. Pero el rol protagónico lo desempeña actualmente la Oficina de Estadística de la UN (ver UN et alii; Naciones Unidas, 1960), el IMF (ver IMF et alii) y la Conferencia de Estadísticos Europeos de la ECE. Finalmente, deben mencionarse las contribuciones individuales de varios investigadores, como Siegel (1955, 1959) en los Estados Unidos.

2. *Estadísticas Económicas y Análisis Económico.*

La revisión precedente nos ha colocado en posición de mostrar como el desarrollo de datos económicos en la posguerra refleja la evolución de la economía durante el período:

(a) Hacia 1945 las estadísticas económicas estaban tan orientadas hacia las necesidades de la guerra como la economía misma. Las presentaciones del producto y el ingreso llevaban la marca de Keynes. El período de posguerra atestiguó el surgimiento de un interés más comprehensivo, que demandó un mayor alcance de cobertura estadística en varias direcciones. Estas nuevas necesidades y enfoques trajeron a la vida datos sobre insumo-producto, riqueza, flujos de dinero (o de efectivo, pronto reemplazados por los flujos de fondos), y cuadros patrimoniales.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

(b) Durante el período de posguerra el análisis económico experimentó un retorno a la microeconomía. La respuesta estadística a esta tendencia fue el desarrollo de cifras menos agregadas, una característica compartida por todos los nuevos enfoques.

(c) La economía moderna apunta el estudio y la integración de los aspectos reales y financieros de los fenómenos económicos. Nuevamente, uno de los principales objetivos de los estadísticos económicos de hoy es la integración de las cifras interindustriales, del producto e ingreso y de los flujos de fondos por un lado, con las de la riqueza y de los cuadros patrimoniales por el otro.

(d) La integración de los análisis en términos de existencias y de flujos constituye otro objetivo presente. Su reflejo sobre la obra de los estadísticos económicos se revela en una preocupación creciente por la integración de las cifras de flujos de fondos y cuadros patrimoniales por un lado con las interindustriales, del producto e ingreso y de la riqueza por el otro.

(e) Un rasgo final de la economía presente radica en su énfasis en la congruencia, una de las grandes contribuciones introducidas por los modelos. El uso de ecuaciones definitorias o identidades en análisis ha sido paralelo a la aceptación del enfoque contable de las estadísticas.

Se ha logrado un progreso considerable en las líneas (a) y (b), pero actualmente los principales esfuerzos se concentran en los puntos (c), (d) y (e). Primero deseamos desembarazarnos del enfoque del insumo-producto, en varios aspectos el menos relevante para el análisis financiero. Hemos de señalar que la presentación del insumo-producto admite integración con el sistema contable del producto y el ingreso, como lo han mostrado repetidamente Stone (1956; ver Stone et alii) y Liebling,

entre otros. Tal presentación integrada se ha convertido en práctica corriente en muchos países, incluyendo Argentina (1955; ver Naciones Unidas, 1958). La integración del sistema contable del insumo-producto con el de los flujos de fondos parece más difícil, por cuanto existe una divergencia entre los principios rectores de la sectorización en ambos enfoques, tal como lo señalaran Ruggles y Ruggles y Siegel (1955). De tal modo, dejando de lado el enfoque interindustrial, la cuestión es hoy encontrar un sistema contable que permita acomodar los otros cuatro enfoques, cuyas características expresa la tabla siguiente.

CARACTERÍSTICAS DE LOS PRINCIPALES ENFOQUES
GLOBALES DE LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

| <i>Características</i> | <i>Reales</i> | <i>Financieros</i> |
|------------------------|--------------------|-----------------------|
| Flujos | Producto e Ingreso | Flujo de Fondos |
| Existencias | Riqueza | Cuadros Patrimoniales |

3. *La Evolución de la Información Financiera.*

Durante la ola keynesiana (el período de 1936 a 1946), la economía monetaria acusó escaso progreso con respecto a los niveles anteriores a *La Teoría General*. Concordantemente, las estadísticas sólo se proponían reflejar el comportamiento del dinero de reserva, a la manera de los informes del FRB de los Estados Unidos, iniciador de este tipo de presentación en 1934. Muy temprano en la era de posguerra, cuando el interés en el análisis monetario comenzó su lento renacer, las estadísticas cubrieron todo el sistema monetario, concentrándose en el comportamiento del dinero propiamente dicho. En 1946 Triffin postuló la nueva forma de presentación, prontamente adoptada por el IMF y muchos otros países, los Estados Unidos (ver Copeland et alii) entre ellos.

Muchos factores cooperaron en el rápido progreso de los conocimientos en este campo durante el período de 1947 a 1955. El objetivo subsiguiente, logrado en 1952, fue estudiar el comportamiento del dinero no sólo en el sector bancario, sino en los demás sectores también. Ya hemos mencionado a Copeland en este aspecto. Su principal obra *Un Estudio de los Flujos de Dinero* fue precedida por otro esfuerzo en la misma dirección en 1950. Un movimiento iniciado con otra orientación también ayudó a Copeland a alcanzar su meta. Este fue el Programa de Investigación Financiera lanzado previamente por el NBER (ver Saulnier; Goldsmith et alii). Goldsmith también con toda claridad, usufructuó del programa en su *Estudio del Ahorro* de 1955. El siguiente paso adelante consistió en el reemplazo de las ideas de los flujos de dinero por el estudio de los flujos de fondos, más comprehensivo, publicado por el FRB en 1954. Pero hacia 1955 sólo muy pocos países se hallaban en el umbral del análisis financiero. La mayoría se mantenía en el ámbito del análisis monetario, tal como lo informaran a la sazón Hicks y otros.

La necesidad de incluir los aspectos financieros dentro del marco del sistema de producto y el ingreso viene de largo. Sin embargo, el crecimiento y la incrementada significación del análisis financiero no resultaron meramente de la insatisfacción general con respecto al tratamiento dado a los intermediarios financieros en dicho sistema. Esta menos amplia preocupación ha sido expresada por Yntema en 1947, Speagle y Silverman en 1953 y Warburton en 1958. Un mejor reflejo de la necesidad mencionada más arriba lo constituyen los repetidos intentos de inclusión del financiamiento de la formación de capital dentro del sistema del producto y el ingreso. Hemos de llamar "simplificado" a este tipo de integración, de la cual la presentación de Dorrance en 1955 es claramente la mejor, y hemos de recordar, entre otras tentativas, la primi-

tiva de Gaathon (Gruenbaum) para Israel en 1953 y las propuestas de Copeland en 1957 y 1958 para los sistemas de la UN y de los Estados Unidos, respectivamente. Al nivel internacional, las cosas variaron poco hasta 1958, cuando la OEEC postuló, una nueva forma de reunir las estadísticas reales y monetarias (no financieras). Este tipo de presentación fue adoptado por el CEMLA en su informe anual de 1959. Adicionalmente, la OEEC publicó, con la mayor uniformidad posible, datos independientes (no integrados) de flujos de fondos para la mayoría de sus países, pero no contribuyó nada normativo en esta línea. En 1959 Polak y Hicks del IMF lamentaron la inadecuación de las estadísticas del producto y el ingreso para el análisis económico, subrayando la necesidad de un sistema integrado. Esto resulta evidente no sólo por la obra conjunta de la UN, el IMF y la ECE, sino también por otras contribuciones hacia el final de la década del cincuenta, nuevamente revisadas por Dorrance. El informe de Read sobre Canadá en 1957 y los informes de trabajo sobre Alemania Occidental y los Países Bajos de Bartels y Oömens también causan la misma impresión. Probablemente el artículo de 1959 de Bjerve y Selsjord provee la mejor exposición del enfoque de la integración completa.

PARTE II. PERFECCIONAMIENTO E INTEGRACION DE LOS SISTEMAS ESTADISTICOS DE FONDOS

Esta segunda parte, predominantemente normativa, intenta contribuir al perfeccionamiento del desarrollo del análisis de fondos como instrumento mediante la formulación específica de las principales líneas en que debe progresar la información sobre la estructura de transacciones de un país. "Transacciones" se entiende de aquí en su más amplio sentido, por ejemplo: intra o intersectoriales, reales o imputadas, de modo tal que tanto las estructuras de los flujos de fondos como las de

los cuadros patrimoniales se derivan de ellas. Así, un alza de valores puede registrarse como dos transacciones intrasectoriales imputadas.

A partir de esta proposición, la Sección 1 desarrolla lo esencial del enfoque contable. Con la ayuda de recursos notacionales de la teoría de la información define rigurosamente conceptos fundamentales, tales como los de sistemas contables semiarticulados, articulados y totalmente articulados. También formula recomendaciones normativas acerca de las características de un sistema de integración. La Sección 2 ataca la integración de sistemas de flujos —producto e ingreso con flujos de fondos— tanto a nivel simplificado (principalmente monetario) como completo (financiero), subrayando la necesidad de adaptar las cuentas del producto y el ingreso al formato de las transacciones a los efectos de lograr la integración. La integración, mucho más simple, de sistemas de existencias —riqueza con cuadros patrimoniales— se describe en Sección 3. La Sección 4 ofrece un sistema de integración general —flujos con existencias— conforme las reglas establecidas en la Sección 1.

1. *El Enfoque Contable y el Sistema de integración.*

Dicho brevemente, entendemos por enfoque contable el uso del principio de doble entrada; esto es, en las cuentas de un individuo o sector hay dos entradas compensatorias por cada transacción. Naturalmente, cuando se consideran ambos individuos o sectores aparecen cuatro entradas (dos por cada uno); tal, por lo general, el caso en contabilidad económica. En este punto concordamos con Ruggles (ver Copeland, 1957): “Me opondría al uso, por economistas, del término ‘social’ para designar lo que son primordialmente cuentas económicas, y pre-

guntaría si en cambio no podría usarse el término 'cuentas económicas', de tal modo que contabilidad social podría reservarse para una más amplia área de estadísticas sociales que podría ser usada por psicólogos, sociólogos, ..." (p. 103).

