



ARTÍCULOS

## El Crecimiento Financiero Argentino en los últimos Cuarenta Años

Aldo A. Arnaudo

Revista de Economía y Estadística, Tercera Época, Vol. 22, No. 1-2-3-4 (1979): 1º, 2º, 3º y 4º Trimestre (1979-1980-1981) (Vol. 22-23-24), pp. 9-47.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3735>



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](mailto:rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar)

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

### Cómo citar este documento:

Arnaudo, A. (1979). El Crecimiento Financiero Argentino en los Últimos Cuarenta Años. *Revista de Economía y Estadística*, Tercera Época, Vol. 22, No. 1-2-3-4: 1º, 2º, 3º y 4º Trimestre (1979-1980-1981) (Vol. 22-23-24), pp. 9-47.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3735>

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>

## EL CRECIMIENTO FINANCIERO ARGENTINO EN LOS ÚLTIMOS CUARENTA AÑOS \*

ALDO A. ARNAUDO

El objeto de la siguiente discusión será el crecimiento financiero experimentado por el país desde 1940. Contrariamente a la opinión que considera la experiencia argentina un caso anómalo en relación a lo acontecido en la generalidad de las naciones del mundo, la tesis central sostiene que si se evalúan correctamente los cambios institucionales producidos en el período y si se toman en cuenta las distorsiones sufridas por una economía inflacionaria debe llegarse a la conclusión contraria, a la de un crecimiento prolongado a pesar de las condiciones insatisfactorias vigentes en muchos años.

Las tres primeras secciones son de tipo teórico y están destinadas a justificar los criterios utilizados con posterioridad. Se estudian sucesivamente las vinculaciones entre el crecimiento económico y el crecimiento financiero con especial referencia a la polémica acerca del cual es el prerrequisito del otro (I), las dificultades interpretativas de las mediciones empíricas cuando las cifras son afectadas por el fenómeno de la inflación (II) y la importancia de la distinción entre activos monetarios y no monetarios (III). Su lectura será en gran parte familiar para el especialista en los temas de la evolución financiera moderna. En la cuarta sección se resumen los

\* Conferencia pronunciada el 6 de Mayo de 1981 en la Academia Nacional de Ciencias Económicas, en ocasión de su incorporación a la misma como miembro de número.

principios necesarios a tener en cuenta en el caso argentino. Luego de un detallado examen de los efectos económicos de los cambios legales ocurridos en la época (V), la evolución de los activos monetarios y los demás activos financieros es analizada en las tres secciones siguientes (VI, VII y VIII) para llegar a las conclusiones finales en la última. Estas, en esencia, son una confirmación de lo expresado al principio a manera de hipótesis.

## I

El desarrollo financiero de una economía ha sido considerado en el último cuarto de siglo como la "institucionalización del ahorro y la inversión", un proceso cuya evolución ha estado marcada por circunstancias temporales y espaciales de cada país. Desde hace tiempo, cuando las diferencias entre necesidades y disponibilidades de fondos por parte de las entidades empresarias y gubernamentales eran solventadas mediante colocaciones directas entre el público ahorrista, los activos financieros\* involucrados estaban constituidos por acciones y debentures de las firmas privadas y por títulos de la deuda pública. Con el rápido desarrollo del sistema bancario y posteriormente con el de un complejo mecanismo de intermediarios financieros los instrumentos anteriores han ido perdiendo participación en las tenencias de los ahorristas y han sido sustituidos por otros destinados a acercarse más a sus nuevas preferencias.

El concepto de activo financiero como deuda de los intermediarios bancarios y financieros incurrida para satisfacer cada vez mayores necesidades de fondos de los sectores privados y públicos es relativamente reciente. Su génesis mantiene la ambigüedad ini-

\* Es sabido que todo activo financiero implica la existencia de un pasivo financiero, siendo una intermediación pura incapaz de crear activos netos: unos serían los depósitos y colocaciones del público, los otros las deudas del sector privado y público. Aunque el análisis de los pasivos justifique por sí mismo una investigación particular, razones de extensión limitan el presente a los activos financieros. No obstante, algunas consideraciones son aplicables a ambos conceptos.

cial entre la parte que es reflejo de necesidades más altas impuestas por el crecimiento económico y la que es producto de meros cambios en las preferencias del público en disminuir sus tenencias de instrumentos tradicionales de deuda. Sólo en economías con muy reducido grado de desarrollo, donde ha sido inexistente o de características incipientes el proceso inicial directo de colocación de activos por parte de las propias entidades necesitadas de fondos, el crecimiento económico y crecimiento financiero pueden tener una correspondencia clara.

El desarrollo financiero indica tanto el grado de modernización alcanzado por una economía, pues la intermediación financiera ha sido un fenómeno reciente en los países más desarrollados, como la magnitud en que las unidades económicas acuden a fuentes eternas para obtener fondos. Puede bien ocurrir que un país muestre un avance en el orden financiero meramente sustitutivo de activos anteriores pero que la proporción de deuda contraída por las unidades económicas no haya cambiado, situación en la cual el crecimiento sería sólo aparente. En cambio, si las oportunidades de inversión exigieran acudir a una proporción creciente del ahorro de terceros, el indicador sería representativo de un fenómeno efectivo. Esta calificación es muy importante porque en la práctica las insuficiencias informativas no permiten separar adecuadamente uno de otro elemento.

Cuando las necesidades de fondos crecen proporcionalmente más que los propios recursos internos y los provenientes de la financiación directa de empresas (acciones y debentures) y Estado (títulos públicos), parece bastante lógica la aparición de un sistema financiero para contribuir a obtenerlos de los ahorristas. Esto puede ocurrir porque las tasas de rendimiento de los fondos propios son suficientemente altas respecto a las vigentes en el sistema financiero o porque el crecimiento económico exige inversiones por arriba de las que pueden financiarse con recursos comunes. En el segundo caso el crecimiento financiero resulta una consecuencia necesaria del crecimiento económico. Las necesidades de fondos de cada período son iguales a las inversiones realizadas menos los recursos netos

internos; éstos a su vez son iguales a la diferencia entre los recursos brutos totales (rendimiento del capital invertido) y los pagos por la deuda (activos financieros) acumulada hacia los intermediarios o el público a la tasa de interés vigente. Puede demostrarse que la tasa de crecimiento de los activos financieros (requerimientos de fondos de las unidades económicas) es igual a la tasa de interés más la relación entre el capital total y el ajeno multiplicada por la diferencia entre la tasa de crecimiento del capital y su tasa de rendimiento. Mientras mayor el crecimiento de una economía —y por consiguiente una alta tasa de crecimiento del capital, que es superior a la de aquélla— mayor la tasa de crecimiento de los activos financieros; también será mayor mientras menor la discrepancia entre la tasa de rendimiento del capital y la tasa de interés.

Hasta aquí se ha supuesto que el sistema financiero es meramente pasivo y se adapta a las necesidades del crecimiento económico y de su elevada tasa de formación de capital. Es más, se acepta en forma implícita que es capaz de extraer los fondos del sector ahorrista sin afectarlo en sustancia: dichos fondos se hubieran originado y canalizado de cualquier modo, sólo les ha dado una forma más cercana a las preferencias del público. Para una posición radical, éste es un punto de vista exageradamente limitado de las funciones del sistema financiero, el cual no sólo debe proporcionar oportunidades novedosas de colocación sino hacerlas tan atractivas que incentiven el aumento de la tasa de ahorro de la comunidad. Además, el funcionamiento eficiente del sistema financiero debería reducir las diferencias entre las tasas de interés y las tasas de rendimiento obtenidas por las empresas, y a más largo plazo reducir las primeras debido al mayor volumen de ahorros. El crecimiento de los activos financieros y una mayor aproximación entre las tasas de rendimiento e interés permitirían financiar un crecimiento más rápido del capital, vale decir una mayor tasa de crecimiento. El orden de causación anterior, del crecimiento económico al crecimiento financiero, se ha invertido y es ahora el crecimiento financiero el motor del crecimiento económico.

Siguiendo el argumento, un crecimiento económico inadecuado puede deberse a un crecimiento financiero insuficiente o a un sistema financiero pobre o ineficiente. El crecimiento financiero de muchos países ha estado inhibido por la existencia de tasas de interés fijadas a un nivel discrecionalmente bajo o por diferentes modos de represión financiera \*. Aquí el principio deja de ser descriptivo para hacerse prescriptivo y propone que las economías deseosas de superar esa parálisis o de crecer a una tasa más rápida deben promover el crecimiento financiero, eliminar las restricciones y fomentar un sistema de intermediación eficiente. Tal el núcleo de la teoría neoclásica tan publicitada en los últimos tiempos. La supuesta experiencia beneficiosa de estos principios en algunos países, especialmente en vías de desarrollo, aconsejaría su extensión a los demás.

## II

Independientemente de la relación postulada entre el crecimiento económico y el financiero, un análisis descriptivo empírico de la cuestión está pleno de dificultades. Hay acuerdo acerca de la medida del crecimiento económico, de las limitaciones de los indicadores y de los intentos para superarlas: la tasa de crecimiento del producto real o del producto real por persona es una magnitud aceptable, en ausencia de otra mejor, para analizar el proceso en el tiempo o a través de varios países. Su denominación de real requiere que se posean instrumentos adecuados para aislar el crecimiento

\* Represión financiera es un concepto complejo. Suele decirse que existe cuando la tasa nominal de interés es inapropiada para la tasa esperada de inflación y por consiguiente la tasa real resulta negativa. Como la tasa esperada de aumento de los precios es desconocida, sólo se sabe con certeza el curso efectivo de la tasa real. En consecuencia, de acuerdo a este criterio, puede haber tasas reguladas sin represión financiera o tasas libres y represión financiera. Aquí no se utilizará este concepto sino uno exclusivamente institucional según el grado de inhibición al sistema financiero por las disposiciones legales.

aparente producido por el solo hecho del aumento de los precios, en otros términos, de métodos de deflatación, condición generalmente cumplida.

No ocurre lo propio con los activos financieros. Por de pronto hay una dificultad inicial para determinar los activos a ser incluidos debido a la ausencia de un acuerdo convencional similar al de las cuentas nacionales del producto sobre la definición de los distintos rubros. Por ejemplo, debe decidirse si se tomará en cuenta un concepto estricto o una definición amplia comprensiva de activos que no se transan en el mercado financiero y tradicionalmente fueron fuentes de fondos (acciones, debentures, títulos, etc.). Superado este problema, resulta imposible intentar una tipificación, pues el sistema financiero adquiere peculiaridades propias en cada país y a lo más se lograrán reunir ciertas prácticas comunes de ahorro financiero. Finalmente, existe una zona limítrofe borrosa entre lo que es aceptado institucionalmente y lo que no lo es para, la cual no caben sino criterios discrecionales de inclusión o exclusión.

