



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento Académico de Economía

Trabajo de Graduación

**Importancia del desarrollo del Sistema Financiero: un
camino para alcanzar el crecimiento económico de
largo plazo en Argentina.**

Alumno: Tomás Agustín Pichel

Legajo número: 25.054

Director: Prof. Jorge Baldrich

Victoria, Buenos Aires, Argentina

15 de Julio de 2019

Importancia del desarrollo del Sistema Financiero: un camino para alcanzar el crecimiento económico de largo plazo en Argentina.¹

Trabajo de Graduación
Universidad de San Andrés
Tomás Pichel

15 de Julio de 2019



Resumen

La historia argentina se caracteriza por tener grandes fluctuaciones económicas. Debido a esto, qué camino debería tomar el país para alcanzar un crecimiento económico de largo plazo es un debate recurrente. Explorando la hipótesis de Schumpeter (1911), analizamos el desarrollo del sistema financiero como vía para conseguir esta meta. Primero, damos sustento a dicha teoría por medio de múltiples autores. Segundo, abordamos una comparación entre las dos configuraciones financieras más estudiadas en la literatura, la focalizada en intermediarios financieros y las centradas en los mercados de capitales. Para ello, las ejemplificamos con los modelos de Alemania y Estados Unidos correspondientemente, para dar cuenta de qué beneficios otorgaría cada uno. Tercero, estudiamos la historia y formación del sistema financiero argentino. Analizamos las características actuales, viendo si se lo podría identificar como una estructura basada en el mercado o en los bancos. Observando que los niveles de desarrollo del sistema financiero son realmente bajos, damos cuenta que Argentina podría sacar provecho de ambas estructuras. Apoyándonos en los hallazgos de distintos autores, concluimos que promover las dos configuraciones sería el objetivo que debería perseguir el país. Con este fin, estudiamos de qué manera se podría influenciar el desarrollo de estos servicios financieros. Entonces, vemos que la dimensión legal y regulatoria sería un buen punto inicial para trabajar en busca del correcto desarrollo del sistema financiero para alcanzar el crecimiento económico de largo plazo.

¹ Agradezco a Jorge Baldrich por el acompañamiento y compromiso a lo largo de todo el proceso.

Índice

I INTRODUCCIÓN Y MOTIVACIÓN.....	4
II. ¿POR QUÉ ES IMPORTANTE IMPULSAR EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO?	6
III. CARACTERÍSTICAS DE LOS BANCOS COMO INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	9
IV. ¿POR QUÉ NO SÓLO PENSAR EN EL DESARROLLO BANCARIO? EL MERCADO BURSÁTIL.....	15
V. COMPARACIÓN ENTRE SISTEMAS	19
V.I RIESGOS	19
V.I.I Riesgo intertemporal	19
V.I.II Distribución de riesgo transversal	20
V.I.III Tipo de riesgo.....	21
V.II ACCESO A LA INFORMACIÓN	22
V.III INCENTIVOS DE CONTROL.....	24
V.IV LIQUIDEZ	26
V.V. INVERSIONES EXTRANJERAS.....	26
VI. CARACTERÍSTICAS ARGENTINA	27
VI.I HISTORIA ESTRUCTURA FINANCIERA ARGENTINA	27
VI.II ESTRUCTURA ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO	30
VII. ¿QUÉ MODELO ES EL ADECUADO?.....	34
VIII. ¿DE QUÉ MANERA DESARROLLARLOS? (MARCO LEGAL)	38
IX. CONCLUSIONES	42
X. BIBLIOGRAFÍA.....	44
XI. APÉNDICE:	48

Importancia del desarrollo del Sistema Financiero: un camino para alcanzar el crecimiento económico de largo plazo en Argentina.

I Introducción y motivación

Durante décadas, uno de los grandes tópicos de la literatura económica ha sido cómo alcanzar el crecimiento económico de largo plazo. En torno a esta discusión, una de las alternativas que se presentan es a través del desarrollo del sistema financiero. A comienzos de siglo pasado, Schumpeter (1911) argumenta que los servicios financieros son esenciales para promover la innovación y crecimiento económico. En un país como Argentina, donde su historia económica fue marcada por grandes fluctuaciones, esta temática es foco de debate constante.