Un sistema contable admite expresión en una amplia variedad de formas: notación de conjuntos, a la Stone; tablas de matrices, como Stuvél (1955, 1955) y otros prefieren; notación algebraica, utilizada por Danizet y otros; las tradicionales tablas T, señaladas por Fuerst y de uso corriente; tablas T reordenadas, postuladas por Jaszi, y aun diagramas, ejemplificados por Tress; pero detrás de la faz cambiante se halla siempre el principio de doble entrada. En 1961, Goldsmith sugirió las siguientes reglas de notación, aplicables a todos los sistemas de contabilidad económica, que luego utilizaremos:

(a) Las existencias se representan por mayúsculas:

A, B, ..., Z.

(b) Los flujos se representan por minúsculas:

a, b, ..., z.

(c) Los sectores se representan por suscriptos a la derecha, en minúscula:

(i) En el caso de existencias, el primer suscripto identifica al tenedor o acreedor y el segundo suscripto al emisor o deudor:

$A_{b,c}$, $A_{c,d}$, ...

(ii) En el caso de flujos, el primer suscripto identifica al receptor de bienes o servicios (dador de dinero) y el segundo suscripto al receptor de dinero (dador de bienes o servicios):

$a_{b,c}$, $a_{c,d}$, ...

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

(d) Las fechas se representan por suscriptos a la izquierda:

$${}^{1950}a_{b,c}, {}^{1950}a_{b,c}, \dots$$

(e) Las bases de valuación se representan por sobreescritos a la derecha:

$${}^{1950}a^1_{b,c}, {}^{1950}a^2_{b,c}, \dots$$

La ausencia de sobreescritos significa valuación corriente:

(f) Las transacciones imputadas se representan en bastardilla.

Existen algunos atributos que, aunque no esenciales como el principio de doble entrada, son generalmente considerados como deseables en sistemas de contabilidad económica. Hemos de bosquejarlos con referencia a un sistema de flujos. Cada flujo, i. e. : $h_{i,j}$, se registra dos veces: en el Debe del sector i. i. e. : $h_{i,j}$, y en el Haber del sector j, i. e. : $-h_{i,j}$.

(a) De cierre (o semiarticulado): Un sistema se llama de cierre cuando:

$$\sum_i \sum_j h_{i,j} = 0, \text{ para todo}$$

flujo $h = a, b, \dots, z$; y $g = a, b, \dots, x$; y

sector $i = a, b, \dots, y$; y $j = a, b, \dots, y$.

(b) Articulado (o de quién a quién): Un sistema se llama articulado cuando por cada $h_{i,j}$ en sector i existe un $-g_{i,j}$ en el sector j, tal que

$$|h_{i,j}| = |-g_{i,j}|, \text{ para todo}$$

flujo $h = a, b, \dots, z$; y $g = a, b, \dots, x$; y

sector $i = a, b, \dots, y$; y $j = a, b, \dots, y$.

(c) Totalmente articulado (o de cierre y articulado): Un sistema se llama totalmente articulado cuando por cada $h_{i,j}$

en el sector i existe un $-h_{i,j}$ en el sector j , tal que $|h_{i,j}| = |-h_{i,j}|$, para todo

flujo $h_{i,j} = a, b, \dots, z; y$

sector $i = a, b, \dots, y; y j = a, b, \dots, y$.

Finalmente, con un sistema se pueden realizar algunas operaciones que llevan a numerosas presentaciones diferentes de los datos originales. Estas operaciones son:

(a) Saldar las cuentas de un sector: esto es, reemplazar los flujos

$\sum_j h_{a,j}$ y $\sum_j -h_{a,j}$ en el sector h , por el flujo

$\sum_j h_{a,j} = \sum_j h_{a,j} + \sum_j -h_{a,j}$, donde

$h =$ flujo neto h , para todo

flujo $h_{i,j} = a, b, \dots, z; y$

sector $i = a, b, \dots, x; y j = a, b, \dots, y$.

Ruggles (ver Copeland, 1957) ha señalado los inconvenientes de esta operación: "Los conceptos netos son muy difíciles de manejar; tanto estadística como analíticamente. Si el flujo neto es el resultado de dos flujos brutos que se comportan de modo sistemático pero diferente, un conocimiento del comportamiento del flujo neto es imposible sin volver nuevamente a los flujos brutos" (p. 103).

(b) Combinar las cuentas de dos sectores: esto es, reemplazar los flujos

$\sum_j h_{a,j}$ y $\sum_j h_{b,j}$, de los sectores a y b , por el flujo

$\sum_j h_{c,j} = \sum_j h_{a,j} + \sum_j h_{b,j}$, del sector c , donde

el nuevo sector c es la combinación de los viejos sectores a y b , para todo

flujo $h = a, b, \dots, z$; y cada

sector a, b, c, \dots

(c) Consolidar las cuentas de dos sectores: esto es, reemplazar los flujos

$\Sigma_j h_{a..j}$ y $\Sigma_j h_{b..j}$, de los sectores a y b , por el flujo

$\Sigma_j h_{c..j} = \Sigma_j h_{a..j} + \Sigma_j h_{b..j} - h_{a..b} - h_{b..a}$, del sector c , donde el nuevo sector c es la consolidación de los viejos sectores a y b , para todo flujo $h = a, b, \dots, z$; y cada sector a, b, c, \dots

Como Stone (ver UN, 1947) ha escrito: "Una distinción terminológica útil es aquella entre cuentas *combinadas*, en que las transacciones entre las cuentas constituyentes se retienen en cada lado de la nueva cuenta, y cuentas *consolidadas*, en que las transacciones se omiten en ambos lados de la nueva cuenta" (p. 27, llamada 1).

Nos encontramos ahora en posición de definir la integración más rigurosamente. Nuestra concepción de un sistema de integración coincide con la de Stuvell en su *Gran Diseño*, donde escribió: "Este sistema general ... está diseñado de tal manera que, si pudiéramos escribirlo totalmente, con cuentas separadas para todas las unidades económicas concebibles, la mayoría de —si no todos— los sistemas de contabilidad económica con que estamos familiarizados, podrían probarse relacionados a él mediante distintas formas de consolidación de las cuentas individuales" (p. 2).

La urgencia de la integración ha sido expuesta sólidamente por el NBER: "La integración de las cuentas económicas nacionales es deseable desde tres puntos de vista. Primero, muchos problemas económicos exigen el uso de distintos tipos de información y resulta a menudo necesario pasar de la información provista por un tipo de cuentas económicas a la pro-

vista por otro. Segundo, desde un punto de vista estadístico, la integración de las varias clases de cuentas económicas permite el mejor uso de los datos disponibles, con menor duplicación y con mejora en la precisión estadística. Finalmente, para el usuario de las cuentas económicas nacionales, un sistema de integración único es más fácil de comprender y de emplear correctamente que un número de sistemas diferentes, aparentemente desvinculados o sobrepuestos" (p. 40), pero nos sentimos inclinados a subrayar la razón de Schelling: "...Ten- go una conclusión que extraer. Es que las cuentas totalmente integradas deben diseñarse más por su utilización teórica, que estadística" (p. 326).

2. Integración de Sistemas de Flujos.

Nos hemos referido anteriormente al de Dorrance como el mejor ejemplo de integración simplificada. Hemos de resumir su sistema aquí; se compone de:

(a) Sectores (o columnas) t , ($j = 1, \dots, 8$), donde:

1. Familias,
2. Empresas,
3. Empresas públicas,
4. Gobiernos locales,
5. Gobierno central,
6. Extranjeros,
7. Sistema monetario, y
- 8 Total: $\sum_{j=1}^7 h_j$, para toda cuenta h .

(b) Cuentas (o líneas) h , ($h = 1, \dots, 5$) en el Debe de todo sector j y g , ($g = 1, \dots, 7$) en el Haber de todo sector j , donde:

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

$h_1 = yp_j$, producto bruto nacional producido, a costo de factores, por el sector j ,

$h_2 = e_j$, transferencias recibidas por pagos de factores, con excepción del sector exterior, por el sector j ,

$h_3 = gd_j$, subsidios directos recibidos, por el sector j ,

$h_4 = gd_j$, subsidios indirectos recibidos, por el sector j , y

$h_5 = b_j$, préstamos recibidos, por el sector j ; y

$g_1 = td_j$, impuestos directos pagados por el sector j ,

$g_2 = ti_j$, impuestos indirectos pagados por el sector j ,

$g_3 = c_j$, gastos de consumo, con excepción del sector exterior, del sector j ,

$g_4 = i_j$, inversión del sector j ,

$g_5 = l_j$, adquisición de créditos por el sector j , donde:

$$l_j = \sum_i l_{i,j}, \text{ para todo sector } i;$$

$g_6 = q_j$, aumento de las tenencias de quasi dinero del sector j , y

$g_7 = m_j$, aumento de las tenencias de dinero del sector j .

Las cuentas reflejan influjos (h) y eflujos (g) netos. Mediante el ordenamiento de las cuentas (o líneas) de la manera siguiente, como lo hiciera Dorrance, obtenemos los conceptos usuales del análisis del producto y el ingreso:

$$yp_j + e_j = yf_j - td_j + gd_j = yu_j - c_j - ti_j + gi_j = s_j - i_j = \\ = f_j + b_j - l_j - q_j - m_j = 0, \text{ donde};$$

yf_j = ingreso de factores, sector j ,

yu_j = ingreso neto disponible, sector j ,

s_j = ahorro, sector j , y

f_j = financiamiento, sector j .