Los activos financieros son denominados en términos de los precios de los bienes que rigen en el momento de su emisión, a excepción de los valores ajustables que han adquirido relevancia en los últimos tiempos. Por consiguiente, si los bienes cambian de precio a través del tiempo, la acumulación de activos se realiza a valores reales fluctuantes.

En el caso de acumulación de bienes hay una relación estrecha entre los precios de los producidos en el pasado (eventualmente en un mercado de bienes usados) y los producidos en el presente, la cual se aplica para expresar aquéllos en valores homogéneos con los actuales (deflatación). No ocurre lo propio con los activos financieros cuyos valores se expresan de manera automática en términos de bienes presentes. Cuando los precios de los bienes no se mantienen fijos se presenta una dicotomía, por un lado la relación entre activos financieros y bienes que existía en el momento de su emisión, por otro la que existe actualmente. Por lo general se sigue el último criterio de homogeneización y los valores de los activos finan-

cieros acumulados se deflactan por los precios de los bienes en un momento determinado o se toman proporciones entre activos financieros y bienes a precios corrientes.

Lo anterior implica una conducta muy especial por parte de los poseedores de activos financieros. A diferencia de los tenedores de activos físicos que pueden suponer en el futuro una relación de precios estable (aunque no necesariamente constante) con los demás bienes, no ocurre lo propio con los de activos financieros. Los tenedores de activos financieros han tenido dos alternativas: previeron y aceptaron las variaciones en la relación de precios o la aceptaron como un impuesto imposible de evitar que no afecta su comportamiento, o bien no lo previeron. En el primer caso el deterioro del valor real de los activos acumulados es previsto y el procedimiento de deflatación es correcto, pues coinciden lo observado y lo deseado; en el segundo caso ello no ocurre. El punto es particularmente importante en una economía inflacionaria donde los agentes económicos no pueden dejar de prever, insatisfactoriamente si se quiere, un aumento sistemático de los precios de los bienes. En la hipótesis de expectativas imperfectas una combinación de las dos conductas hará que lo observado no refleje lo deseado, de modo que las cifras serán de dudosa interpretación y de gran incertidumbre las conclusiones prescriptivas.

Hechas estas consideraciones limitativas sobre la posibilidad de agregación de magnitudes financieras, el paso siguiente es determinar una medida apropiada del crecimiento financiero. En el supuesto más sencillo cuando los precios de los bienes permanecen constantes, es posible determinar el volumen real homogéneo de activos financieros en cada momento o el monto de las incorporaciones anuales (o periódicas). Si el crecimiento económico es representado por el crecimiento del producto real (igual al nominal bajo esta hipótesis) una magnitud repetida cada año, es lógico concluir que la comparación se haga con la incorporación también anual de activos financieros; el cociente entre la creación anual de activos financieros y el producto debería ser creciente a una tasa aproximadamente igual a la diferencia entre la de ambos. No obstante,



siendo los activos financieros una forma de canalización del ahorro, podría ocurrir que la tasa de crecimiento de los ahorros fuera superior a la del producto, e incluso a la de nuevos activos financieros, y entonces se tendría más bien un retroceso que un adelanto financiero. La constancia de la tasa de ahorro sobre el producto y la igualdad de sus tasas de crecimiento son presupuestos normalmente aceptados a largo plazo aunque no siempre en crecimientos económico rápidos. Con precios variables, magnitudes financieras acumuladas en términos nominales carecen de sentido, pero la homogeneidad se mantiene entre producto nominal y creación de activos financieros cada año.

La relación entre volumen acumulado de activos financieros y producto, de uso muy divulgado, aún bajo condiciones de constancia en los precios, trata magnitudes de dimensión distinta, una de stock y otra de flujo. Para uniformarlas, una medida del crecimiento alternativa a la del flujo de producto se hace indispensable para su aplicación a un stock acumulado de carácter físico. Si el producto es generado, entre otros elementos, por un capital físico en proporción no decreciente, su tasa de crecimiento puede sustituir la tasa de crecimiento del producto como medida del crecimiento económico. Siendo el crecimiento del producto, en particular del producto por persona, mayor que el crecimiento de la población y de la fuerza de trabajo, una parte del capital debe reemplazar a ésta y tener una tasa de crecimiento más alta que la del producto, por lo cual su tasa de crecimiento constituye una sobrevaloración de la de desarrollo económico.

La tasa de crecimiento del volumen acumulado de activos financieros y la del capital físico serían dos cifras comparables del crecimiento financiero y del económico, respectivamente, o bien el cociente entre ambas magnitudes marcaría la velocidad en que uno se aparta del otro. A pesar de su sencillez, una medida de esta naturaleza es impracticable en la generalidad de los casos por deficiencias informativas sobre el proceso de formación de capital físico. Este debe calcularse agregando periódicamente las adiciones netas que se realizan a través de la inversión, pero como la inversión

incluye creación de capital nuevo y reposición del existente es imprescindible una discriminación entre ambas. La ausencia de series de inversión neta no permite por lo común la construcción de series de capital físico.

La calidad, homogeneidad y comparabilidad de los indicadores es la primera dificultad para evaluar el proceso de crecimiento financiero de un país determinado y se hace mayor cuando intervienen muchos países y diferentes períodos. En una economía inflacionaria la relación más satisfactoria sería la simultánea entre la creación de nuevos activos financieros y los ahorros del período. Si las cifras de ahorro neto son desconocidas, las correspondientes a inversión bruta son un sustituto cercano en tanto el cociente entre inversión bruta y neta permanezca estable. Esta relación resultaría representativa del grado en que los ahorros de la comunidad se canalizan hacia el sistema financiero y permitiría estudiar este comportamiento a través del tiempo y en circunstancias económicas cambiantes. A pesar de no haber sido una medida muy utilizada, parece mucho más adecuada que otras de uso frecuente, y en especial es aplicable para confirmar la interpretación de la realidad financiera argentina que se intenta más adelante.

### III

La segunda dificultad en el análisis es más importante y reside en la definición misma de activos financieros, que incluye los activos monetarios o que pueden utilizarse como dinero. La teoría es bastante dispar pero converge en aceptar que la provisión de dinero, algo que puede hacerse con un ínfimo costo de recursos, es conducente al proceso productivo y al incremento del bienestar económico. La producción y distribución de bienes no podría llevarse a cabo sin este instrumento de las transacciones porque hay una relación deseable entre cantidad de dinero y volumen de bienes negociados cuya insuficiencia puede resentir el proceso económico.

Aún cuando para esta posición el dinero cumple sólo la función de facilitar las transacciones, no pueden extraerse conclusiones únicas acerca de su comportamiento sin hacer intervenir el grado de desarrollo de la economía. En un país atrasado con el grueso de sus operaciones realizadas fuera del mercado, la adopción de proporciones crecientes de dinero normalmente va acompañada por la incorporación de nuevos sectores y una tasa mayor de crecimiento económico. Una relación dinero-producto en aumento no sólo es representativa de un mayor crecimiento financiero sino también de un efectivo crecimiento económico. En una economía avanzada, donde las operaciones están totalmente monetizadas, no hay mayor razón para que la relación entre el stock de dinero y el producto vaya en aumento. Por el contrario, es más fácil pensar que tiendan a economizar dinero mediante un mejor aprovechamiento del mecanismo de transacciones y de pagos. Es más, si está sujeta a un ascenso rápido de los precios, este componente inflacionario impone un costo a los saldos en efectivo que tiende a reducir su tenencia. Un crecimiento de los activos monetarios respecto al producto no es necesario, ni representativo, ni indicativo del crecimiento financiero de una economía avanzada.

En el razonamiento anterior aparentemente se está violando el principio de homogeneidad dimensional entre la cantidad de dinero, que es un stock, y el producto, que es un flujo. Esa anomalía responde a las características del dinero, al menos en un ambiente de estabilidad de precios, que se mantiene a través del tiempo y puede ser utilizado en forma sucesiva en la transacción del producto. Así como una dotación dada de capital físico puede dar lugar a la generación de una corriente de producto neto a través del tiempo, una cantidad constante de activos monetarios permitiría su negociación en el mercado en todos los períodos. En ese sentido la función de transacciones es radicalmente distinta a la canalizadora de ahorros que se acumulaban con el paso de los años. La dualidad esencial de funciones lleva a la heterogeneidad de dimensiones y hace inconveniente el uso explícito o implícito de una medida común para ambas. Algunas posiciones extremas de la teoría de la demanda

de dinero borra los límites entre los activos monetarios y el resto de los activos financieros en razón de las estrechas relaciones de sustitución entre unos y otros desde el punto de vista del tenedor. No obstante la validez posible de este argumento para análisis monetarios o de otra naturaleza, es poco convincente para la teoría del crecimiento financiero y constituye una razón insuficiente para avalar la agregación de las dos funciones.

La génesis propiamente financiera de los activos monetarios tiene una explicación distinta. En una economía sencilla con sólo dos activos, moneda en circulación y depósitos a la vista, el proceso financiero conceptualmente se origina en la existencia de moneda emitida por la autoridad, una parte de la cual es llevada al sistema financiero, los bancos comerciales en este caso, y la cantidad de dinero multiplicada hasta el máximo impuesto por las reservas en efectivo y las preferencias del público entre circulante y depósitos. De ahí en adelante el crecimiento financiero es imposible sin un crecimiento de la emisión monetaria. Crecimiento financiero, crecimiento monetario y crecimiento de la cantidad de moneda son fenómenos paralelos. En una economía financieramente adelantada el público mantiene depósitos a la vista en el sistema bancario comercial y otros múltiples activos en una variada gama de instituciones. Como el requerimiento de efectivo de estos últimos es menor que el de los anteriores, el proceso de multiplicación de activos financieros es mayor; no obstante, por el requisito de reserva están atados a la emisión monetaria y habrán de aumentar cuando ésta lo haga. Crecimiento de la emisión monetaria, crecimiento de los activos monetarios y crecimiento financiero no son necesariamente uniformes. Por un lado, es posible un aumento de los activos financieros no monetarios aún cuando éstos permanezcan constantes si las condiciones económicas y los arreglos institucionales lo permiten; por otro, el efecto de un aumento de los activos monetarios sobre los activos financieros no monetarios no puede predecirse con seguridad sin conocer las preferencias del público.