Actualmente, el país presenta un contexto recesivo y de alta incertidumbre, donde la posibilidad de lograr el crecimiento donde colabore el desarrollo del sistema financiero despierta gran interés.

Desde principios de siglo, y durante más de una década, Argentina se caracterizó por tener un gobierno proteccionista con un fuerte papel en cuanto a control sobre el mercado y de participación por medio de programas subsidiarios. Durante este mandato se tomaron medidas restrictivas, como limitar la extracción y obligar la liquidación de divisas extranjeras, aumento de retenciones a la exportación; también, hubo fuertes intervenciones en instituciones nacionales como el INDEC.

En octubre de 2015, se llevaron a cabo elecciones presidenciales. Estas tuvieron a dos candidatos como principales aspirantes a la presidencia. Por un lado, el gobernador de la Provincia de Buenos Aires Daniel Scioli, representaba la continuidad del modelo de gobierno de los últimos diez años ejercido por el matrimonio Kirchner. Por otro, se presentaba Mauricio Macri, por entonces jefe de gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, como representante de la oposición. De esta manera, con el triunfo de Macri en instancia definitiva, se manifestó en las urnas la necesidad de modificar el rumbo económico.

El gobierno actual ha intentado re direccionar la economía implementando varias reformas. Algunas de ellas fueron, por ejemplo, la unificación de la tasa de cambio, el acuerdo con acreedores internacionales, la modernización del régimen de importaciones, la reestructuración del sistema de estadísticas nacionales y un programa de metas de inflación. A pesar de ello, el país no ha encontrado una estabilidad económica y mucho menos aún, un crecimiento. A raíz de esto, Argentina se encuentra atravesando un período de reconfiguración tanto política como económica. En consecuencia, el panorama que se presenta para la próxima administración es de alta incertidumbre. Las elecciones de octubre muestran un escenario de cuestionamiento, donde se debaten y barajan alternativas para el nuevo rumbo del país. Por lo tanto, de qué manera se puede alcanzar el crecimiento económico pareciera ser un tópico clave en esta discusión.

Trabajando sobre este tema, nos focalizaremos en el desarrollo del sistema financiero como medio para colaborar en alcanzar el crecimiento económico.

Con este fin, primero, exploramos la literatura en esta temática para dar sustento a la teoría de Schumpeter de 1911. Por medio de los análisis de múltiples autores, demostramos cómo esta hipótesis constituye una vía importante para lograr mejoras en crecimiento y competitividad.

Segundo, abordamos la comparación entre las estructuras financieras más estudiadas a lo largo de los años. Por un lado, los modelos basados en los intermediarios financieros y por el otro, aquellos con una predominancia de los mercados de capitales. Para ello, en el tercer capítulo explicamos las características de los sistemas entorno a los bancos, ejemplificándolo por medio del modelo financiero de Alemania. Luego, aplicamos la misma metodología para entender cómo está constituido el sistema de los Estados Unidos, que es el referente a la hora de describir las estructuras de mercado. Posteriormente, señalamos qué ventajas y desventajas puede proveer cada uno.

Tercero, examinamos la historia y formación del sistema financiero en Argentina. De esta manera, observamos cómo las fluctuaciones económicas marcaron el camino para la estructura actual. Luego, analizamos cómo está compuesto hoy en día, en busca de determinar si se lo puede identificar como banco o mercado céntrico. Observamos que si bien tiene características tanto del modelo de Alemania como del de Estados Unidos, al momento de analizarlos con los índices de desarrollo financieros de Demirguc-Kunt y Levine (1995) vemos que tiene niveles muy bajos con respecto a las dos configuraciones.

Cuarto, observamos que, dadas las características antes descritas y el bajo desarrollo del sistema financiero, ambas estructuras podrían proveer beneficios deseables para fomentar el crecimiento económico argentino. Por eso, apoyándonos en los hallazgos de Levine y Zervos (1998), Demirguc-Kunt y Makisimovic (1996), argumentamos que promover las dos configuraciones sería el objetivo que debería perseguir el país para obtener resultados positivos para el objetivo de crecimiento.