De tal modo la integración simplificada introduce dos cambios en el sistema del producto y el ingreso: la desconsolidación del sector 7 (Sistema Monetario) y el tratamiento analítico de la cuenta f (Financiamiento), descompuesta en $b - l - q - m$, todas ellas transferencias financieras. Hemos de repetir la evaluación de Hicks: "Debido al enlace entre los datos del ingreso y financieros, los préstamos netos de los sectores pueden calcularse extendiendo 'hacia abajo' las cuentas del ingreso, o extendiendo 'lateralmente', para las cuentas de todos los sectores, los tipos de datos sobre activos y pasivos financieros provistos por las estadísticas monetarias y bancarias" (p. 161).

El movimiento hacia una integración más completa continuó su marcha en esas dos mismas direcciones, en otras palabras, mediante la desconsolidación de un nuevo sector 8 (Sistema Financiero), que lleva a nueve el número de sectores en nuestro ejemplo, y el tratamiento analítico de las cuentas b (Préstamos recibidos) y l (Adquisición de créditos), descompuestas en sus respectivas subcuentas ba, bb, bc, ... y la, lb, lc, que representan distintos tipos de créditos financieros.

Pensamos que tanto al nivel simplificado de integración como al completo, hay lugar para mejoras. Preferimos ver al sistema orientado hacia la idea de transacciones (transferencias) que hacia el viejo formato del producto y el ingreso. Esto implica una reclasificación completa de las cuentas —no de los sectores. Las ventajas de una presentación de este tipo son: un tratamiento más sistemático y una clasificación más general y versátil de las cuentas.

Tenemos en mente un sistema del tipo presentado por Aukrust en 1950. El modelo enfoca la integración simplificada desde el punto de vista de las transacciones y puede extenderse fácilmente para abarcar la integración completa también. Trata las cuentas (flujos o transacciones) sistemáticamente, clasi-

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

ficándolas en intra o intersectoriales, reales o financieras, compensadas o transferidas. La última clasificación provee el enlace con el sistema del producto y el ingreso. Las anteriores clasificaciones proveen una tipificación más general y versátil de los flujos. Específicamente, el sistema consiste de:

(a) Sectores (o columnas) j , ($j = 1, 2, 3, \dots$), donde cada sector j se divide en tres subsectores ja , jb , y jc , donde:

ja = cuenta real del sector j ,

jb = cuenta financiera del sector j , y

jc = cuenta del ingreso del sector j ,

(b) Cuentas (o líneas) h , ($h = 1, 2, 3, 4$), donde:

h_1 = flujos compensados,

h_2 = flujos de transferencias reales,

h_3 = flujos de transferencias financieras, y

h_4 = saldos, donde:

h_{11} = inversión real neta, y

h_{12} = inversión financiera neta.

Para concluir, hemos de decir que mucha de la obra de la UN, del IMF y de la ECE aspira al enlace de las transferencias reales y financieras con el sistema del producto y el ingreso.

3. Integración de Sistemas de Existencias.

La integración de las presentaciones de la riqueza y de los cuadros patrimoniales es una cuestión sencilla, como surge del enfoque y definiciones de Goldsmith, generalmente aceptadas: "Un cuadro patrimonial nacional es la combinación de los cuadros patrimoniales de las unidades económicas domiciliadas

dentro de las fronteras nacionales" (p. 35); "Dentro del marco de la contabilidad social, la riqueza nacional se define con el patrimonio consolidado de todas las unidades económicas dentro del territorio" (p. 42). Estos conceptos también los comparte la Agencia Central de Estadísticas de los Países Bajos. De tal modo, el problema de la integración se reduce a simples cuestiones de combinación o consolidación. Por lo tanto, omitimos su presentación notacional. Para una exposición tabular, puede consultarse el trabajo de la Agencia Central de Estadísticas de los Países Bajos (p. 143).

Para concluir hemos de señalar, nuevamente junto con Goldsmith, un paso en la formulación del sistema esencial para el logro de los resultados deseados: "La masa de unidades cuyas cuentas se combinan en el cuadro patrimonial nacional puede dividirse de muchas maneras. Para el objeto de medir la riqueza nacional la distinción más importante es aquella entre unidades económicas finales e intermedias" (p. 35), por cuanto la consolidación elimina a las intermedias, y sólo las unidades económicas finales permanecen en las estimaciones de la riqueza.

4. Un "Gran Diseño" de Integración.

Ya hemos visto como, mediante la extensión del modelo de Aukrust, las presentaciones del producto y el ingreso pueden obtenerse a partir de sistemas de flujos de fondos, vía de consolidaciones de cuentas. Hemos también mostrado, siguiendo a Goldsmith, que las estimaciones de la riqueza son meras consolidaciones de las presentaciones de cuadros patrimoniales. Por consiguiente, la tarea por realizar consiste en la integración de las presentaciones de flujos de fondos con las de cuadros patrimoniales.

La cuestión no es tan directa como en la contabilidad de empresas. El siguiente párrafo de Dorrance sugiere tanto la

razón de la dificultad como una forma de encarar su corrección: "... puede argumentarse que las cuentas financieras deben tomar la forma de cuadros patrimoniales más que limitarse a medir flujos financieros. En esta conexión debe también notarse que si se compila un conjunto de cuadros patrimoniales completamente analíticos, los flujos financieros que llevan a cambios en los agregados de los cuadros patrimoniales pueden medirse, mientras que los agregados de los cuadros patrimoniales no pueden derivarse de cuentas limitadas a datos sobre flujos" (p. 108). En otras palabras, los cuadros patrimoniales poseen mayor información y en consecuencia se requiere algo más que datos sobre flujos de fondos para explicar los cambios en los cuadros patrimoniales durante un período de tiempo dado.

Este algo más es nuevamente explicado por Dorrance: "Si los cuadros patrimoniales han de integrarse con las cuentas del ingreso y el gasto un conjunto de cuentas de cuadros patrimoniales debe presumiblemente incluir los siguientes datos: saldo al fin del año anterior cambios resultantes de transacciones, y de otros factores durante el año en curso, y saldo al fin del año. Sobre esta base, las ganancias o pérdidas de capital se incorporan en las cuentas en el momento en que suceden; si se realizan o no es irrelevante" (p. 200-1).

Pero nosotros pensamos que es relevante y por consiguiente preferimos explicar los cambios en los cuadros patrimoniales en base a tres factores: flujos de fondos, ganancias (pérdidas) de capital realizadas, y ganancias (pérdidas) de capital no realizadas. Bjerve y Selsjord han enunciado esta concepción simbólicamente, aunque aun conservan el viejo formato del producto y el ingreso en las presentaciones de flujos de fondos. Un resumen de su exposición sigue:

(a) Cuadro de Flujos de Fondos: Comprende cinco cuentas: ingreso, capital real, capital financiero, revaluación del

capital real, revaluación del capital financiero. Se expresa en tres ecuaciones, ya que las cuentas de revaluación son sólo saldos que también aparecen en las cuentas de revaluación. Son sólo saldos que también aparecen en las cuentas de capital:

$$(2.1) \quad \sum_a \sum_j ta_{i,j} - \sum_a \sum_j ta_{j,i} - d_i = s_i, \text{ cuenta del ingreso del sector } i, \text{ donde:}$$

t = transacciones en la cuenta del ingreso,

a = tipos de transacciones en la cuenta del ingreso,

d = depreciación, y

s = ahorro.

$$(2.2) \quad \sum_j j_{j,i} - \sum_j j_{i,j} - d_i - i_i, \text{ cuenta del capital real del sector } i, \text{ donde:}$$

j = compras (o ventas) de bienes reales de capital al precio de costo (o de balance), y

i = inversión real neta.

$$(2.3) \quad (\sum_a \sum_j ta_{i,j} - \sum_a \sum_j ta_{j,i}) - \sum_j j_{j,i} - (\sum_j j_{i,j} + \sum_j a_{i,j}) + (\sum_b \sum_j pb_{i,j} - \sum_b \sum_j pb_{j,i}) = g_i, \text{ cuenta de capital financiero del sector } i, \text{ donde:}$$

$\sum_j a_{i,j}$ = ganancias por ventas de bienes reales de capital, y

$\sum_j af_{i,j} = \sum_b \sum_j pb_{i,j} - \sum_b \sum_j pb_{j,i}$, donde:

$\sum_j af_{i,j}$ = ganancias por ventas de objetos financieros,

$\sum_b \sum_j pb_{i,j}$ = objetos financieros entrados a precio de costo, y

$\sum_b \sum_j pb_{j,i}$ = objetos financieros salidos a valor de balance, y

g = inversión financiera neta, inclusive ganancias de capital realizadas.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

Las ecuaciones (2.1), (2.2) y (2.3) pueden reducirse a la siguiente expresión:

$$(2.4) \quad s_i = i_i + g_i - (a_i + af_i) = i_i + if_i, \text{ donde}$$

$$a_i = \sum_j a_{i,j},$$

$$af_i = \sum_j af_{i,j}, \text{ y}$$

$if_i = g_i - (a_i + af_i)$, inversión financiera neta, exclusive ganancias de capital realizadas.

(b) Cuadro Patrimonial: El cuadro patrimonial del sector i se representa por la siguiente ecuación:

$$(2.5) \quad F_i + R_i = E_i, \text{ donde:}$$

$F_i = \sum_c \sum_j FC_{i,j} - \sum_c \sum_j FC_{j,i}$, objetos financieros del sector i , donde:

C = tipos de objetos financieros,

R_i = capital real del sector i , y

E_i = capital y reservas libres (patrimonio neto) del sector i .

(c) Reconciliación de los Cuadros Patrimoniales y de Flujos de Fondos: Los cambios en el cuadro patrimonial del sector i se representan por la siguiente ecuación:

$$(2.6) \quad \Delta E_i = \Delta R_i + \Delta F_i, \text{ donde}$$

$$(2.7) \quad \Delta R_i - o_i = i_i, \text{ y}$$

$$(2.8) \quad \Delta F_i - of_i = g_i, \text{ donde:}$$

o_i = ganancias de capital, sobre capital real, no realizadas, y

of_i = ganancias de capital, sobre capital financiero, no realizadas.