## IV

La discusión anterior permite sentar las bases previas para un estudio de la evolución financiera argentina. Primero, Argentina no es un país incipiente al que se apliquen las reglas de monetización de economías atrasadas. Por el contrario, el grado de desarrollo financiero tempranamente alcanzado fue bastante alto: son frecuentes las referencias a que el mercado de capitales y el mercado financiero en la década del treinta mostraba una evolución comparable a la de América del Norte y los principales países de Europa. La creación de una autoridad monetaria centralizada —cualquiera hayan sido sus causas inmediatas— antes de la Segunda Guerra es una buena prueba adicional. Segundo, no debe esperarse necesariamente un paralelismo entre la evolución a través del tiempo de los activos monetarios y de los demás activos financieros. La proporción de aquéllos respecto a las variables reales puede disminuir si ocurren avances en las técnicas de las transacciones, en tanto que los otros aumentarán a medida que el sistema financiero se hace más complejo. Tercero, la presencia de inflación en una economía marginalmente indexada en materia de activos financieros vuelve incorrectas muchas deflataciones, a no ser que se supongan conductas poco plausibles por parte del público. Cuarto, debe haber una homogeneidad dimensional en las magnitudes indicativas del crecimiento financiero para reflejar su verdadera importancia. Por último, el marco institucional puede ser cambiante y, sin aceptar el extremo de que sea el único condicionante de la conducta individual, fomentar o restringir acciones que de otro modo hubieran ocurrido.

El antecedente empírico más sugestivo sobre el crecimiento financiero argentino se encuentra en un trabajo de Goldsmith sobre la evolución comparada de los sistemas financieros de distintos países en las dos décadas posteriores a la Segunda Guerra. Su tesis principal es que los países avanzados tienen índices absolutos de

desarrollo financiero más altos que los en vías de desarrollo, pero que estos últimos poseen un ritmo de crecimiento más rápido por lo cual es esperable una aproximación progresiva. Aún cuando verbalmente se acepta que Argentina sigue el patrón general, las cifras en apoyo de esta afirmación son ambiguas e indican una conducta anormal que ni la ubica entre los países desarrollados ni en vías de desarrollo ni en la transición de unos a otros. Tan desalentadora conclusión proviene del incumplimiento del segundo y tercer requisito mencionados en el párrafo anterior y de la observancia parcial del cuarto; tampoco se ha tenido en cuenta totalmente el quinto por la inclusión como comparables de cifras desde 1948 y desde 1957 cuando las condiciones institucionales eran distintas.

El crecimiento del volumen real de activos financieros en el período desde 1948 a 1967 es negativo, no obstante ser positivo para el conjunto de países y más rápido en los países en vías de desarrollo que en los desarrollados. No hay duda que este valor superficialmente atípico es debido al importante aumento de precios y no tiene mayor significado por representar la agregación de cantidades heterogéneas. Sin embargo, es compatible con activos monetarios en descenso por causa de la inflación o de otro motivo y activos financieros no monetarios creciendo a una tasa mayor que el aumento de precios. Bajo tales condiciones es debatible asegurar que el sistema financiero se halle en retraso. El promedio del incremento anual de activos financieros como proporción del producto nacional para el decenio 1958-1967, en cambio, tuvo valor del 12 % bastante por arriba del de los países desarrollados y un poco por debajo de los en vías de desarrollo. La combinación de ambas cifras muestra que el grado de generación de activos financieros fue aceptable, pero su acumulación erosionada por el proceso inflacionario.

El monto de activos financieros por unidad de producto para el año 1967, otra magnitud utilizada, adolece del defecto de heterogeneidad dimensional mencionado y refleja el deterioro inflacionario. Por esta segunda causa la cantidad nominal de activos financieros es aproximadamente igual a la del producto, una cifra muy por debajo de la de los países desarrollados e incluso de la

de los que están en vías de desarrollo. La inspección de los datos por tipo de institución muestra una proporción de activos del banco central, naturalmente de carácter monetario, similar a la de los demás países, siendo en comparación menor la de los demás activos; éstos están compuestos casi en forma exclusiva por activos del sistema bancario, sean comerciales, hipotecarios o de ahorro. En suma, se continúa con una evidencia poco satisfactoria, conclusiones sesgadas y cifras poco útiles para justificar la inclusión del crecimiento argentino en la regla general.

## V

Para intentar una interpretación de lo acontecido en el orden financiero argentino en los últimos cuarenta años —1940 ha sido elegido como año inicial por razones de disponibilidad informativa— debe partirse de un examen previo de las condiciones institucionales en que se desarrolló. Las sucesivas concepciones no sólo en el orden económico general, que no interesa discutir en esta oportunidad, sino en el específico del papel del sistema financiero fueron encontradas y en otros casos poco uniformes. La legislación trató de implementar esas concepciones: no hay empero una completa simultaneidad entre la aceptación de un principio por las autoridades gubernamentales y su puesta en práctica por medio de una disposición prescriptiva determinada, de modo que la discrepancia temporal entre ambas debe tenerse en cuenta. Más importante que eso, la legislación intenta moldear la realidad pero en contadas instancias lo logra de manera total pues una parte variable de la conducta económica escapa a los meros arreglos institucionales. En el caso argentino, 1935, 1946, 1957, 1969, 1973 y 1977 marcan los hitos de reformas financieras que signan el comportamiento en los años siguientes.

En 1935 nace el Banco Central de la República Argentina a causa de las dificultades que el sistema bancario había venido experimentando desde fines de la década anterior, dando respuesta

a una cuestión largamente debatida en los países más adelantados que había llevado a la creación o reestructuración de funciones de entidades centrales bancarias. Tareas monetarias hasta entonces dispersas fueron centralizadas en la nueva entidad. Ninguna acción sobre el mercado financiero fue su propósito fundamental, sin embargo, la Ley de Bancos sancionada simultáneamente sacó a estas instituciones, por primera vez, de la legislación común para establecerles disposiciones propias. Les reservó la exclusividad de las actividades bancarias, a cambio de constituir el primer antecedente regulatorio de la intermediación financiera. En el futuro este principio de regular toda entidad que incurriere en el mercado financiero o desarrolle funciones sustitutas será una constante a través de los distintos regímenes.

La definición como depósitos a la vista de aquéllos con plazo inferior a 30 días —que suena bastante extraña a los ojos del lector actual— y como depósitos a plazo de los restantes, incluidos los de ahorro, establecida por la Ley de Bancos se transformó en el primer paso para institucionalizar los activos originados en el sistema financiero argentino. La posibilidad de reeditar intereses por parte de los depósitos a la vista, tres puntos por debajo de la tasa mínima de redescuento, y el privilegio de pago acordado a los depósitos de ahorro inferiores a cierto monto son precedentes tempranos de dos problemas que aún mantienen su actualidad, el pago de intereses a los saldos de las cuentas movilizables por cheque y la garantía de los depósitos. Se mantuvieron aparte, dado el carácter no típicamente financiero, otras colocaciones (seguros de vida, operaciones de sociedades de capitalización, etc.), así como las acciones y debentures privados. Los títulos públicos, cuyo mercado no sufrió alteraciones institucionales, siguieron siendo un sustituto cercano de las colocaciones bancarias y constituyeron con éstas la porción sustancial de los activos financieros.

Las leyes sancionadas en 1946 inician una reforma profunda a los principios de 1935, que en forma implícita habían confirmado la libre iniciativa de las entidades bancarias, y su aplicación se irá profundizando hasta adquirir completa concreción en 1949. Al mar-



gen que el grado de intervención del Estado alcanzó su máximo en esos años, la posición un tanto precavida contra el sistema financiero era compartida, no por todos desde luego, tanto por posiciones estatistas como liberales. Para algunos círculos académicos durante el período interbélico las variaciones en la actividad económica real eran causadas por fluctuaciones amplificadas de la actividad financiera, producto a su vez, de la conducta procíclica de las empresas bancarias que tenían la facultad de expandir o reducir el crédito al sector privado y el volumen de activos financieros. La recomendación consiguiente era eliminar dicha facultad impidiendo al sistema bancario hacer préstamos con los depósitos recibidos, que se mantendrían como reserva en su totalidad (reserva cien por ciento). Además, el privilegio bancario de recibir depósitos y conceder créditos generaba una ganancia especial, la cual no podía sino provenir de una concesión especialísima bajo severas condiciones de vigilancia y contralor.

Esta argumentación sirvió para establecer por el Decreto-Ley N° 11.554 y su complementario N° 14.962 la recepción de los depósitos bancarios por cuenta del Banco Central y su garantía por la Nación. La disposición creando el privilegio de cobro en caso de falencia contenida en la Ley de 1935 se consideró inadecuada para la importancia social del ahorro e insuficiente para prevenir su volatilidad en caso de crisis, además que la diferencia entre las instituciones oficiales y privadas resultaba inequitativa. A pesar del cambio de filosofía económica, el depositante tenía ahora un activo financiero de características iguales a las anteriores, mejoradas por la garantía establecida. Al inclinarse por la estatización de los depósitos y no por la nacionalización de las instituciones, las empresas bancarias retuvieron la responsabilidad de actuar ante el depositante como agentes de la entidad central en la atención y trato de la clientela.

Si la traslación de los principios teóricos a su implementación práctica en lo sustancial repetía lo existente con el grueso de los depósitos bancarios no ocurría lo propio con los activos financieros no bancarios. Se aceptaba que en el proceso de financiación a largo

plazo, distinto de las operaciones de evolución normales de los bancos comerciales, se haría con depósitos de otro tipo y con créditos de otra naturaleza que no desestabilizarían el mercado. Se minimizó la importancia de los depósitos bancarios a plazo, que de acuerdo a las declaraciones oficiales, se mantenían por razones de seguridad y no de lucro, y su rendimiento real pronto se hizo fuertemente negativo. En definitiva, las ideas sobre la naturaleza y mecanismos de creación de los activos financieros no monetarios fueron bastante poco claras, quizás por el énfasis en las funciones de la banca comercial a corto plazo.

Por esta misma causa no se hizo previsión alguna sobre el destino de los fondos provenientes del rescate contemporáneo de la casi totalidad de los títulos de la deuda pública y cédulas hipotecarias. Esta operación habría de traer un exceso de liquidez imposible de absorber en menos de uno o dos años, en su mayoría a través del aumento del consumo. La cancelación de las cédulas hipotecarias, una forma tradicional de ahorro financiero, no fue reemplazada por la creación de activos sustitutos pues el Banco Hipotecario Nacional no obtendría ya sus fondos del público sino por medio del redescuento. La eliminación de las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y de las compañías de capitalización se inspiró en la misma regla. Es probable que la captación de ahorros financieros no monetarios se haya pensado canalizar por las cuentas especiales para participación en valores mobiliarios en el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias. Si así hubiera sido, la realidad demostraría que esa tarea estaba más allá de sus medios y de la costumbre de los ahorristas. Por otro lado, la caída de las actividades del mercado de títulos y debentures privados por efecto de la inflación y la obtención por las empresas de fondos bancarios subsidiados volvieron imposible ese propósito.