Por último, estudiamos de qué manera se podría influenciar el desarrollo de estos servicios financieros. Para ello, abordamos los hallazgos de LaPorta, Lopezde-Silanes, Shleifer, y Vishny (1997, 1998, 2000) en los cuales la dimensión legal y regulatoria pareciera ser un fuerte determinante de las estructuras financieras. Con los estudios de Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2002) vemos cómo los modelos basados en la legislación francesa, como Argentina, tienden a ser los más débiles a la hora de proveer los incentivos para desarrollar de manera eficiente los servicios financieros. Por lo tanto, este pareciera ser un buen punto de inicio para crear modificaciones en busca del correcto desarrollo del sistema financiero para fomentar el crecimiento.

II. ¿Por qué es importante impulsar el desarrollo del sistema financiero para el crecimiento económico?

Existen diversos estudios económicos sobre el impacto positivo del desarrollo de la estructura financiera en el crecimiento económico. En esta sección, analizaremos algunos de los más relevantes.

La importancia del desarrollo de la estructura financiera como búsqueda de tener un impacto positivo en el crecimiento económico, se encuentra respaldada con distintos estudios en la literatura. En esta sección, analizaremos algunos de los más relevantes.

Ross Levine y Robert King en su artículo titulado “Finance and Growth: Schumpeter might be right” (1993) exploran la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo financiero. Fueron alentados por la idea de Schumpeter (1911), quien teorizaba que las capacidades que proveía el sistema financiero ayudaban a promover la innovación tecnológica y el crecimiento económico. Buscaron respaldar esta hipótesis a través de evidencia empírica entre países. Para ello, toman datos de 80 países de 1960 a 1989.

De este modo, para poder dar cuenta del desarrollo financiero, establecen una medición del mismo a través de cuatro indicadores que reflejan los servicios de la intermediación financiera. Primero, establecen como medida de la “profundidad financiera” al tamaño del sistema intermediario financiero formal respecto de la actividad económica. Este equivale al ratio del pasivo líquido de los bancos sobre el PBI. Los pasivos líquidos están compuestos por la oferta monetaria ampliada sumada a cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario, instrumentos del mercado monetario y valores emitidos hasta 2 años. Segundo, examinan la importancia de los bancos comerciales con respecto al central en cuanto a colocación de créditos domésticos. Para ello, estudian la proporción de activos domésticos de los bancos comerciales sobre los activos domésticos de los bancos comerciales más los activos domésticos de los bancos centrales. Los autores reconocen algunas dificultades con estas variables, como que los bancos no son los únicos intermediarios financieros en proveer manejo de riesgo o que los gobiernos pueden influenciar sobre los bancos. Sin embargo, explican que esta variable complementaria las conclusiones que puedan extraer con el uso de la primera variable.

El tercer y el cuarto indicador de desarrollo financiero son diseñados para medir la distribución y colocación de activos domésticos. Designan una variable para que mida la proporción asignada de crédito brindado por el sistema financiero a las compañías privadas. De esta manera, hacen foco en la capacidad de evaluación de proyectos de inversión, agrupación de riesgo que se vería viciada si se incluyeran los créditos al sector público. Entonces, la medición que utilizan es la

proporción de la demanda en el sector privado no financiero, con respecto al crédito doméstico total. El último, es un indicador similar, pero comparando la proporción con respecto al PBI.

Los autores obtienen como resultado que los indicadores de nivel de desarrollo financiero tienen una correlación fuerte y robusta con el crecimiento económico. Además, encontraron que son predicadores significativos del crecimiento posterior. Por lo tanto, los resultados de los autores son consistentes con la visión que el sistema financiero es clave para que un país persiga una expansión económica.

Sin embargo, existe un debate ante esta visión. Muchos autores argumentan que, si bien existe una fuerte correlación entre las variables, esto no aseguraba que sea una causalidad. Uno de ellos es Goldsmith. En sus estudios (1969) buscó resolver tres problemáticas: rastrear la evolución de los sistemas financieros durante el proceso de desarrollo económico, analizar si el desarrollo de estos afectaba los ratios crecimiento económico y evaluar si la estructura financiera (los instrumentos, mercados e instituciones operando en la economía) impactaba en el ritmo de crecimiento. Tuvo éxito en su primer propósito, pero tuvo limitantes con respecto a los otros dos. Por otro parte, tuvo inconvenientes en relación a la data para analizar el impacto de la estructura financiera en el ritmo de crecimiento. Mientras que para la evaluación del efecto en los ratios de crecimiento económico por parte del desarrollo de los sistemas financieros, pudo hallar una correlación positiva entre las dos variables. Sin embargo, no pudo sostener que tal correlación implique una causalidad. En palabras del autor: “There is no possibility, however, of establishing with confidence the direction of casual mechanism, deciding whether financial factors were responsible for the acceleration of economic development or whether financial development reflected economic growth whose mainsprings must be sought elsewhere.” (1969)