Claramente, las ecuaciones (2.7) y (2.8) proveen el enlace entre los cambios en el cuadro patrimonial —ecuación (2.6)—

y el cuadro de flujos de fondos —ecuación (2.4)— ya que substituyendo en esta última obtenemos:

$$(2.9) \quad s_1 = \Delta E_1 - (a_1 + af_1) - (o_1 + of_1).$$

De aquí, Bjerve y Selsjord pasan a definir la inversión financiera neta de tres maneras diferentes, y a expresar los conceptos de ahorro correspondientes:

(a) La inversión financiera neta excluye las ganancias de capital, realizadas o no:

$$(2.10) \quad s1_1 = i_1 + if_1 = i_1 + (g_1 - (a_1 + af_1)) = \Delta E_1 - (a_1 + af_1) - (o_1 + of_1).$$

(b) La inversión financiera neta incluye las ganancias de capital realizadas pero excluye las no realizadas:

$$(2.11) \quad s2_1 = i_1 + g_1 = \Delta E_1 - (o_1 + of_1).$$

(c) La inversión financiera neta incluye las ganancias de capital realizadas o no:

$$(2.12) \quad s3_1 = i_1 + g_1 + (o_1 + of_1) = \Delta E_1.$$

PARTE III. UBICACION DEL ANALISIS FINANCIERO

La parte presente bosqueja brevemente los lineamientos generales para la integración del conocimiento derivado de los datos financieros recientemente —y a la brevedad— disponibles con la teoría de la determinación del ingreso y del dinero a la que hemos contribuido. En otras palabras, la teoría de la determinación del ingreso y del dinero nos ha provisto de una perspectiva para ubicar a los estudios financieros en el contexto del arsenal del análisis económico ya existente y para así evaluar las direcciones dominantes de tales estudios.

A tal efecto, la Sección 1 revisa las contribuciones al conocimiento financiero aportadas durante el período de posguerra,

principalmente mediante el uso de un criterio simple de clasificación. La Sección 2 se concentra en algunas cuestiones controversiales, desarrolladas durante la década del cincuenta, relacionadas primordialmente con los efectos sobre la teoría y política monetarias del tratamiento explícito e individual de aspectos y sectores financieros. El lugar del análisis financiero dentro del campo más amplio de la teoría económica se sugiere grosso modo tanto a la luz de la teoría de la determinación del ingreso y del dinero como de las actuales autoridades en el tema, en la Sección 3.

1. *Una Revisión de los Análisis Financieros.*

En la Parte I hemos bosquejado el desarrollo, en la posguerra, de lo que pueden llamarse aspectos formales de las estadísticas financieras, cuyo estado actual expusiera Dorrance recientemente. Por contraste, la presente Sección resume, y al hacerlo organiza, la evolución sustancial de los datos financieros durante el mismo lapso. Como consecuencia, las contribuciones al tema se han clasificado, de acuerdo con su carácter predominante, en tres categorías diferentes, a saber (a) descriptivas, (b) explicativas de fenómenos a largo plazo, y (c) explicativas de fenómenos a corto plazo.

(a) Descripciones: Un repaso de la literatura en este campo invita a la división de las contribuciones principalmente descriptivas en dos subtipos distintos. Uno puede llamarse descripción casual y aparece generalmente en los breves comentarios que a modo de presentación, explicación o justificación acompañan a las publicaciones de datos por las correspondientes instituciones. Tal el caso del FRB de los Estados Unidos y de los Bancos Centrales de Italia y Japón: éste no ha sido el caso, sin embargo, de la OEEC, Finlandia, Alemania y los Países Bajos.

En algunas otras instancias la descripción la proveen privadamente personas vinculadas a la producción de datos, como Mathews en Australia. No obstante, hemos de señalar que en varios casos las contribuciones de tales personas trascendieron el carácter casualmente descriptivo. Probablemente el mejor —pero no el único— ejemplo de ésto lo constituye, en las palabras de Caves, “una tentativa ambiciosa pero insatisfactoria de William C. Hood de analizar y evaluar la financiación de la actividad económica en Canadá” (p. 931), escrita para la Comisión Real sobre las Perspectivas Económicas de Canadá. Young ha brindado esclarecedoras ilustraciones de la riqueza yacente en las estadísticas financieras del FRB de los Estados Unidos, en una obra más que casualmente descriptiva.

La otra subcategoría de trabajos descriptivos la llamaremos sistemática —en oposición a casual. Aquí la mayoría de las contribuciones provinieron de reconocidos economistas de la orientación empírica, quienes buscaron en los nuevos datos disponibles tendencias temporales (ya sea de las series originales o de razones de las series originales), regularidades internacionales, y la evolución general de las estructuras financieras, pero desprovistos de teorías a comprobar o de lazos con el análisis económico a corroborar. Este tipo de enfoque aparece nítidamente en un artículo de Copeland de 1950, en una publicación de Goldsmith de 1959 (quien observa 18 razones), y en el temprano trabajo de Brill, con referencia a los Estados Unidos. Es de interés señalar, no obstante, que Copeland, Goldsmith y Brill habían también elaborado datos con anterioridad a la fecha de aparición de sus respectivos aportes.

Entre otros Baffi, por ejemplo, estudia, el comportamiento cíclico de varias razones financieras en Italia, y encuentra que, acorde con lo esperado, “la razón del flujo a la existencia de fondos alcanza puntos altos durante los períodos deflatorios y puntos relativamente bajos en las fases inflatorias”, y que,

como también se espera, “se observan movimientos correspondientes si relacionamos el flujo de fondos con el volumen de la inversión doméstica, ya sea bruta o neta, tal como se estima en las estadísticas del ingreso nacional” (p. 320). Por un método distinto, y con mayor sentido explicativo, Weiler considera el impacto de la restricción monetaria sobre los flujos de dinero en los Estados Unidos.

(b) Explicaciones de Cuestiones a Largo Plazo: En cierto sentido, las obras primordialmente descriptivas de Copeland y Goldsmith, recientemente mencionadas, también contribuyen a explicar algunos desarrollos a largo plazo. Pero el núcleo de los estudios financieros de largo plazo apunta hacia la cuestión de la formación de capital. Tales estudios participan de un carácter más explicativo, por cuanto se fundamentan en la suposición —sea o no explícita— de que el ahorro constituye el factor limitativo del crecimiento. Al trabajo pionero de Goldsmith en 1956 debemos agregar un artículo de Brill en 1957, pero naturalmente la contribución dominante —a considerarse en la próxima sección debido a lo controversial de su contenido— provino de Gurley y Shaw. Fuera de los Estados Unidos, el CEMLA ha realizado un estudio importante para México.

(c) Explicaciones de Cuestiones a Corto Plazo: La bibliografía sobre este tema es mucho más abundante que sobre el campo previo, reflejando la mayor relevancia de los desarrollos financieros —así como monetarios— para problemas de corto plazo. Las explicaciones a corto plazo presentan un amplio espectro de enfoques, de los cuales sólo mencionaremos aquí los dos extremos.

En un extremo del espectro hay un subtipo que puede llamarse revolucionario en el sentido de que no reconoce la existencia previa de un conjunto respetable de conocimientos sobre el tema y tiente explicaciones comprensivas del siste-

ma financiero disociadas casi completamente de la actual teoría monetaria. Las obras de Bjerve y Dawson en 1957 caerían dentro de esta subcategoría. Cualquier uso práctico del esquema analítico de Fei —el método de gráfico lineal— sería también incluido, casi con seguridad.

Al otro enfoque extremo de las cuestiones a corto plazo lo llamaremos conservador por contraste. Es conservador en el sentido de que intenta tratar todos los problemas presentados por los aspectos y sectores financieros dentro del marco de análisis ya existente, i. e.: no permite nuevos instrumentos de estudio. En este caso específico el marco de análisis existente lo constituye la teoría monetaria. Más específicamente aun, la extensión de las herramientas del análisis monetario al financiero se efectúa generalmente con relación a la determinación de la oferta monetaria. Los multiplicadores monetarios dan paso a los multiplicadores financieros, bajo cuyo nombre podemos listar los artículos de Lishan y Allen, Thorn, Henderson, Hogan, y finalmente de Yohe —que reconcilia la mayoría de los anteriores.

Entre los dos subtipos extremos recientemente descriptos existe una amplia variedad de contribuciones, algunas de ellas meras partes de trabajos predominantemente descriptivos, como el de Baffi, o aclaraciones menores, como la de Haywood, o estudios de pequeños puntos, como el de Wicker (de la oferta monetaria de los consumidores), o de problemas políticos específicos, como el Saunders (del endeudamiento de la Tesorería), pero muchas de ellas de considerable significación y de carácter controversial. Estas últimas se consideran en la próxima sección.

2. *Controversias Financieras de la Década del Cincuenta.*

El estudio explícito e individual del sector financiero (esto es, de las instituciones financieras no bancarias) creó un cú-

mulo de cuestiones controversiales, significativas tanto para la teoría como para la política económica. El ítem original que inició la controversia fue un estudio de Goldsmith de 1954, que provee los datos básicos sobre intermediarios financieros y muestra que la proporción de los activos (riqueza) del sector financiero en el total de los activos (riqueza) nacional aumentó indudablemente durante el período 1900-45 en los EE.UU. Una contribución más extensa al tema, también de Goldsmith, apareció en 1958. La significación de los hallazgos de Goldsmith fue percibida en toda su magnitud por Gurley y Shaw, quienes en una serie de artículos controversiales desde 1955 hasta 1958 (culminada con la publicación de su libro en 1960) realizaron una tentativa seria de incorporar el sector financiero dentro de un marco teórico.