Relacionada con la evolución del sistema financiero, la expansión del régimen jubilatorio a amplios sectores del trabajo (comercio, industria, etc.) tiene efectos sobre el ahorro privado, aunque difíciles de evaluar empíricamente. La seguridad de una corriente de ingresos al momento del retiro de la actividad productiva trae

una disminución de la necesidad de acumular activos, financieros entre otros, para esa eventualidad: el coeficiente de ahorro debe tender a reducirse. Por otro lado, las recaudaciones bajo la forma de aportes patronales y personales en los últimos años de la década del cuarenta y primeros de la del cincuenta fue sustancialmente superior al monto de los beneficios acordados, creando un flujo de fondos que compensó el déficit del resto del sector público. Este aumento del ahorro del Gobierno por una mayor imposición no sólo creó la posibilidad de un nivel más elevado de gasto público con un presupuesto equilibrado, sino probablemente liberó fondos para transferirlos al sector privado por medio del sistema bancario.

En 1957 el sistema es cambiado sobre la base de una filosofía contraria y para retrotraerlo a las grandes líneas anteriores a 1946. Los principios de libertad de acción de las entidades financieras fueron restituidos; sin embargo, no se reglamentó otra actividad que la bancaria comercial, reconociéndose que a las otras entidades financieras la autoridad monetaria en caso necesario exigiría su encuadramiento en las pautas de política monetaria. Las disposiciones sobre depósitos bancarios establecieron ciertas modalidades de importancia. Primero, se cambió la definición de depósitos a la vista —ahora, los que son retirables por cheque— y a plazo, variando los conceptos de la Ley de 1935 y especificándolos en forma concreta a diferencia de 1946 cuando quedaron sujetos a las decisiones de la autoridad monetaria central. Segundo, se estableció que el interés que reeditarán seguiría determinado por el Banco Central, continuando así la tradicional política regulatoria. Tercero, como la garantía estatal de los depósitos de 1946 constituía un avance difícil de dejar de lado, se siguió un procedimiento económicamente equivalente, el adelanto de fondos por parte de la autoridad monetaria para satisfacer los de las entidades bancarias imposibilitadas de hacerlo.

El decenio posterior a las reformas de 1957, más por las condiciones de libertad vigentes y por las necesidades económicas que por la letra de la ley, es testigo del mayor crecimiento en el número de instituciones y variedad de activos financieros experimen-

tados en la historia argentina. La inflación persistente que exigía tasas nominales de interés flexibles y los requerimientos crediticios de la producción y demanda de automotores y otros bienes durables de consumo no servidas por el sistema bancario fueron dos factores esenciales explicativos de la aparición de entidades financieras no bancarias. Compañías de ahorro y préstamo para la vivienda, compañías financieras, cooperativas de crédito, mercado de aceptaciones, depósitos en moneda extranjera, nueva operatoria hipotecaria de la institución oficial, etc., tienen su nacimiento o desarrollo en este lapso.

La autoridad económica, ante esta nueva realidad, reaccionó con disposiciones parciales o aisladas tendientes a someterla a las reglas generales de política monetaria. Recién la ley de entidades financieras de 1969 marca otro hito institucional en la materia: todas las actividades financieras, incluidas las de la banca comercial, son reglamentadas por un solo cuerpo legal que establece los activos y operaciones de crédito o financiación permitidas a las varias categorías de intermediarios. Es más, con un propósito quizás docente y proyectivo, se definen instituciones y operaciones inéditas. El principio de especialización del sistema financiero le sirve de sustento pues cada grupo de entidades se supone realiza actividades separables. La definición legal y la garantía de recuero es distinta para cada activo financiero pero la tasa de interés es un factor común que lleva a la sustitución entre sí y a una segmentación del mercado menos aguda de lo que la norma jurídica indicaría.

El principio de fijación de intereses se mantuvo para el sistema bancario y se extendió al resto del sistema financiero, creando diferenciales de acuerdo a la categoría del recipiente y el plazo de las operaciones. La excepción a la administración de tasas de interés estuvo constituida por las aceptaciones, cuyo mercado libre fue reglamentado en 1971 limitándolo a bancos y compañías financieras y exigiendo el registro, el aval y otros requisitos sin alterar ese carácter. Con el tiempo constituiría una porción significativa del mercado financiero. En materia de garantía se repitió la de 1957, limitada a

los depósitos bancarios. Recién en 1971 ella se extendió a todo el ámbito financiero mediante la creación de un fondo administrado por el Banco Central con aporte de las entidades participantes. En la realidad sus previsiones no llegaron a implementarse porque las reformas de 1973 lo hicieron innecesario.

Desde el punto de vista de los tenedores de activos financieros, la modificación de 1973 no introdujo cambio significativo alguno, a no ser el económicamente irrelevante de establecer la garantía estatal de los depósitos. En esencia se mantuvo la ley de entidades financieras de 1969 con modificaciones epidérmicas así como la división del mercado financiero entre una parte regulada para la mayoría de las actividades y una parte libre formada por el mercado de aceptaciones. Aunque tampoco la reforma de 1973 fue radical en otros aspectos, la imposibilidad de volver a la década del cuarenta se reconoció implícitamente y su inspiración ideológica resultó más que nada discursiva, al margen del grado de convencimiento de sus autores al respecto. Hubiera sido irrealista reproducir las condiciones de ese entonces, máxime con los desarrollos experimentados a fines de los cincuenta y sesenta, e imponer en forma autoritaria un mercado fuertemente regulado sin causar una traslación de fondos desde los institucionalmente vigentes hacia los marginales.

A pesar de que habría podido esperarse lo contrario, desde 1973 se reconoció enseguida el límite de lo posible y así se procedió en la práctica, especialmente como consecuencia de la explosión inflacionaria de 1975. No sólo se reglamentó una nueva forma de activo financiero con la implementación de los certificados de depósito y se aceptó la gran preponderancia de los activos indexados, sino que se dieron pasos hacia una extensión de los mercados donde regía una tasa libre de interés. Al tradicional mercado de aceptaciones se le agregó el de certificados de depósitos, reduciéndose los plazos, con lo cual las tasas nominales de interés se hicieron más flexibles.

De todos modos es el antecedente inmediato de la política seguida por las nuevas autoridades desde 1976, quienes congelaron la parte regulada del mercado en "términos nominales y ampliaron progresivamente la parte libre hasta su completa extensión a mediados de 1977.

En esta misma fecha se pone en vigencia una modificación legal del sistema financiero, un hecho completamente independiente de la libertad en la fijación de las tasas de interés. El principio de segmentación de los mercados financieros consagrado por la Ley de 1969 fue reemplazado en la práctica por el de universalidad al consagrar la preponderancia de las entidades bancarias comerciales y autorizarlas para la realización de toda clase de transacciones. El flujo interfinanciero de fondos previsto por la primera para solucionar las discrepancias entre las preferencias del público en el plazo de los depósitos y los requerimientos de los usuarios de crédito es ahora fundamentalmente un proceso interno de equilibrio para cada institución entre sus activos y pasivos. La reducción del mercado financiero a un solo tipo de activo en cuanto a características y plazo y las vicisitudes del régimen de garantía son suficientemente conocidos para merecer consideración.

## VI

Los elementos institucionales antes descriptos y la discusión teórica precedente permiten sustentar la hipótesis central a desarrollar: Argentina es un país financieramente avanzado donde puede esperarse un comportamiento ambiguo del agregado de activos monetarios y no monetarios. En una economía donde los activos monetarios son una proporción pequeña del total, su disminución relativa por mejoras técnicas en el mecanismo de pagos es menor que el aumento de los no monetarios paralelo al crecimiento financiero, de modo que crece el conjunto. En cambio, en donde los activos monetarios son importantes y las economías en el proceso de transacciones son crecientes con el tiempo, la disminución podrá ser o no compensada por el aumento de los activos no monetarios. La consideración separada de estos aspectos aparece entonces como presupuesto básico.

El aumento de precios influye en forma diferente sobre los activos monetarios y no monetarios. Los activos monetarios, si bien por

esa causa tienen un rendimiento implícito negativo que tiende a reducirlos, están acotados en su disminución por requerimientos técnicos para las transacciones. El efecto desalentador de la inflación debe ser reducido o moderado. La inflación es también un componente negativo de importancia en la tasa real de interés que tiende a reducir las tenencias de los demás activos financieros, mantenidos entre otras razones por su rentabilidad, cuando las tasas nominales son administradas a niveles inferiores a la tasa esperada de cambio en los precios. La elasticidad inflación de las tenencias de activo no monetarios, en consecuencia, debería ser mayor (en valor absoluto) que la de los monetarios. Si los aumentos esperados en los precios acompañan los efectivos en forma muy estrecha, las variaciones de la incorporación de nuevos activos sería fluctuante en un período con una inflación muy cambiante; en cambio, si las expectativas demoran bastante en modificarse o el efecto es módico, los activos tendrán un comportamiento estable. En resumen, una respuesta definitiva requiere el examen de la experiencia concreta de cada país.

## VII

La conducta de los activos monetarios debe ser considerada por medio de la relación entre este stock y el flujo de transacciones asociadas con el producto nacional. Fuera de la inflación que induce a economizar la posesión de dinero, todo aumento de precios llevará a aumentar las tenencias nominales para mantener la cantidad real anterior. Por esta circunstancia es justificable analizar el cociente entre cantidad nominal de dinero y producto a precios corrientes, o su inversa, que es la denominada velocidad ingreso del dinero. La elección de este cociente se aparta de los estudios convencionales sobre la demanda de dinero, donde la variable explicativa es el producto nacional. En una economía inflacionaria, el uso del producto lleva a dos alternativas, o bien se deflactan ambas series para referirse a los valores reales, en cuyo caso cuando se usa el mismo índice sólo se trata de especificaciones diferentes, o bien se incluye el producto nominal y

los precios, en cuyo caso una velocidad constante supone una elasticidad unitaria a los cambios en los precios. Si la adaptación de los activos monetarios a los cambios en los precios es rápida, la utilización de la variable velocidad es realista.

El cociente de activos monetarios a producto nominal, con algunas alternativas, experimentó un aumento sostenido desde 1940 hasta mediados de la década del cincuenta pasando de una relación cercana al 20% a una poco superior al 30%; de ahí en adelante se redujo sistemáticamente por debajo de los valores iniciales hasta los últimos años, de inflación muy alta, cuando lo hizo aún más llegando a ser la tercera parte de los valores máximos. La explicación de estas tendencias puede hacerse en términos de dos factores, la distribución de los activos monetarios entre moneda en circulación y depósitos a la vista, por un lado, y la evolución de la técnica de los pagos, reflejada por la velocidad de rotación de los depósitos bancarios, por otro.