Mientras autores como Goldsmith, sin negar que haya una causalidad entre el sistema financiero y el crecimiento económico, consideran que no hay herramientas suficientes para alcanzar una conclusión; existen otros que toman posiciones aún más escépticas. La legendaria economista Joan Robinson enuncia “where Enterprise leads, finance follows”. (1952)

Estos autores argumentan que las dos variables pueden estar determinadas por una variable común omitida como la propensión de los consumidores a ahorrar. Dado que en numerosos modelos de crecimiento, el ahorro es una variable endógena que afecta el desarrollo económico de largo plazo, no sería extraño pensar que el crecimiento y el impulso financiero estén correlacionados pero que ambos sean determinados por otras variables.

También, explican que dado que la bolsa de valores capitaliza el valor presente de las oportunidades de crecimiento futuro y los intermediarios financieros prestan más a aquellos sectores que tienen perspectivas de crecimiento, el desarrollo financiero simplemente predeciría

el crecimiento porque el mismo mercado tiene como uno de sus fines anticiparlo. Entonces, sería un buen indicador pero no un factor de causalidad.

Como respuesta a esto, Rajan y Zingales (1998) se proponen buscar una causalidad en esta relación. Para ello, explican que una manera de hacer progreso en este estudio es tomar un foco más detallista sobre los mecanismos teóricos a través de los cuales el desarrollo financiero afecta al crecimiento. Entonces, trabajan sobre las construcciones de los teóricos en que las instituciones y mercados financieros ayudan a reducir los costos de las firmas para obtener financiación externa, sobrellevando problemas de riesgo moral y selección adversa. Es en esta relación donde ahondan los autores. Si bien, su investigación depende de cuán razonables sean los supuestos macroeconómicos asumidos, tiene como ventaja que es menos dependiente de un modelo macroeconómico de crecimiento específico. También, al buscar evidencia de un mecanismo puntual por el que el desarrollo económico es afectado por el sistema financiero, da un sustento más fuerte de causalidad.

Para esto, identificaron industrias con necesidad de financiación externa con data de los Estados Unidos. Disponen esta necesidad como la cantidad deseada de inversión que no puede ser provista por medio del flujo de fondos interno generado por el mismo negocio. De esta manera, lo definen como los gastos de capital menos el flujo de fondos de las operaciones dividido los gastos de capital. A su vez, establecen dos supuestos. Por un lado, los mercados de capitales tienen mucha fluidez para que las firmas se financien, y por lo tanto, este método les permite reconocer la demanda tecnológica de financiación externa. Por otro lado, asumen que esa demanda de tecnología existe también en otros países. Por consiguiente, observan que las industrias más dependientes de financiación externa tienen crecimientos relativamente más rápido en países con mayor desarrollo financiero.

Posteriormente, profundizan en los componentes del crecimiento en las industrias, siendo ellos el crecimiento en cantidad de entidades y en el tamaño promedio de aquellas que ya están establecidas. Las nuevas empresas siempre tienden a requerir mayores niveles de financiación que aquellas que ya están asentadas. Por esto, los autores argumentan que el crecimiento en la cantidad de firmas dependientes de financiación externa tendería a ser sensible al desarrollo financiero. De hecho, los resultados expuestos por sus estudios sugieren que el impacto económico por el desarrollo financiero es mayor en cuanto al crecimiento de número de organizaciones que con respecto su tamaño. En efecto, sugiere que otro canal indirecto por el que el desarrollo financiero afecta el crecimiento es mejorando las perspectivas de las firmas nuevas. Así, allanaría el camino para posibles innovadores, dando lugar a la “creación destructiva” de Schumpeter.

En definitiva, implicaría que el desarrollo ex ante del sistema financiero tiene consecuencias ex post en el crecimiento y que son a través de la reducción de costo de financiamiento externo. Entonces, explican que primeramente la disponibilidad de inversiones rentables afecta el crecimiento, pero una estructura financiera adecuada es fundamental para que estos puedan prosperar.