Ellos notan inicialmente "el negligente menosprecio, por parte de los economistas, del rol que la financiación juega en la determinación del ritmo y patrón del crecimiento" (1955, p. 516), para continuar restando importancia a las diferencias entre las instituciones financieras bancarias y no bancarias: "Sólo los bancos poseen la capacidad de crear depósitos a la vista y dinero, con toda seguridad, pero sólo las asociaciones de ahorro y préstamo pueden crear certificados de ahorro y préstamo: ambos 'crean crédito', ambos transmiten fondos crediticios, ambos capacitan a las unidades de gasto para diversificar sus portafolios" (1955, p. 121), y así elevando la política financiera al mismo nivel que la política monetaria.

En su segundo artículo, Gurley y Shaw atacan más profundamente la cuestión de la sustituibilidad de funciones entre las instituciones financieras bancarias y no bancarias, mediante la clasificación de la financiación en interna, externa directa y externa indirecta, y a través del énfasis en las funciones no transaccionales de los activos monetarios "Cuanto más adecuados los activos financieros no monetarios como sustitutos de

saldos monetarios transaccionales, de precaución, especulativos y ... de diversificación, tanto menor la oferta monetaria para cualquier nivel dado del ingreso nacional" (1956, p. 261). Esto explica algunas aparentes incongruencias de la historia financiera americana: "Velocidades altas y crecientes fueron compatibles con tendencias declinantes en las tasas de interés durante la mayor parte de esta década. La razón es simplemente que los intermediarios no monetarios crecieron tan rápidamente que el crecimiento requerido del sistema monetario se redujo bruscamente. El análisis financiero no debe detenerse en la oferta monetaria cuando otros activos indirectos adquieren creciente importancia" (1956, p. 276).

Finalmente, su tercer artículo, de 1957, ofrece una explicación del crecimiento de la deuda pública en los Estados Unidos en términos de su esquema. Las contribuciones de Gurley y Shaw fueron criticadas por Culbertson, quien enfáticamente afirmó la exclusividad bancaria de la habilidad de crear crédito y también rechazó —aunque, como la respuesta de Gurley y Shaw lo evidencia, con dudoso éxito— la clasificación de la financiación mencionada anteriormente. Marty y Patinkin se unieron a la controversia en 1961.

Como hemos visto, los escritos de Gurley y Shaw estaban principalmente orientados hacia cuestiones de largo plazo; no obstante, contenían elementos igualmente (o aun más) relevantes para cuestiones de corto plazo, y la controversia viró rápidamente hacia esta última dirección. La discusión se centró en la cuestión de si los instrumentos corrientes eran suficientes para hacer efectiva la política monetaria y de, en caso negativo, qué controles adicionales eran necesarios para implementarla.

Sin embargo, si medidas por el número de items publicados, claramente la cuestión más importante fue una lateral, específicamente si los controles sobre los depósitos de poca mo-

validad debían extenderse a los intermediarios financieros. Este asunto no lo consideramos acá, por referirse a aspectos institucionales exclusivamente americanos.

El problema más general de la efectividad de la política monetaria corriente recibió la atención (y variadas opiniones) de Birnbaum y Shelby en 1958, Smith en 1959, la Comisión de Moneda y Crédito, y el JF (ver Kreps) en 1962. Pero la controversia no se detuvo aquí. La aparición del informe Radcliffe le dio nuevo ímpetu y la propagó por todo el mundo anglosajón (ver Rowan) y aun allende —lo atestigua la Revista de Economía Política—.

El temprano documento de Kaldor —que dogmáticamente descarta la política monetaria en favor de la política fiscal— ignora el punto en discusión. Fue seguido por los artículos de 1960 de Jasay y de Gurley. Este último enfatiza la idea de que la liquidez (oferta monetaria y moneda que la gente puede obtener) —que incorpora la acción de los intermediarios financieros —afecta el gasto. Ahora bien, la liquidez puede controlarse mediante la manipulación de la estructura de las tasas de interés —manipulación que, incidentalmente, requeriría controles adicionales— pero las fluctuaciones a corto plazo de las tasas de interés son indeseables, aunque sus niveles a largo plazo pueden fijarse sin inconvenientes. De allí la conclusión de Gurley: política fiscal para el corto plazo, política monetaria ampliada para el largo plazo.

También en 1960 aparecieron los artículos de Gaskin, quien subraya la importancia de la liquidez: “La filosofía de Radcliffe, con su mayor énfasis en los canales del crédito, en el amplio sentido tradicional, que en la creación de ‘crédito’, en el sentido estrecho de ‘crédito bancario’, nos ofrece un modelo más realista del sistema que aquel implícito en la ‘filosofía de la base efectiva’ (para usar la frase de Lord Robbins)” (p. 292), Kareken y Sayers.

Este último (tanto en su pieza de 1960 como en la de 1961) ayuda a aclarar algunos de los problemas en discusión. Identifica como fundamental "la cuestión de qué activos son, y qué activos no son, incluidos en la categoría de «moneda»". La respuesta usual es que "debemos incluir como moneda sólo aquellos activos que se usan comúnmente como medios de intercambio" (1960, p. 711), pero "desde el punto de vista de la presión de la demanda efectiva, el paso crucial es aquél que aumenta el poder de adquirir bienes y servicios, por parte de gente inclinada a ejercerlo inmediatamente; y los bancos no son en absoluto las únicas firmas que colocan este poder en las manos de otros" (1960, p. 713). Están los intermediarios financieros, cuyo comportamiento crediticio no es proporcional a la oferta monetaria, por cuanto "debemos recordar que muchos activos poseen la cualidad monetaria en varios grados: si, al caer la oferta de algunos de ellos con relación al ingreso o al giro, otros pueden aumentarse fácilmente, la sensación de inconveniencia se minimiza, y debemos preguntarnos si ella (la oferta monetaria) permanece suficientemente efectiva como para ser interesante" (1960, p. 716).

No de acuerdo con Cramp, porque "si la restricción de la oferta monetaria es de corta duración, hay suficiente 'juego' en el sistema, sobre la base de prácticas financieras existentes, como para neutralizar los efectos potenciales sobre el flujo del gasto. Cuanto más se continúa la restricción, por otra parte, mayores son las posibilidades de eludirla mediante cambios en los servicios ofrecidos al público por los intermediarios financieros" (1961, p. 151). Pero la de Cramp es sólo una de las dos opiniones sobre este asunto.

El tratamiento explícito e individual de los items financieros de los cuadros patrimoniales sectoriales también alienta nuevos desarrollos analíticos. Aquí la idea de que las existencias financieras influyen en el comportamiento económico pue-

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

de trazarse a partir del efecto de los balances reales. Ha sido subrayada por Hart en 1950, e investigada más tarde por Klein, quien concluye: "Primero, no hay evidencia de que los efectos de los activos y pasivos son iguales en valor absoluto y opuestos en signo. Segundo, los ítems activos y pasivos poseen efectos diferenciales sobre los sectores de consumo y de negocios de la economía". "Tercero, existe una tremenda cantidad de riqueza en forma de propiedad real que no se cancela en este crudo proceso de agregación y que no parece afectar significativamente el comportamiento económico" (p. 203).

En la práctica, sin embargo, los nuevos datos han sido principalmente usados para rastrear los flujos monetarios de modo más detallado y para identificar los sectores originarios de disturbios monetarios; tal el mensaje del artículo de Holtrop de 1957 —que se benefició con una controversia previa, relatada por Bos. Holtrop, no obstante, es consciente de que no sólo los flujos de dinero merecen atención. Esta posición es enfatizada por Segré. De tal modo, nos encontramos de nuevo con la cuestión de la liquidez.

3. *La Orientación del Análisis Financiero.*

A la luz de las dos secciones previas no podríamos coincidir más abiertamente con la siguiente afirmación de Duesenberry: "Naturalmente, el análisis del ingreso nacional tuvo a Keynes y el Keynes del análisis del flujo de fondos no se ha revelado aun. En su ausencia, deberemos dar colectivamente lo mejor de nosotros para obtener el valor total del gran esfuerzo que se ha invertido en la construcción de las cuentas" (p. 173). Así, la cuestión radica ahora en dónde concentrar los mejores esfuerzos colectivos —por cuanto un ataque en todos los frentes, simultáneo pero disperso, está destinado al fracaso—.

Acerca de esto, ha habido varias sugerencias. Siegel, por ejemplo, formula vagas indicaciones para el uso del conoci-

miento financiero en proyecciones económicas. Pero el grueso de las opiniones enfatiza la relevancia del análisis financiero para problemas de corto más que de largo plazo. Con referencia a esta cuestión, concordamos con Brunner en que "por lo tanto parece conveniente subdividir los mecanismos monetarios en dos ramas: una relaciona variables políticas y monetarias y la otra asocia variables monetarias con el ingreso o los precios" (p. 47), y que "los arreglos institucionales de nuestro sistema financiero sugieren que la existencia monetaria, los activos y pasivos de todas las instituciones financieras se determinan conjuntamente mediante la operación de los mercados de crédito" (p. 48). La opinión de Tobin también coincide en este respecto.

Pero he aquí que nos encontramos nuevamente enfrentando la cuestión de la liquidez, por cuanto: ¿qué mejor nombre para el conjunto de variables monetarias afectadas por la política económica y a su vez influyentes en el gasto? Un concepto operativo (y multidimensional) de la liquidez no ha sido desarrollado aun. El viejo ensayo de McKean sobre el tema aparece todavía como el estudio más detallado. El mensaje de las controversias en la década del cincuenta, no obstante, ha sido escuchado, y una teoría "líquida" de la moneda —para utilizar la frase de Schmölders— figura en la agenda para la década del sesenta.