Si bien las tendencias crecientes o decrecientes guardan uniformidad en la dirección, está bastante lejos del paralelismo la evolución del circulante y los depósitos a la vista respecto al producto. El período de aumento de ambas relaciones muestra dos comportamientos bien definidos: hasta alrededor de 1947 el ritmo de crecimiento correspondiente a cada activo es bastante similar, pero desde entonces el del circulante lo hace muy rápidamente incluso en presencia de una velocidad ingreso de los depósitos a la vista en alza. La política restrictiva para las instituciones bancarias seguida desde 1946 debe haber limitado el crecimiento natural de los depósitos a la vista. Por el contrario, no podía ocurrir lo mismo con el circulante, que además de no ser regimentado se benefició con las cantidades que de otro modo hubieran ido a engrosar los depósitos a la vista.

El aumento de la relación global de activos monetarios a producto fue debida a las condiciones económicas de la postguerra que crearon un flujo adicional de liquidez proveniente de la falta de pago inmediato a las exportaciones primero, y a una modificación del sistema financiero que lo hizo descansar en la autoridad monetaria después. En cambio el crecimiento relativo del circulante fue una causa asignable a la represión financiera. Si la sustitución de circu-



lante por depósitos a la vista es un índice de un sistema de transacciones más avanzado, obviamente la reforma de 1946 trajo un retroceso pronunciado. La inflación debería haber movido la relación entre activos y producto hacia abajo, pero el incremento indeseado de liquidez la fuerza en sentido contrario, por lo cual no se observa indicio de efecto inflacionario alguno. En consecuencia, en este período las alzas de precios fueron inoperantes sobre las tenencias de activos monetarios y nula la elasticidad inflación, el supuesto extremo al respecto.

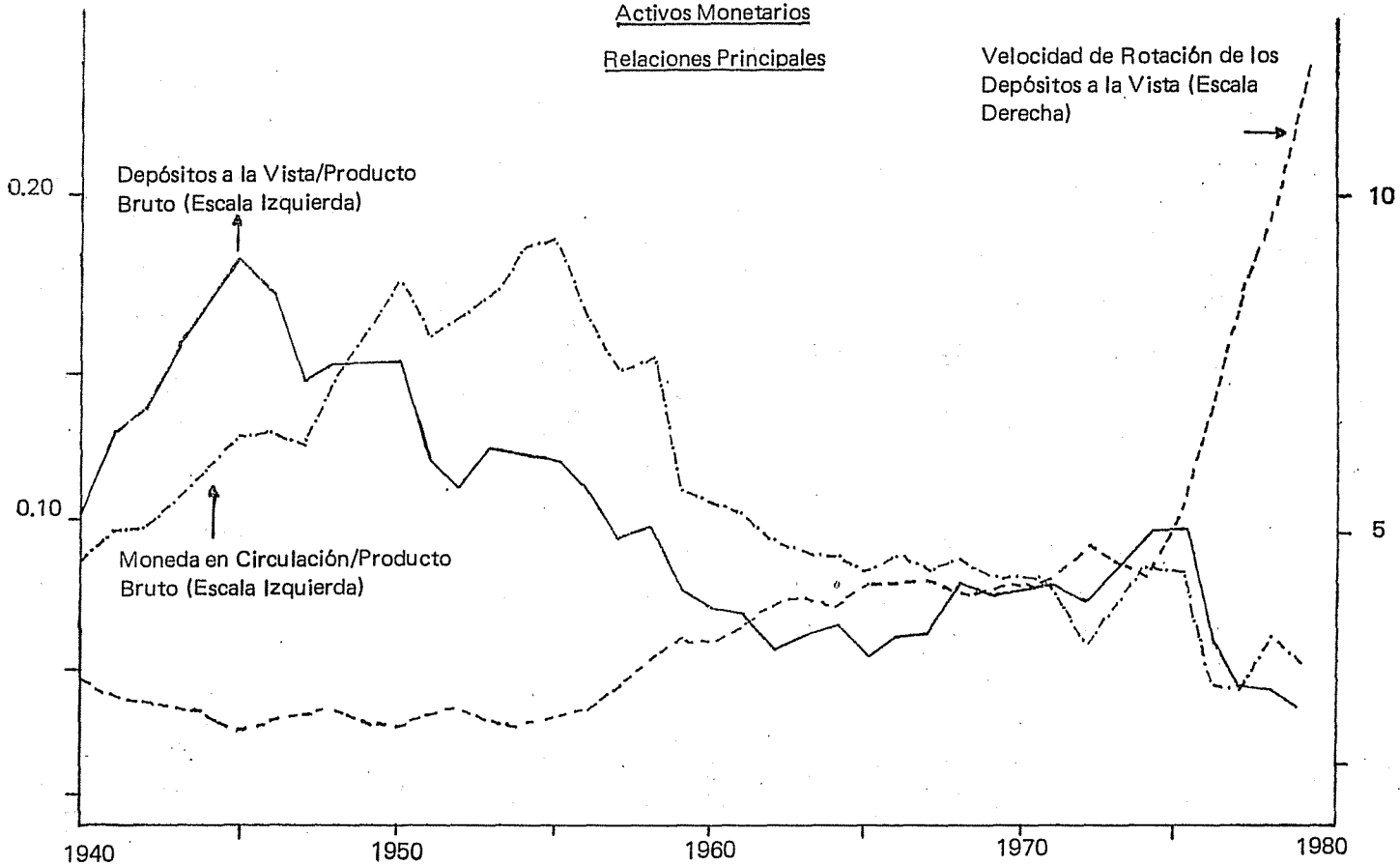
La conclusión queda parcialmente corroborada mediante el examen del comportamiento de la velocidad de rotación de los depósitos a la vista, que muestra una tendencia suavemente decreciente hasta mediados de la década del cincuenta. No sólo no hay una mayor utilización de los pagos con cheques y una mejora del mecanismo de transacciones económicas, sino que se reafirma la observación sobre el flujo extraordinario de liquidez mencionado antes. Todavía más, es posible que los valores de la velocidad de rotación de los depósitos estén sobrestimados con respecto a los que hubieran existido antes de 1946 pues el denominador está compuesto por los saldos medios de las cuentas más lo importes no usados de adelantos en cuentas corrientes, y esta forma de crédito se hizo menos frecuente desde entonces.

En el segundo subperíodo que se extiende desde el segundo quinquenio de los años cincuenta, la disminución de la relación activos monetarios producto es sistemática y llega a su límite inferior en los años altamente inflacionarios de fines de la década del setenta. La disminución se opera en ambos componentes de los activos monetarios, circulante y depósitos a la vista, siendo más acentuada en los primeros. Como el sistema ya no tuvo liquidez en exceso, presumiblemente una parte de la disminución es debida a una adaptación de los valores reales a los deseados. Otra puede explicarse por el marco inflacionario luego de un largo período de permanencia de este proceso. Si se comparan las variaciones en las tenencias con las alternativas de los precios no surge correspondencia alguna, incluso teniendo en cuenta los retardos esperables. La inflación se

Activos Monetarios

Relaciones Principales

Velocidad de Rotación de los  
Depósitos a la Vista (Escala  
Derecha)



moderó, a veces a valores relativamente bajos, o se aceleró, y esta fluctuación no tuvo efectos inmediatos sobre la relación, que en general siempre fue en baja. No obstante, no es descartable que una experiencia recurrente de aumentos de precios o una tasa inflacionaria de largo plazo, independiente de estabilizaciones efímeras, haya sido un elemento psicológico determinante. La hipótesis es lo suficiente difícil de probar para insistir exageradamente en ella.

Lo que ocurre, sí, es un mejoramiento sustancial del mecanismo de pagos entendido por el incremento de la velocidad de rotación de los depósitos en varias veces su valor. Aunque ni el cociente activos monetarios producto es la velocidad ingreso propiamente dicha ni la velocidad de rotación de los depósitos una manifestación completa de la velocidad transacciones, la discrepancia entre los valores teóricos respectivos está determinada por el número de etapas del proceso productivo, siendo proporcionales si este factor no se altera. Puede explicarse entonces sólo parcialmente tal aumento por la disminución de las transacciones en efectivo coetánea con la reducción de los saldos reales. Por otro lado, tampoco agregan mucho las influencias de la inflación sobre la velocidad de rotación, que son obviamente las mismas discutidas con anterioridad.

Concedida la debilidad de las explicaciones anteriores, el grado de operabilidad bancaria es un posible factor alternativo. En forma aproximada, hasta mediados de los años cincuenta la creación de casas bancarias se había producido a una tasa cercana al 2% anual —un poco por arriba en el período anterior a 1946— no muy distinta a la del crecimiento del producto real por habitante. De ahí en adelante esta tasa aumenta varias veces por las condiciones financieras más liberales y se incentiva paralelamente el uso del cheque como medio de pago. Es peligroso concluir que la mayor disponibilidad bancaria física haya llevado a la generalización de tal instrumento, o también la hipótesis inversa, pero en todo caso hay una asociación notoria. Admitiendo el supuesto de que la represión financiera había impedido el perfeccionamiento del mecanismo de pagos, un hecho merece tenerse en cuenta. Hay un límite máximo de la velocidad de rotación luego del cual la mayor facilidad bancaria no habrá de traer

sino transacciones adicionales superfluas. Un indicio de que este límite está casi agotado, o excedido, es la comparación de esta medida con su similar norteamericana: la relación allí entre cheques emitidos y volumen medio de las cuentas es cuatro veces, mientras que en Argentina subió de la mitad de ese valor a mediados del cincuenta a uno similar quince años después habiéndose casi triplicado en los años inflacionarios de finales del setenta.

En pocas palabras, la reducción del volumen de activos monetarios respecto al producto que se opera desde mediados del cincuenta es debida primordialmente al mejoramiento del mecanismo de pagos, en el cual no han influido directamente factores de índole económica. Los elementos institucionales que reprimieron la actividad financiera en los diez años posteriores a 1946 contribuyen a explicar en parte el suave decrecimiento anterior a esa fecha así como lo acontecido con posterioridad. Las condiciones inflacionarias generales quizás pueden haber tenido alguna influencia sobre esta conducta del público antes que la variación concreta de los precios.

## VIII

El comportamiento financiero en materia de tenencias de activos no monetarios es más complejo; responde, como se ha expresado, a elementos diferentes a los transactorios de los activos monetarios y razones de ahorro sustituyen a las de pagos. Dos problemas exigen consideración separada y sucesiva; por un lado, la evolución a través del tiempo, por otro, su composición según las formas o clases posibles. Mientras la composición de los activos por categorías podría postularse que es independiente del monto total o viceversa, resulta improbable tal afirmación cuando tienen regulaciones distintas en materia de tasas nominales de interés o de ajuste de valor al ritmo de crecimiento del precio de los bienes.