Algún trabajo se ha llevado a cabo en esta dirección sobre la base de datos financieros: nos referimos a las contribuciones de Copeland y de Cohen, abocadas a responder la pregunta: ¿qué determina el comportamiento inversor de las unidades de gasto? Pero sus resultados empíricos no fueron satisfactorios por diversos motivos; similarmente Weiler observa: "La contestación es que los principales sectores no responden de manera constante a cambios en el ingreso". "Sólo el resto del mundo.... tendió a poseer una propensión marginal a gas-

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

tar constante" (ver Yntema, p. 53). De tal modo, concluye que el gasto no es la función respondiente del ingreso que buscaba. Finalmente, y también en este respecto, Tinberger y Schouten han sugerido un método preliminar para diferenciar el comportamiento sectorial activo del pasivo (respondiente).

Por lo tanto, vemos que el vacío en la descripción del mecanismo de enlace entre la oferta monetaria y el comportamiento del gasto (en especial inversor) como el blanco lógico a que apunta el desarrollo del análisis financiero. En Argentina otras limitaciones —entre ellas la falta de datos financieros⁽¹⁾— tornan actualmente imposible toda tentativa de llenar el vacío mencionado.

CONCLUSIONES

(a) Las mejoras de posguerra operadas en todos los frentes de las estadísticas económicas han sido acompañadas por el desarrollo de nuevos sistemas y una tendencia a la integración.

(b) Las evoluciones de las estadísticas y del análisis económico muestran una íntima conexión durante el período; los

(1) Los datos sobre las tasas de interés son insuficientes: las únicas series completas para el período 1935-60 son aquellas sobre bonos gubernamentales y sobre descuentos, redescuentos y varios tipos de depósitos bancarios. No hay cifras en absoluto sobre las tasas de interés en los mercados financieros no institucionalizados y sobre los rendimientos del mercado de valores. Los datos sobre los flujos de fondos, producidos por el Consejo Federal de Inversiones, no son satisfactorios y cubren sólo el período 1951-7. Las cifras presupuestarias (aunque poco claras) poseen significado sólo desde 1945, merced a la CEPAL (ver Naciones Unidas). Los datos sobre balances de pagos —producto del Banco Central— son aceptables desde 1948. Las estadísticas bancarias son satisfactorias desde 1940, pero estadísticas financieras no bancarias casi no existen. El Banco Central ha publicado datos sobre cuadros patrimoniales, de ganancias y pérdidas y de flujos de fondos para el período 1955-9, extraídos de una muestra grande, y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha hecho lo propio en años aislados a partir de una muestra más pequeña.

rasgos comunes incluyen el énfasis en la congruencia y la desagregación y el interés en los aspectos monetarios y financieros, así como la consideración de conceptos de existencias (en oposición a flujos).

(c) El análisis y las estadísticas económicas han progredido considerablemente en lo que a comprensión y desagregación se refiere, pero aun queda mucho por hacer con respecto a la integración de los aspectos reales y financieros de los fenómenos, de los análisis de existencias y de flujos y al logro de mayor congruencia. Esto señala la dirección a seguir por, y la utilidad potencial de la información sobre fondos.

(d) La información sobre fondos evolucionó de estudios monetarios a datos financieros y de allí a sistemas de integración simplificada a completa con las cuentas del producto y el ingreso. El trabajo empírico con conceptos de existencias se halla mucho menos desarrollado. Por todo el campo se encuentra en estado de transformación y avanzando a un "tempo" increíblemente rápido.

(e) El enfoque contable no sólo señala propiedades deseables de un sistema estadístico, vgr.: articulación total, sino que también provee un concepto claramente definido de un sistema de integración. Con referencia a la operación de saldar cuentas, nos oponemos a ella tanto por razones estadísticas como analíticas —entre las últimas: precluye el análisis de la velocidad o rotación de existencias.

(f) La integración de los sistemas de flujos, ya simplificada o completa puede enfocarse desde el lado del producto o del ingreso, como se ha hecho tradicionalmente, o desde el punto de vista de las transacciones. Favorecemos el segundo por su carácter más sistemático, y por su mayor generalidad y versatilidad. La clasificación de transacciones en generadoras o no de ingreso no es la única técnica útil para el análisis.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

La división en transacciones reales, monetarias y financieras es tan importante como ella, y muchas otras pueden serlo.

(g) La integración de los sistemas de existencias es una simple cuestión de combinación o consolidación, dependiendo del punto de partida.

(h) Dado que el sistema de flujos de fondos admite consolidación en una presentación del producto y del ingreso, y ya que el cuadro patrimonial es pasible de consolidación en una presentación de la riqueza, la última etapa de la integración consiste en reconciliar las presentaciones de los flujos de fondos con los cuadros patrimoniales. Para nosotros, este paso constituye el "gran diseño" de la integración. Se ha mostrado que los cambios en los cuadros patrimoniales se originan en flujos de fondos, ganancias (pérdidas) de capital realizadas y ganancias (pérdidas) de capital no realizadas.

(i) Por consiguiente, concebimos una integración de los sistemas de estadísticas económicas sobre la base de los cuadros patrimoniales como núcleo central; esto contrasta con la idea generalizada de integración alrededor de las presentaciones del producto y el ingreso.

(j) Un modo conveniente de organizar un repaso de los análisis financieros de posguerra consiste en clasificarlos en las siguientes categorías: descripciones (casuales o sistemáticas), explicaciones de cuestiones a largo plazo, y explicaciones (revolucionarias o conservadoras) de cuestiones a corto plazo. Sin embargo, las contribuciones a varios problemas controversiales merecen una especial consideración.

(k) Las controversias financieras de la década del cincuenta, con el análisis de Holtrop, las cifras de Goldsmith, el esquema de Gurley y Shaw y el Informe Radcliffe como temas centrales de la discusión han resultado en un nuevo enfoque de la teoría monetaria, de especial relevancia para cuestiones a

corto plazo. Descansa sobre la idea de la liquidez —aun a la espera de una definición operativa— como el eslabón entre la teoría monetaria y el comportamiento del gasto, cuyo tema ocupa el lugar tope en las prioridades de la agenda para el análisis financiero en la década del sesenta. Por ende, el vacío de muchos modelos en el tratamiento de la liquidez puede atribuirse sólo parcialmente de la falta de datos.

JOSÉ MARÍA DAGNINO PASTORE
Harvard University

BIBLIOGRAFIA

- AEA, "Monetary Analysis an the Flow of Funds" by Dawson, John C.; Taylor Stephen; Greenspan, Alan; Simpson, Paul B.; Cuttler, Adison T.; AER, May 1958.
- "Monetary Theory; New and Old Looks", by Tobin James, Karen, John H., Brunner Karl, Mayer Thomas, Musgrave Richard A., AER, May 1961.
- Argentina, BCRA, *Boletín Estadístico. Buenos Aires.*
- BCRA, *Inversiones y Fuentes de Recursos, Balances Argentinos y Resultados de un Conjunto de Sociedades Anónimas Nacionales, Años 1955-9.* Buenos Aires, 1961.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *Anuario Estadístico,* Buenos Aires.
- Consejo Federal de Inversiones, *Financiamiento del Desarrollo Económico.* Buenos Aires, 1961.
- Secretaría de Asuntos Económicos de la Presidencia de la Nación. *Producto e Ingreso de la República, 1935-1954.* Bs. As. 1955.
- AUKRUST, Odd. "On the Theory of Social Accounting", RES, 1949-50.
- BAFFI, Paolo, "Monetary Analysis in Italy" in "Recent Developments in Monetary Analysis", IMF Staff Report, February 1957.
- BARTELS, Hildegard. "The Official German System of National Accounts as an Example of Integration", Seventh General Conference of the IARIW. Tutzing, Germany, August 1961.
- BERNBAUM, Eugene A. "The Growth of Financial Intermediaries as a Factor in the Effectiveness of Monetary Policy", IMF Staff Papers, November 1958.
- BJERVE, P. J. and SELSJORD, Mikael. "Financial Accounting within a System of National Accounts", in ed. Raymond Goldsmith and Christopher Saunders "The Measurement of National Wealth, Income and Wealth, Series VIII. IARIW. Chicago, 1959.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

- BJERVE, P. J. "Forecasting Bank Liquidity", Milton Gilbert and Richard Stone (Editors), *Income and Wealth Series VII*, IARIW, London 1957.
- BOS, N. C. "A discussion on Methods of Monetary Analysis and Norms for Monetary Policy", Netherlands Economics Institute, Rotterdam, 1956.
- BRAY, F. Sewell. "A National Balance Sheet", in *Reprint Series*, 44. Cambridge University, Department of Applied Economics. Cambridge, 1951.
- BRILL, Daniel H. "A Flow-of-Funds System of National Accounts", *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, October 1955.
- "Financing of Capital Formation in Controlling Factors" in *Studies in Income and Wealth, XIV*, Conference on Research in Income and Wealth of the NBER, New York, 1957.
- "The Postwar Structure of Financial Claims" in *Studies in Income and Wealth XIV*, NBER, New York, 1951.
- BRUNNER, Karl. "Some Major Problems in Monetary Theory", *AER*, May 1961.
- BURDETT, D. K. "Social Accounting in Relation to Economic Theory", *EJ*, December 1954.
- Canada, Royal Commission on Canada's Economic Prospects, Hood William C., "Financing of Economic Activity in Canada", including a presentation of Read, L. M., Handfield Jones, S. J. and Emmerson, F. W., "The National Transaction Accounts for Canada, 1946-54", July 30, 1958.
- CAVES, Richard E. "Review of Financing of Economic Activity in Canada" by William C. Hood, *Econometrica*, October 1960.
- CEMLA, "Conceptos y Metodología de Estimación del Ahorro". México, 1959.
- *Aspectos Monetarios de las Economías Latino Americanas*. México, D.F.
- COHEN, Jacob. "Investment and the Availability of Finance" *SEJ*, January 1961.
- COPELAND, Morris A. "The Feasibility of a Standard Comprehensive System of Social Accounts", in *Problems in the International Comparison of Economic Accounts, Studies in Income and Wealth, XX*. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1957.
- "A Note on Negotiable Claims: Who Owns and Who Owes What", in *Studies in Income and Wealth, XII* Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1950.
- "Proposal for a Revised Set of Summary Accounts and Supporting Financial Details", in *A Critique of the United States Income and Product Accounts, Studies in Income and Wealth, XXII*. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1958.
- "Some Illustrative Analytical Uses of Flow-of Funds Data", in "The Flow of Funds Approach to Social Accounting—Appraisal, Analysis + Applications" in *Studies in Income and Wealth*.