Para abordar el primer problema, en la imposibilidad de considerar la tasa de crecimiento de los activos financieros por la erosión inflacionaria que sufre el denominador, debe recurrirse a una rela-

ción entre su crecimiento anual y alguna variable del sector real puesta también en términos nominales. El candidato más lógico como pauta de comparación son los ahorros del sector familias. La eliminación del sector empresas se justifica por el hecho de que los fondos excedentes son mantenidos para financiar la inversión nueva o de reposición y además porque normalmente el sector es un deudor neto de activos financieros. En la misma situación está el sector gubernamental. Más discutible es determinar si deben considerarse los ahorros familiares brutos o netos. Como no suelen computarse depreciaciones para las viviendas y otros bienes durables de consumo, ni sus tenedores hacen reservas para esta eventualidad, la cuestión no es importante en la práctica o en todo caso la solución debería inclinarse por la primera alternativa. En Argentina no existen estadísticas completas sobre el ahorro familiar y puede discreparse sobre las cifras netas, por lo cual es aconsejable tomar las correspondientes a inversión bruta y hacer los ajustes necesarios por consumo de capital.

Al margen del significado de la relación entre el incremento de los activos y los montos de la inversión, el grado de variabilidad de la última es mayor que la del producto. Si de acuerdo a un postulado keynesiano hay una asociación explicativa del segundo por la primera, una vinculación entre activos y producto es más estable que entre activos e inversión. Por consiguiente este movimiento estable a largo plazo es más representativo de la conducta que decisiones financieras a corto plazo no siempre en equilibrio con una inversión errática. En la realidad las conclusiones logradas con ambos indicadores son corroborativas y sólo una discrepancia no asignable a la variabilidad de la inversión debe llamar a ser precavidos. Otro tanto puede decirse respecto a las diferencias entre valores brutos y netos de amortizaciones de capital.

Antes de entrar en el acontecer concreto de los activos no monetarios vale la pena responder al interrogante común del observador extranjero sobre si el ahorro financiero es posible en el mundo de inflación, tasas nominales administradas y remuneración real negativa. Difícilmente pueda racionalizarse dicha conducta por la

estrechez de las expectativas hacia una subvaluación permanente del aumento de precios: es posible aceptarla en una inflación no anticipada pero difícil de admitir en un largo contexto inflacionario. La experiencia argentina muestra nomás una tasa de ahorro financiero positivo en contrapartida de una remuneración negativa; no obstante, es arriesgado extenderla a toda circunstancia y lugar. No pueden descartarse, en cambio, como elementos explicativos la aceptación tácita de un impuesto sobre el ahorro financiero, el tamaño individual insuficiente para una inversión alternativa y la dificultad práctica casi insuperable del acceso a colocaciones externas. Cuando el mercado se hizo más libre o se instrumentaron mecanismos de indexación, el ahorro no fue insensible al rendimiento y la inelasticidad mencionada queda constreñida a una porción de los activos.

Una cierta uniformación de valores en los últimos cuarenta años exige un tratamiento especial de un acontecimiento peculiar cual es el rescate de títulos públicos efectuado en 1946. Con anterioridad a la política inaugurada en la segunda mitad de la década del cuarenta los títulos públicos constituían una forma importante de ahorro, característica que habrían de perder y recuperar sólo en época reciente. Para los hábitos de hoy parecería poco justificado poner títulos públicos con valor y renta fijas —y sus bastante similares cédulas hipotecarias— junto a los demás activos financieros no monetarios. Arbitraria como cualquier definición concreta de activo financiero, ciertamente la sustituibilidad respecto a los de las entidades financieras es sólido argumento para su inclusión. La eliminación de los fondos públicos cerró una fuente de colocación de activos financieros, situación que tardó por lo menos varios años en estabilizarse, que distorsiona todas las cifras y que conviene ser eliminada de las comparaciones, e impuso un cambio en las costumbres del ahorrista tan evidente como difícil de evaluar.

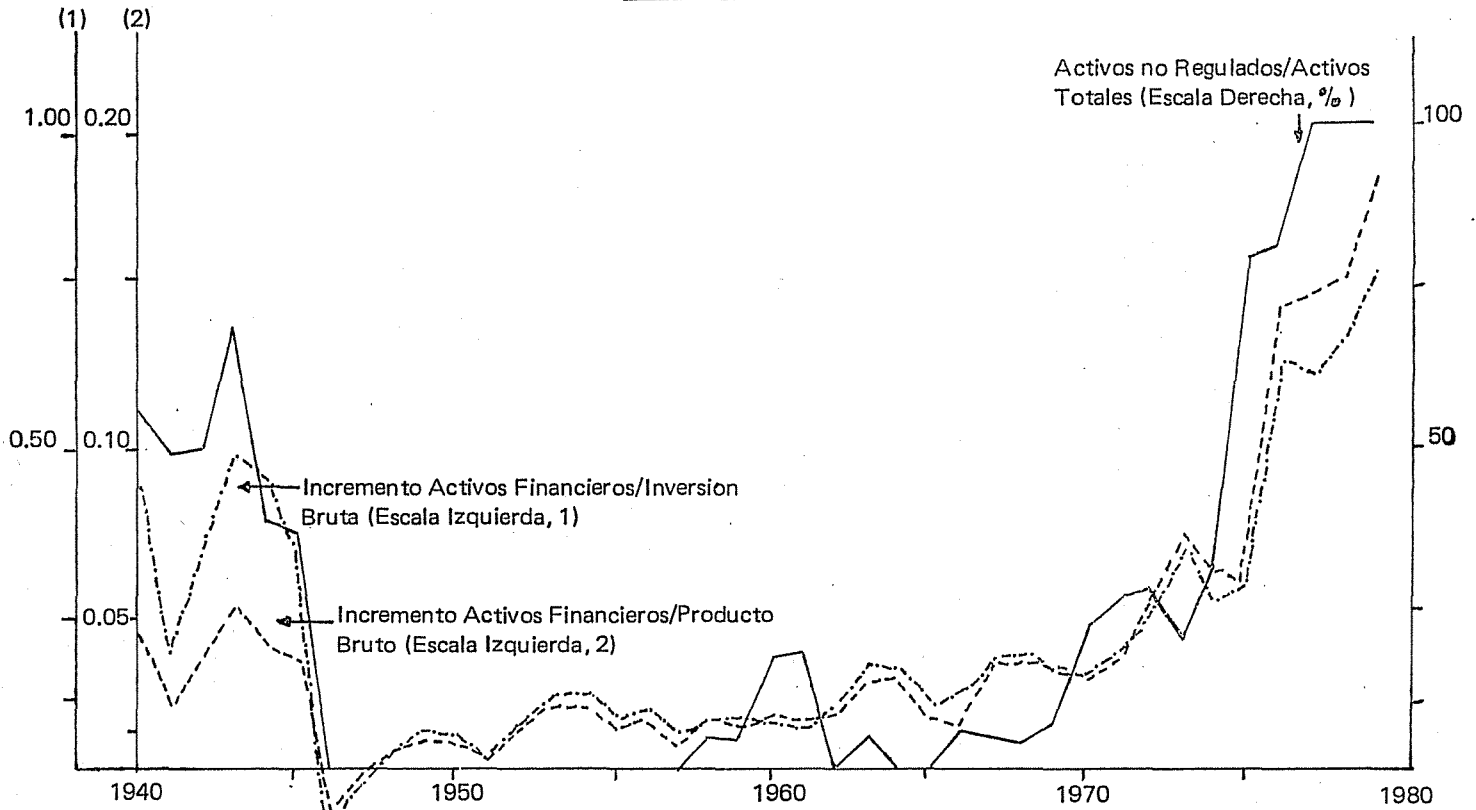
Tres períodos son discernibles. El primero, anterior a 1946; el segundo, luego del hecho antes relatado, desde fines del cuarenta a fines del sesenta —aun cuando algunas tendencias de los últimos años se asemejan a las del siguiente—, y por último, la década del

setenta. A grandes rasgos, la relación incremento anual en los activos financieros a producto bruto (o medidas alternativas) vigente en el primero se reduce a menos de la mitad en el siguiente y tiene un movimiento de franco ascenso en el tercero cuando comienza a hacerse efectiva la progresiva liberalización en las tasas de interés. La brusca caída del primer al segundo período es debida en esencia al rescate de títulos públicos y cédulas hipotecarias, sustituidas estas últimas por recursos directos de la autoridad monetaria. Eso creó tanto una suerte de desconfianza sobre la seguridad de los compromisos formales de la administración pública, mucho más importante que la erosión inflacionaria que vendría después, cuanto la imposibilidad en el corto plazo de recurrir a activos sustitutos. Como ya se expresó, las previsiones estrictamente financieras de la legislación de 1946 eran irrealistas e incapaces de restaurar una conducta del público similar a la anterior. Privados de alternativas satisfactorias, los ahorristas debieron dejar de ser tales y convertirse en una gran medida en adquirentes de bienes de consumo durables. La generalización del sistema jubilatorio contribuyó su parte al mismo efecto. Recién en el tercer período incentivos materiales hicieron subir en forma progresiva la relación a guarismos finalmente mucho mayores que los del primer quinquenio del cuarenta.

Poniendo frente a frente el comportamiento de la relación financiera arriba mencionada con las modificaciones legales introducidas en el período, se extraen dos conclusiones principales. Una, las reformas de 1946, básicamente la represión financiera y la eliminación de títulos y cédulas de la lista de activos financieros, tuvieron un efecto por espacio de varios años hasta que fueron luego revertidas. Otra, la liberación de las tasas nominales de interés y la introducción de obligaciones ajustables es más importante que las modificaciones institucionales para explicar el aumento de la proporción de ahorro financiero desde fines de la década del sesenta. Como se sabe, la liberación no fue total y explícita hasta mediados de 1977, pero los ensayos parciales de los años anteriores propendieron nomás a aumentar dicha relación. La redistribución regresiva de in-

Activos no Monetarios

Relaciones Principales





gresos desde los grupos con menor propensión a ahorrar hacia los con mayor es probable que tenga resultados similares cuando la tasa real esperada es constante.

El problema de la composición de las tenencias de activos financieros, tiene alternativas bastante particulares. Dado los numerosos cambios institucionales que acontecieron, podría haberse esperado un efecto sustancial sobre la distribución de activos o sobre su crecimiento relativo; en cambio, fue más bien pequeño y estuvo relacionado con las posibilidades de variar su rentabilidad efectiva. En consecuencia, lo institucional debe ser visto desde la perspectiva de su innovación sobre la regulación de tasas de interés existente. No menos importante, la sustituibilidad cercana entre distintos activos hace imposible distinguir las tenencias provenientes de la incorporación anual de nuevos activos y la reasignación de los ya poseídos hasta la fecha, de modo que las conclusiones se aplican a los efectos de los dos factores.