REVISTA DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA

- XXVI, by the Conference on Research in Income and Wealth of the NBER, New York, 1962.
- *A Study of Moneyflows in the United States*. NBER. New York, 1962.
- COPELAND, MORRIS A. and BRILL, DANIEL H. "Banking Assets and the Supply of Money Since 1929", *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, January 1948.
- CORNFIELD, JEROME; EVANS, W. DUANE and HOFFENBERG, MARVIN. "Full Employment Patterns, 1950", *Monthly Labor Review*, February and March 1947. Reprinted in *Full Employment Patterns, 1950*. United States Bureau of Labor Statistics. Washington, 1947.
- CRAMP, A. B. "Financial Intermediaries and Monetary Policy" *Economica*, May 1962.
- "Two Views on Money", *Lloyds Bank Review*, July 1962.
- CULBERTSON, J. M. "Intermediaries and Monetary Theory", *AER*, March 1958.
- DAWSON, JOHN C. "A Cyclical Model for Postwar United States Financial Markets", *AER*, May 1958.
- DENISON, EDWARD F. "Report on Tripartite Discussions of National Income Measurement", in *Studies in Income and Wealth*, X. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1947.
- DENZET, J. "Les Problèmes Techniques posés par l'Etablissement des Comptes d'operations Financières", in ed. Phyllis Deane *Studies in Social and Financial Accounting, Income and Wealth Series*, IX. IARIW. London, 1961.
- DERKSEN, J. B. D. "A System of National Bookkeeping", *Statistische en Economische Onderzoekingen*. 1949.
- DORRANCE, GRAEME S. "Balance Sheets in a System of Economic Accounts", *IMF Staff Papers*, October 1959.
- "Financial Accounts in a System of Economic Accounts", *IMF Staff Papers*, February 1955.
- "Financial Accounts in Countries other than the United States and Canada" in "The Flow-of Funds Approach to Social Accounting, Appraisal, Analysis and Applications", *Studies in Income and Wealth*, XXVI. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER, New York, 1962.
- "The Present Status of Financial Accounts: A Review of Recent Developments", in ed. Phyllis Deane *Studies in Social and Financial Accounting, Income and Wealth Series*, IX. IARIW. London, 1961.
- DUESENBERY, JAMES S. "A process Approach to Flow-of-Funds Analysis" in "The Flow of Funds Approach to Social Accounting, Appraisal, Analysis and Implications", *Studies in Income and Wealth* XXVI, Conference on Research in Income and Wealth of the NBER, New York, 1962.
- FEI, JOHN C. H. "The Study of the Credit System by the Method of Linear Graph" *REAS*, November 1960.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

FINLAND - Ministry of Finance, Economic Survey 1960, Helsinki, 1961.
FUERST, E. "The Presentation of National Income Statistics", *EJ*, March 1950.

GAATHON (Gruenbaum), A. L. "A Real-Financial System of Social Accounting", *REAS*, February 1953.

GASKIN, M. "Liquidity and the Monetary Mechanism" *OEP*, October 1960.

GERMANY - Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Bonn, June 1959.

GILBERT, Milton; JASZI, George; DENISON, Edward F., and SCHWARTZ, Charles F. "Objectives of National Income Measurement", *REAS*, August 1948.

GILBERT, Milton and STONE, Richard. "Recent Development in National Income and Social Accounting", *Reprint Series*, 80. Cambridge University, Department of Applied Economics. Cambridge, 1954.

GOLDSMITH, Raymond W. *Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900*, NBER, New York 1958, Princeton University Press, Princeton, 1958.

—"Financial Structure and Development as a Subject for International Comparative Study", in *"The Comparative Study of Economic Growth and Structure"*, NBER, New York, 1959.

—"Measuring National Wealth in a System of Social Accounting", in *Studies in Income and Wealth*, XII. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER, New York, 1950.

—"The National Balance Sheet of the United States of America", in *Income and Wealth Series IV*, ed. Milton Gilbert and Richard Stone. IARIW. London, 1955.

—"The Share of Financial Intermediaries in National Wealth and National Assets, 1900-49", in Occasional Paper 42, NBER, New York, 1954.

—*A Study of Savings in the United States*. Princeton University Press. Princeton, 1956.

—"Suggestions for a Standardized System of Notation for National Accounts", in *General Conference*, VII. Tutzing, Germany. August, 1961.

GOLDSMITH, Raymond W.; ROBINSON, Roland I.; SHAPIRO, Eli F.; KLAMAN, Saul B.; and MENDELSON, Morris. "The National Bureau's Postwar Capital Markets Study", *JF*, May 1957.

GURLEY, John G. and SHAW, Edward S. "Financial Aspects of Economic Development", September 1955.

—"Financial Intermediaries and the Savings Investment Process", *JF*, May 1956.

—"The Growth of Debt and Money in the United States: 1800-1950: A Suggested Interpretation", *REAS*, August 1957.

—"Money in a Theory of Finance", Brookings Institution, Washington, 1960.

GURLEY, John G., "The Radcliffe Report and Evidence". A Review Article, *AER*, September 1960.

- HART, Albert Gaylord. "Uses of National Wealth Estimates and the Structure of Claims" in *Studies in Income and Wealth* of the NBER, New York, 1950.
- HAYWOOD, Charles F. "Hoarding, Velocity and Financial Intermediaries", *SEJ*, July 1959.
- HENDERSON, James, H. "Monetary Reserves and Credit Control" *AER*, June 1960.
- HICKS, Earl, "The Theory and Use of Financing Accounts", *IMF Staff Papers*, October 1959.
- HICKS, EARL; DORRANCE, Graeme S.; and AUBANEL, Gerard R. "Monetary Analysis", in "Recent Development in Monetary Analysis, *IMF Staff Papers*, February 1957.
- HOGAN, Walter P., "Monetary Policy and the Financial Intermediaries" *ER*, December 1960.
- HOLTROP, M. W. "Method of Monetary Analysis Used by the Nederlandsche Bank", *IMF*, Staff Papers, in "Recent Developments in Monetary Analysis", February 1957.
- HOST-MADSEN, Paul. "The Integration of Sector Finance and National Income Accounts", *IMF Staff Papers*, April 1960.
- IARIW. General Conference. *Income and Wealth*.
- IMF. *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- IMF and UN, Statistical Office. "Problems in Integration Income and Financial Statistics", for the Working Group on Statistics of Financial Assets and Liabilities of the Conference of European Statisticians of the Statistical Commission and the ECE. July, 1961.
- Italy-Banca d'Italia, "Abridged Version of the Report for the Year". Presented to the Ordinary General Meeting of Shareholders. Rome.
- Japan - Bank of Japan. *A Study on Flow of Funds in Japan*. Tokio, 1959.
- JASAY, A. E. "The working of the Radcliffe Monetary System" *OEP*, June 1960.
- JASZI, George. "The Conceptual Basis of the Accounts: A Reexamination", in *A Critique of the United States Income and Product Accounts*, *Studies in Income and Wealth*, XXII. Conference on Research in Income and Wealth, NBER, New York, 1958.
- KALDOR, Nicholas. "The Radcliffe Report", *REAS*, February 1960.
- KALECKI, Michael. "Further Comments on the Department of Commerce Series", *REAS*, August 1948.
- KAREKEN, John. "Some Observations on the Radcliffe Report", *JF*, December 1960.
- KLEIN, Lawrence R. "Assets, Debt and Economic Behavior" in *Studies in Income and Wealth XIV*, Conference on Research in Income and Wealth of the NBER, New York, 1951.
- "National Income and Product, 1929-50", *AER*, March 1953.
- KLEVE, J. G. "The National Income and Product Accounts of the United States in the Netherlands Arrangement", *REAS*, November 1958.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

- KREPS, Clifton H. Jr.; LAPKIN, David I.; CIES, Thomas G.; MAYER, Thomas; ROZEN, Marvin; HODGDAN, Ronald R.; ALHADEFF, David A.; BARRETT, Harry: Commission on Money and Credit Papers. *The Operations of Financial Institutions*, J.F., June 1962.
- KUZNETS, Simon. "National Income: A New Version", REAS, August 1948.
- LEONTIEF, Wasily W. *The Structure of the American Economy, 1919-1929*. Harvard University Press. Cambridge, 1941.
- The Structure of the American Economy, 1919-39*. Oxford University Press. Second Edition. New York, 1951.
- LIEBLING, Herman I. "Interindustry Economics and National Income Theory", in *Input-Output Analysis: An Appraisal, Studies in Income and Wealth, XVIII*. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1955.
- LISMAN, J. M. and ALLEN, W. R. "Time Deposits, the Banking System and Inflation", SEJ, October 1958.
- MARGOLIS, Julius. "National Economic Accounting: Reorientation Needed", REAS, November 1952.
- MC KEAN, Roland M. "Liquidity and a National Balance Sheet", JPE, 1949, reprinted in *AEA Readings in Monetary Theory*, The Blakiston Company, New York 1951.
- MARTY, Alvin L., "Gurky and Shaw on «Money in a theory of Finance»", JPE, February 1961.
- MATHEWS, Russell L. "The Australian Flow-of-Funds Account" ER, March 1962.
- MENDELSON, Morris. *The Flow of Funds Through the Financial Markets, 1953-1955. Development and Appraisal of Quarterly Accounts*. Working Memorandum, NBER. New York, 1959.
- Naciones Unidas. Oficina de Estadística. "Integración de las Corrientes Financieras en un Sistema de Cuentas Nacionales", en *Seminario de las Naciones Unidas Sobre Cuentas Nacionales para América Latina*. Auspiciado por las Naciones Unidas, Oficina de Estadística, Comisión Económica para América Latina, Dirección de Operaciones de Asistencia Técnica y el Instituto Interamericano de Estadística. Naciones Unidas. Nueva York, 1960.
- Naciones Unidas. Comisión Económica para América Latina del Consejo Económico y Social. *Análisis y Proyecciones del Desarrollo Económico*.
- Naciones Unidas. Comisión Económica para América Latina del Consejo Económico y Social. *El Desarrollo Económico de Argentina, Análisis y Proyecciones del Desarrollo Económico*, V. Santiago, Chile, 1958.
- NBER. Conference on Research in Income and Wealth. *Studies in Income and Wealth*. New York.
- NBER. National Accounts Review Committee Report. *The National Economic Accounts of the United States. Review, Appraisal and Recommendations*, Extract from Hearings before Subcommittee of the Joint Economic Committee of the Congress of the United States. NBER, Washington, 1958.