En el primer quinquenio de los años cuarenta los mayores activos fueron los depósitos de ahorro en el sistema bancario y los títulos públicos y cédulas hipotecarias. Los seguros de vida, cuotas de capitalización e inversiones análogas no bancarias fueron menores, sustitutas más lejanas de las anteriores y poco trascendentes en su conjunto. La limitación impuesta a las tasas máximas ofrecidas por el sistema bancario estuvo enderezada a mantener su rentabilidad por debajo de la de los títulos y cédulas, de relativa menor liquidez y gravados con un costo de transacción. La proporción de adquisiciones de este último tipo de activo fueron cercanas a la mitad de las colocaciones totales, con un pequeño descenso en los dos últimos años debido a la liquidez adicional originada en los saldos positivos de la balanza de pagos. El porcentaje sobre el stock de activos financieros, que básicamente todavía no había sido afectado por la inflación disminuyó en forma leve.

El rescate de 1946 y su implementación masiva en ese año y los inmediatos siguientes derivó en un aumento de los depósitos de ahorro bancarios superior al incremento neto de los activos. No se siguió política alguna de esterilización de los fondos provenien-

tes del rescate ni compensación financiera de otra naturaleza y la participación en valores mobiliarios ideada fue muy modesta, de modo que a los efectos prácticos los depósitos bancarios de ahorro quedaron durante más de una década como el único activo financiero. No obstante, los recursos librados al público por el rescate estuvieron bastante lejos de ser absorbidos totalmente por el incremento de los depósitos y una porción apreciable se derivó al mercado de bienes contribuyendo al aumento de los precios.

Después de 1957 y durante la década del sesenta, las modificaciones institucionales informales al principio y legalizadas luego dieron lugar a dos fenómenos que condujeron al deterioro de la posición central de los depósitos bancarios de ahorro. Por un lado, instituciones no bancarias comenzaron a operar con depósitos a plazo, introduciendo y difundiendo esta modalidad, que más adelante se generalizaría al sistema bancario. Por el contrario, muy corta fue la experiencia con depósitos en moneda extranjera. La atracción de fondos se obtuvo mediante un diferencial, por lo común variable según categoría de intermediario, respecto a la tasa de interés nominal de los depósitos bancarios. Su resultado se manifestó en la reasignación de fondos antes que en el aumento de las tasas de ahorro financiero. A pesar de la proliferación de entidades, el sistema seguía siendo fundamentalmente regulado desde el punto de vista de las tasas nominales de interés. Las cuentas para participación en valores mobiliarios gozaron de un interés más alto y asegurado por instituciones oficiales, siendo explicable entonces el notable incremento del primer quinquenio del sesenta. Si bien en su origen concebidos para brindar un interés variable según el rendimiento de las empresas —mayor que el de los activos financieros—, en la práctica se transformaron en depósitos similares a los comunes de plazo al asegurarse una retribución mínima competitiva con aquéllos. Irónicamente, el incremento de las cuentas para participación en valores mobiliarios ocurre cuando dejan de cumplir la función inicialmente prevista. En definitiva, los depósitos de ahorro que a fines del cincuenta monopolizaban el ahorro financiero, habían reducido su participación a la mitad a fines del sesenta.

Por otro lado, la introducción progresiva de activos cuyos rendimientos eran fijados por el mercado —y no por las autoridades monetarias— le fue quitando su carácter regulado exclusivo y abriendo el camino para la liberalización definitiva. La tasa de interés de las aceptaciones fue libre, increíblemente no hubo intentos de regularla por parte de las autoridades; su nivel se colocó sustancialmente más alto que al de los demás activos, aunque no siempre superó la tasa de inflación y obtuvo una tasa real de interés positiva a posteriori. De cualquier modo, las expectativas de precios de sus tenedores resultaron ser menos subestimadas que las de los adquirentes de otros activos. La utilización de las aceptaciones no se extendió más por requerir el deudor adecuado, por sus consiguientes indivisibilidades y por su riesgo, aún cuando el último se atemperó en 1971 al exigirse el aval bancario de la operación. La tendencia hacia tasas nominales variables al alcance del depositante modesto después se amplió con la introducción de los activos corregibles por los índices de precios, los títulos nacionales ajustables primero, los depósitos de esa naturaleza después y las cédulas hipotecarias. No es extraño que su aparición a mediados del setenta no sólo haya sustituido activos con tasa fija sino que haya afectado al mercado de aceptaciones mismo. La introducción de los certificados de depósito a plazo con tasa libre completa el proceso y constituye el antecedente más inmediato de la liberación total de 1977.

La presencia de intereses nominales variables está directamente asociada con el aumento de la proporción de los activos financieros nuevos respecto al producto nacional. La aparición y extensión de activos con tales características, y la consiguiente brecha sobre la regulación del mercado, ha seguido paralela a ese aumento. Una interpretación posible, hasta el quinquenio más reciente, es que el mercado de ahorristas estaba compuesto por dos categorías distintas, una de individuos cuya conducta era inelástica al rendimiento real y que acumulaban activos en cualquier circunstancia, y otra de individuos que fueron atraídos por la presencia de tasas nominales variables, antes que por tasas reales positivas.

A modo de apreciación sintética, el crecimiento de los activos financieros no monetarios en Argentina fue satisfactorio incluso en las desfavorables condiciones económicas vigentes. Abandonado el perfil anterior a 1946 y absorbidas las reformas iniciadas en esa fecha, la represión financiera, el sistema jubilatorio y la inflación subsiguiente redujeron la capacidad de este tipo de ahorro. La ausencia de oportunidades de colocación de fondos requirió un tiempo para que cambios institucionales —quizás un poco anárquicos— opuestos comenzaran a dejar sentir sus efectos y revirtieran la situación. Estos cambios implicaron sustituciones antes que adiciones, siendo necesaria la liberación de la tasa nominal de interés para aumentar el crecimiento del volumen de nuevos activos financieros. No obstante que algunos activos la tuvieron, la tasa real efectiva de interés positiva no parece haber sido requerida como condición indispensable para ello.

## IX

El crecimiento financiero argentino cuya evolución se halla sintetizada en los últimos párrafos de las dos secciones precedentes, debidamente juzgado, no se aparta de las líneas generales seguidas en las demás economías. Puede no haber sido todo lo lineal que se deseara o esperara; sin embargo, los interrogantes sobre su comportamiento no constituyen el producto de anormalidades peculiares del país sino el resultado de factores perfectamente explicables. Que quede sin resolver la cuestión acerca de si el crecimiento económico indujo el crecimiento financiero o viceversa y la respuesta en última instancia recaiga en el propio lector, reside en la imposibilidad práctica de probar hipótesis de esa naturaleza. Los numerosos factores económicos traídos para explicar fenómenos financieros permite concluir que quizás la verdad no está ni en uno ni en otro enfoque y rechazar fáciles explicaciones monistas.

BIBLIOGRAFIA

- Alfaro, L. J.: "Flujo Global de Fondos del Sistema Financiero Institucionalizado Argentino (Período 1967-1971)", en *El Sistema Financiero Argentino*, Buenos Aires Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital. Grupo Nacional Argentino, 1973.
- Banco Central de la República Argentina. *La Creación del Banco Central y la Experiencia Monetaria Argentina entre los años 1935-1943*, Buenos Aires. Banco Central de la República Argentina. 1972.
- Banco Central de la República Argentina, *Memorias*.
- Borko, H. y Bernier, Ch. L.. *Indexing: Concepts and Methods*, New York, Academic Press, 1978.
- Broman, F.: "El Desarrollo del Sistema Bancario Comercial Argentino desde 1957". *Desarrollo Económico*. V. 20 Enero-Marzo 1966).
- Carbonell Tur. A.: "Evolución de la Estructura Legal en Materia de Intermediarios Financieros en la República Argentina: 1957-1971", en *El Sistema Financiero Argentino*.
- Chandavarkar, A. G.: "Monetization of Developing Countries", *Staff Papers*, XXIV, 3 (Noviembre 1977).
- Comisión Económica para América Latina: "La Intermediación Financiera en América Latina", *Boletín Económico de América Latina*, XVI, 2 (Segundo Semestre 1971).
- Difrieri, J. A.: *Moneda y Bancos en la República Argentina*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1967.
- Fry, M. J.: "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?", *Journal of Money, Credit and Banking*, X, 4 (Noviembre 1978).
- Galbis, V.: "Financial Intermediation and Economic Growth in Less-developed Countries: A "Theoretical Approach". *Journal of Development Studies*, XIII, 1 (Enero 1977).
- "Money, Investment, and Growth in Latin America, 1961-1973", *Economic Development and Cultural Change*, XXVII, 3 (Abril 1979).
- "Inflation and Interest Rates Policies in Latin America, 1967-76", *Staff Papers*, XXVI, 2 junio 1979).
- Galbraith, J. K.: *Money*, Boston, Houghton Mifflin, 1975.
- Goldsmith, R. W.: *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press, 1969.
- *La Estructura Financiera y el Crecimiento Económico*, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1963.
- "The Development of Financial Institutions during the Post-War Period", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 97 (Julio 1971).
- Gurley, J. G.: "Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process", *Journal of Finance*, IX, 2 (Mayo 1956).
- "Financial Structure and Economic Development", *Economic Development and Cultural Change*, XV, 3 (Abril 1967).

- “Hacia una Teoría de las Estructuras Financieras y el Desarrollo Económico”, en D. S. Brothers (ed.) *Estructura Financiera y Desarrollo Económico*, Buenos Aires, Editorial del Instituto, (1968).
- “Repercusión del Desarrollo Económico en las Estructuras Financieras: Estudio de Cortes Transversales”, en D. S. Brothers (ed.).
- Gurley, J. G. y Shaw, E. S.: “Financial Aspects of Economic Development” *American Economic Review*, XLV, 4 (Septiembre 1955).
- *Money in a Theory of Finance*, Washington, The Brookings Institution, 1960.
- Itzcovich, S.: “Análisis de la Estructura Financiera Argentina, 1955-65”, *Desarrollo Económico*, VIII, 32 (Enero-Marzo 1969).
- Kopits, G. y Gotur, P.: “The Influence of Social Security on Household Savings: A Cross-Country Investigation”, *Staff Papers*, XXVII, 1 (Marzo 1980).
- McKinnon, R. I.: *Money and Capital in Economic Development*, Washington, The Brookings Institution, 1973.
- Mikesell, R. y Zinser, J.: “The Nature of the Savings Function in Developing Countries: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, *Journal of Economic Literature*, XI, 1 (Marzo 1973).
- Monti, A.: *Financiamiento del Desarrollo Económico*, Buenos Aires, Consejo Federal de Inversiones, 1965.
- Patrick, H. T.: “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, *Economic Development and Cultural Change*, XIV, 1 (Enero 1966).
- Shaw, E. S.: *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1973.
- Spellman, L. J.: “Economic Growth and Financial Intermediation”, en R. I. McKinnon (ed.). *Money and Finance in Economic Growth and Development*, New York, Marcel Dekker Inc., 1976.
- Tobin, J.: “Notes on Optimal Monetary Growth”, *Journal of Political Economy*, LXXVI, 4 (Julio-Agosto 1968).
- Źsiang, S. C.: “Fashions and Misconceptions in Monetary Theory and Their Influences on Financial and Banking Policies”, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, CXXXV, 4 (Diciembre 1979).
- Vázquez-Preseido, V.: *Crisis y Retraso: Argentina y la Economía Mundial entre las Dos Guerras*, Buenos Aires, Editorial Universitaria de Buenos Aires, 1978.
- Vogel, R. C.: “Inflation, Financial Repression, and Capital Formation in Latin America”, en R. I. McKinnon (ed.).
- U Tun Wai: “Interest Rates in the Organized Money Markets of Underdeveloped Countries”, *Staff Papers*, V, 2 (Agosto 1956).
- *Intermediarios Financieros y Ahorro Nacional en los Países en Desarrollo*. Méjico, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1977.
- Zalduendo, E.: “Desarrollo Económico y Desarrollo Financiero”, en *El Sistema Financiero Argentino*.

TABLA I. ACTIVOS PRIVADOS MONETARIOS

Años	Moneda y Billetes en Circulación	Depósitos a la Vista			Total
		106+i \$ Ley	Cuentas	Cooperativas de Crédito	
			Corrientes Bancarias		
18.188, i: cifra de la derecha					
1940	1,128 01	1,304 01			2,432 01
1941	1,328 01	2,120 01			3,099 01
42	1,510 01	1,771 01			3,630 01
43	1,770 01	2,579 01			4,349 01
44	2,198 01	3,180 01			6,030 01
45	2,640 01	3,832 01			6,472 01
46	3,582 01	4,879 01			8,461 01
47	4,772 01	5,475 01			1,025 02
48	6,737 01	7,035 01			1,377 02
49	9,067 01	8,511 01			1,758 02
50	1,191 02	1,014 02			2,205 02
1951	1,536 02	1,138 02			2,674 02
52	1,826 02	1,216 02			3,042 02
53	2,207 02	1,567 02			3,774 02
54	2,674 02	1,714 02			4,388 02
55	3,183 02	1,979 02			5,162 02
56	3,614 02	2,409 02			6,023 02
57	4,181 02	2,577 02			6,765 02
58	6,028 02	3,855 02			9,883 02
59	8,441 02	5,774 02			1,421 03
60	1,054 03	7,328 02			1,787 03
1961	1,217 03	8,376 02			2,055 03
62	1,354 03	8,437 02			2,198 03
63	1,671 03	1,158 03			2,829 03
64	2,278 03	1,678 03			3,956 03
65	2,965 03	2,009 03			4,974 03
66	3,965 03	2,747 03	7,860 01		6,790 03
67	5,087 03	3,629 03	1,320 02		8,848 03
68	5,915 03	5,135 03	2,610 02		1,131 04
69	6,549 03	5,642 03	3,800 02		1,257 04
70	7,617 03	7,061 03	2,760 02		1,495 04
1971	9,934 03	1,010 04	2,690 02		2,030 04
72	1,316 04	1,567 04	4,080 02		2,924 04
73	2,641 04	2,982 04	1,093 03		5,732 04
74	4,313 04	4,576 04	2,199 03		9,108 04
75	1,238 05	1,364 05	7,441 03		2,677 05
76	4,116 05	5,157 05	2,512 04		9,524 05
77	1,974 06	1,011 06	5,270 04		2,138 06
78	3,334 06	2,301 06	1,290 05		5,765 06
79	7,870 06	5,959 06			1,383 07

Fuente: Boletines Estadísticos. Banco Central de la República Argentina y L. J. ALFARO. "Flujo Global de Fondos del Sistema institucionalizado Argentino (Período 1967-71)", en *El Sistema Financiero Argentino*, Buenos Aires: Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital, 1973.

Notas: Sin datos sobre cooperativas de créditos con anterioridad a 1966.

Años	Depósitos de Ahorro (a)		Depósitos a Plazo Fijo (b)		Participación Valores Mobiliarios	Acceptaciones	Títulos a Largo Plazo (c)	Obligaciones Ajustables (d)	Letras de Tesorería	Depósitos Moneda Extranjera	Total (e)	
106+i \$ Ley 18188, i: cifra de la derecha												
1940	2,054	01	3,720	00			4,048	01			6,474 01	
1941	2,185	01	3,823	00			4,186	01			6,753 01	
42	2,440	01	3,992	00			4,459	01			7,299 01	
43	2,761	01	3,390	00			5,048	01			8,148 01	
44	3,243	01	3,279	00			5,346	01			8,916 01	
45	3,743	01	2,931	00			5,618	01			9,654 01	
46	4,701	01	1,032	00			4,402	01			9,206 01	
47	5,245	01	4,710	-01			3,727	01			9,019 01	
48	6,094	01	3,640	-01			3,024	01			9,154 01	
49	6,992	01	2,580	-01			2,653	01			9,671 01	
50	7,664	01	2,610	-01			2,546	01			1,024 02	
1951	8,015	01	6,389	-01			2,294	01			1,037 02	
52	9,604	01	5,230	-01			2,018	01			1,167 02	
53	1,191	02	7,030	-01			2,158	01			1,414 02	
54	1,420	02	7,410	-01	8,000	-01	2,542	01			1,690 02	
55	1,589	02	1,640	-01	2,400	00	2,823	01			1,897 02	
56	1,958	02	7,900	-02	2,700	00	2,462	01			2,232 02	
57	2,215	02	4,900	-01	3,700	00	2,030	01			2,460 02	
58	2,726	02	2,623	00	4,813	00	1,377	01	2,446	00	2,963 02	
59	3,541	02	1,105	01	8,232	00	1,141	01	6,946	00	3,918 02	
60	4,456	02	3,572	01	2,293	01	9,010	00	3,336	01	5,466 02	
1961	5,258	02	6,354	01	5,917	01	1,970	00		6,377	01	7,142 02
62	6,055	02	1,353	02	9,851	01	1,165	02		4,621	01	1,002 03
63	8,855	02	2,636	02	1,789	02	9,379	01		7,170	01	1,493 03
64	1,355	03	4,418	02	2,910	02	2,000	01	9,700	01	2,225 03	
65	1,740	03	5,022	02	3,910	02	7,000	01	8,100	01	2,795 03	
66	2,451	03	5,926	02	5,230	02	1,519	02	6,800	01	3,786 03	
67	3,524	03	7,820	02	7,230	02	2,340	02	3,140	02	5,577 03	
68	5,106	03	1,124	03	9,970	02	3,190	02	2,770	02	7,823 03	
69	6,760	03	1,428	03	1,233	03	4,850	02	3,300	02	1,024 04	
70	8,232	03	1,760	03	1,543	03	1,076	03	3,818	02	1,299 04	
1971	1,029	04	2,764	03	1,757	03	2,269	03	5,192	02	1,759 04	
72	1,528	04	5,095	03	2,395	03	5,453	03	4,901	02	2,871 04	
73	3,062	04	8,361	03	3,953	03	1,019	04	1,333	03	5,474 04	
74	4,524	04	1,576	04	5,083	03	1,529	04	1,993	03	8,725 04	
75	6,445	04	1,969	04	4,740	03	3,279	04	2,225	03	1,750 05	
76	2,567	05	3,856	05	1,122	04	2,118	05	3,925	04	1,384 06	
77	4,015	05	3,303	06			8,000	04		7,134	05	4,706 06
78	1,090	06	9,846	06			3,250	04		1,849	06	1,285 07
79	2,570	06	3,243	07						4,370	06	3,985 07

- Notas: (a) Incluye depósitos en bancos comerciales, cajas de créditos, sociedades de crédito de consumo y secciones hipotecarias.  
(b) Incluye depósitos en bancos comerciales, cajas de créditos, compañías financieras, sociedades de crédito de consumo y sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda.  
(c) Títulos de la deuda pública y obligaciones hipotecarias.  
(d) Incluye valores nacionales ajustables, cédulas hipotecarias (nuevas) y depósitos ajustables a valor de mercado.  
(e) Faltan algunos datos anteriores a 1966 y la distribución de algunas cifras se han estimado en el período 1966-1970.

Fuente: Boletines Estadísticos. Banco Central de la República Argentina, - Memorias. Banco Central de la República Argentina, L. J. ALFARO "Flujo Global de Fondos del Sistema Institucionalizado Argentino (Período 1967-70)" en El Sistema Financiero Argentino, Buenos Aires: Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital, 1979 y F. A. IBARRA. Estadísticas del Sistema Financiero Argentino, Buenos Aires: Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital, 1972.



TABLA 3. PRODUCTO NACIONAL

Años	Producto Bruto Interno (precios de mercado) 106+i \$ Ley 18.188, i: cifra de la derecha	Asignación para Consumo de Capital Fijo	Inversión Bruta Interna Fija
1940	1,299 02	9,992 00	1,340 01
1941	1,400 02	1,078 01	1,410 01
42	1,582 02	1,227 01	1,547 01
43	1,665 02	1,327 01	1,677 01
44	1,901 02	1,471 01	2,011 01
45	2,099 02	1,520 01	2,396 01
46	2,842 02	1,633 01	3,575 01
47	3,906 02	1,870 01	6,441 01
48	4,759 02	2,138 01	9,578 01
49	5,713 02	2,594 01	1,108 02
50	6,768 02	3,047 01	1,323 02
1951	9,698 02	3,26 01	1,912 02
52	1,122 03	4,08 01	2,125 02
53	1,295 03	5,05 01	2,253 02
54	1,435 03	6,03 01	2,401 02
55	1,696 03	6,92 01	2,959 02
56	2,221 03	8,38 01	3,949 02
57	2,848 03	1,005 02	5,466 02
58	4,019 03	1,293 02	7,802 02
59	7,674 03	1,716 02	1,235 03
60	1,012 04	2,398 02	2,079 03
1961	1,207 04	3,943 02	2,677 03
62	1,493 04	5,861 02	3,181 03
63	1,867 04	8,142 02	3,282 03
64	2,402 04	1,029 03	4,236 03
65	3,639 04	1,345 03	6,167 03
66	4,541 04	1,838 03	7,898 03
67	5,966 04	2,416 03	1,071 04
68	6,873 04	3,144 03	1,305 04
69	8,098 04	4,081 03	1,652 04
70	9,479 04	5,113 03	1,894 04
1971	1,327 05	6,217 03	2,549 04
72	2,199 05	7,618 03	4,391 04
73	3,646 05	1,020 04	7,055 04
74	5,097 05		
75	1,484 06		
76	8,585 06		
77	2,274 07		
78	5,364 07		
79	1,483 08		

Nota: Estimado desde 1974.