- Netherlands. Central Bureau of Statistics. "The Preparation of a National Balance Sheet. Experience in the Netherlands", in ed. Raymond Goldsmith and Christopher Saunders, *The Measurement of National Wealth, Income and Wealth Series VIII*. IARIW. Chicago, 1959.
- Scope and Methods of the Central Planning Bureau*, The Hague, August 1956.
- Nederlandsche Bank, *Report for the Year 1959, 1960*.
- OÖMENS, C. A. "Statistics of Financial Assets and Liabilities in the Netherlands". A Progress Report, Seventh General Conference of the IARIW. Tutzing, Germany, August 1961.
- OEEC. National Accounts Research Unit. *A Simplified System of National Accounts*. Cambridge, 1951.
- A Standardized System of National Accounts*. Paris, 1958.
- Statistics of Sources and Uses of Finance, 1948-1958*. Paris, 1960.
- PATINKIN, Don. "Financial Intermediaries and Monetary Theory", *AER*, March 1961.
- POLAK Jacques J. "Financial Statistics and Financial Policy", *IMF Staff Papers*, April 1959.
- POWELSON, John P. *National Income and Flow of Funds Analysis*. McGraw-Hill Book Company, Inc. New York, 1960.
- READ, L. M. "The Development of National Transactions Accounts: Canada's Version of or Substitute for Money Flows Accounts", "The Canada's Version of or Substitute for Money Flows Accounts"; *The Canadian Journal of Economics and Political Sciences*, February 1957.
- Revista de Economía Política, "Los Economistas Ingleses ante el Comité Radcliffe - Resumen de un Symposium". Madrid, abril 1958.
- ROWAN, D. C. "Radcliffe Monetary Theory", *ER*, December 1961.
- RUGGLES, Richard. *An Introduction to National Income and Income Analysis*. McGraw-Hill Book Company, Inc. New York, 1949.
- "The United States National Accounts", *AER*, March 1959.
- RUGGLES, Richard and Nancy. "The Integration of Economic Accounts in the United States". Seventh General Conference of the IARIW, Tutzing, Germany, August 1961.
- SAULNIER, Raymond J. "The Financial Research Program of the National Bureau of Economic Research", *JF*, April 1947.
- SAUNDERS, R. Duane. "The Development of the Flow of Institutional Savings in the Analysis of Treasury, Borrowing Problems", *JF*, May 1956.
- SAYERS, R. S. "Monetary Thought and Monetary Policy in England", *EJ*, 1960.
- "Alternative Views of Central Banking", *Economica*, May 1961.
- SCHELLING, Thomas C. "Design of the Accounts", in *A Critique of the United States Income and Product Accounts, Studies in Income and Wealth, XXII*. Conference on Research in Income and Wealth, NBER. New York, 1958.
- "National Income, 1954 Edition", *REAS*, November 1955.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

- SCHMOLDERS, Chünter. "The Liquidity Theory of Money", *Kyklos*, 1960.
- SEGRE, Claudio. "Monetary Surveys and Monetary Analysis", *QJE*, February 1958.
- SHELBY, Donald. "Some Implications of the Growth of Financial Intermediaries" *JF*, December 1958.
- SIEGEL, Stanley J. "A comparison of the Structures of Three Social Accounting Systems", in *Input-Output Analysis: An appraisal, Studies in Income and Wealth, XVIII*. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1955.
- "Progress Report on an Approach to the Integration of Income and Product and Flow-or-Funds National Accounting Systems". Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1959.
- "Summary Flow-of-Funds Accounts 1950-55", *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, April 1957.
- "The Use of Flow-of-Funds Accounts in Economic Proyections, Mimeo, Washington, 1956.
- SPEAGLE, Richard E. and SILVERMAN, Leo. "The Banking Income Dilema", *REAS*, May 1953.
- SMITH, Warren L. "Financial Intermediaries and Monetary Controls", *QJE*, November 1959.
- STONE, Richard. "Input-Output and the Social Accounts", *Reprint Series*, 102. Department of Applied Economics of the University of Cambridge. 1956.
- "Functions and Criteria of a System of Social Accounting", in ed. Erik Lundberg *Income and Wealth Series, I*. IARIW. Cambridge, 1951.
- STONE, Richard and UTTING, J. E. G. "The Relationship between Input-Output Analysis and National Accounting", *Reprint Series*, 70. Department of Applied Economics of the University of Cambridge, 1953.
- STUVEL, Geer. "The Grand Design of Macroeconomic Accounts", in *General Conference, VII*. IARIW. Tutzing, Germany. August, 1961.
- "A System of National and Domestic Accounts", *Economica*, August 1955.
- "The Use of National Accounts in Economic Analysis", in ed. Milton Gilbert and Richard Stone *Income and Wealth Series, IV*. IARIW. London, 1955.
- TASKIER, Charlotte E. *Input-Output Bibliography, 1955-1960*. Economic Research Project of Harvard University. UN. New York, 1961.
- THORN, Richard S. "Non bank Financial Intermediaries, Credit Expansion and Monetary Policy", *IMF*, Staff Papers, November 1958.
- TINBERGEN, Jan and SHOUTEN, D. B. J. "National Income Accounts as a Means of Currency Analysis" in *Income and Wealth*, IARIW, London, 1954.

- TOBIN, James. "Money, Capital and Other Stores of Value" *AER*, 1961.
- TRESS, R. C. "The diagrammatic Representation of National Income Flows", *Economica*, November 1948.
- TRIFFIN, Robert. "Esbozo General de un Análisis de las Series Estadísticas Monetarias y Bancarias de América Latina sobre Bases Comparables", en *Memoria*. Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas del Banco Central del Continente Americano. México, 1946.
- TOBIN, James. "Money, Capital and Other Stores of Value", *AER*, 1961.
- UN. "Measurement of National Income and the Construction of Social Accounts", Report of the Subcommittee of Statistical Experts, with the Appendix, "Definition and Measurement of the National Income and Related Totals", by Richard Stone, *Studies and Report on Statistical Methods*, 7. Geneve, 1947.
- Statistical Office of the Department of Economic and Social Affairs. "A System of National Accounts and Supporting Tables", Report Prepared by a Group of National Income Experts Appointed by the Secretary General, *Studies in Methods, Series F*, 2. New York, 1953.
 - Statistical Office of the Department of Economic and Social Affairs. "A System of National Accounts and Supporting Tables", *Studies in Methods, Series F*, 2, Rev. 1. New York, 1960.
 - Statistical Office of the Department of Economic and Social Affairs. *Yearbook of National Account Statistics*. New York.
- UN and IMF. "Joint UN-IMF Statement on Integrated Income and Financial Accounts", Prepared at the Request of the Expert Group on Statistics of the Conference of European Statisticians.
- United States. Board of Governors of the Federal Reserve System. *Annual Report*. Washington, 1934.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. *Flow-of-Funds in the United States, 1939-1953*. Washington, 1955.
 - National Income Division of the Department of Commerce. "National Income and Product Statistics of the United States, 1929-1946", in *National Income Supplement to Survey of Current Business*. Bureau of Foreign and Domestic Commerce of the United States Department of Commerce. Washington, 1947.
 - National Income Division of the Department of Commerce. "National Income and Product in the United States, 1929-1950", in *A Supplement to the Survey of Current Business. National Income, 1951 Edition*. Bureau of Foreign and Domestic Commerce of the United States Department of Commerce. Washington, 1951.
 - National Income Division of the Department of Commerce. "National Income 1954 Edition", in *A Supplement to the Survey of Current Business, National Income, 1954 Edition*. Bureau of Foreign and Domestic Commerce of the United States Department of Commerce. Washington, 1954.

RESEÑA DEL ANÁLISIS MACROFINANCIERO

- WARBURTON, Clark. "Financial Intermediaries", in *A Critique of the United States Income and Product Accounts, Studies in Income and Wealth, XXII*. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. New York, 1958.
- WICKER, E. R. "The Behavior of the Consumer Money Supply Since World War II", *JPE*, October 1961.
- YNTEMA, Dwight B. "National Income Originating in Financial Intermediaries", *Studies in Income and Wealth, X*. Conference on Research in Income and Wealth of the NBER. N. York, 1947.
- YNTEMA, Theodore O. (Chairman); HORWICH, George; WEILER, E. E.; HANDFIELD Jones, S. J.; BOULDING, K. E. "Flow of Funds Data as a tool of Economic Analysis" in American Statistical Association, of *Proceedings of the Business and Economics Statistics Section*. Washington, 1957.
- YOHE, William P. "The Derivation of Certain Financial Multipliers", *SEJ*, 1962.
- YOUNG Ralph A. "Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts" in "Recent Developments in Monetary Analysis" *IMF*, Staff Papers, February 1957.