En síntesis, Rajan y Zingales llevan un paso más adelante el estudio de la causalidad buscando evidencia a través de los mecanismos teóricos que afectan el crecimiento. De esta manera, reducen el número de variables en las cuales dependen, así como también el rango de explicaciones alternativas posibles. En consecuencia, encontraron que, si bien las oportunidades de inversión son generadas por factores ajenos al estudio, es el desarrollo financiero el que hace posible explotar estas oportunidades y por lo tanto, un elemento clave para el crecimiento económico de largo plazo.

Asimismo, Christopoulos y Tsionas (2004) abordan el tema con un enfoque distinto. En su análisis, combinan data de series de tiempo y transversal países para examinar la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento. Explican que en sus estudios hacen uso de tests de raíz unitaria para datos de panel y análisis de cointegración. A través de estos, concluyen que hay una evidencia fuerte en favor a la hipótesis que la causalidad de largo plazo se da desde el desarrollo financiero hacia el crecimiento, que la relación es significativa y que no hay evidencia de bi-direccionalidad con respecto a la causalidad. Ellos utilizaron el método de OLS modificado para poder estimar la relación de cointegración, que responde a la problemática de endogeneidad en los regresores. Las series de tiempo les aportan evidencia en cuanto a la idea de que existe un único vector de cointegración entre crecimiento, desarrollo financiero y variables auxiliares. A su vez, demuestran que la evidencia empírica indica que no hay una relación causal de corto plazo, por lo que el efecto es necesariamente de largo. En consecuencia, los autores deducen que aquellas políticas que apunten a desarrollar el sistema financiero tendrán un efecto retrasado sobre el crecimiento, pero que será significativo.

En conclusión, apoyándonos en los estudios de Levine; Rajan y Zingales; Christopoulos y Tsionas tenemos fundamentos suficientes para respaldar la importancia del desarrollo financiero para el crecimiento. Por consiguiente, la tesis analizará en profundidad la posibilidad de impulsar distintos tipos de sistemas financieros. Esto lo abarcaremos en los siguientes capítulos con los modelos implementados por países que son más representativos de cada tipo.

III. Características de los Bancos como intermediarios financieros

Uno de los sistemas financieros más estudiados en la búsqueda del crecimiento económico es el modelo centrado en intermediarios financieros. Estos son aquellos representados principalmente

por las instituciones bancarias. A continuación, tomaremos el sistema de Alemania como principal referente de este modelo, el cual se utiliza con frecuencia en la literatura económica, con el fin de poder realizar un análisis exhaustivo de este tipo de estructuras.

Históricamente, luego de las crisis sufridas postguerras, las firmas se apoyaron en los bancos alemanes para reconstruir la industria. De esta manera, las compañías optaron por los créditos por sobre la emisión de acciones y distribución de capital, determinando así, un rol clave en la economía para los intermediarios financieros.

Dichos hechos, sumados a que los bancos no tienen restricciones para gestionar actividades comerciales y de inversión, derivaron en que el sector se desarrolle entorno a la figura de “bancos universales”. Siendo estos: “a bank providing a complete range of commercial and investment banking services, but is sometimes extended to mean a bank which also has close links with, and influence over, non-banks” (Edwards, Fischer, 1996). La ponderación de estos intermediarios es tan importante que representan un 78.5 por ciento de los activos bancarios del sistema alemán.

El grupo de bancos universales está compuesto por tres subtipos: bancos privados, cajas de ahorro y cooperativas. Siendo los bancos privados aquellos que tienen fin de lucro, abarcan un 41 por ciento de los activos bancarios. Un 25.6 por ciento está comprendido por las cajas de ahorro, construcciones financieras sin fines de lucro y que buscan el bien público. Por último, las cooperativas que son estructuras mutuales donde los depositantes son los accionistas, representan el 11.5 por ciento. (ver Tabla.1)

Por otra parte, el 21.3 por ciento restante de la totalidad de los activos bancarios está compuesto por los bancos especializados, como por ejemplo, aquellos que se centran en créditos a la agricultura, PyMEs, hipotecarios, entre otros.

En cuanto a los bancos privados, los de mayor importancia son aquellos con las redes de sucursales más extensas. Los actores principales son el Deutsche Bank y el Commerzbank. Este primero es por una amplia diferencia el más grande del país, que sorprendentemente más allá del tamaño de la economía alemana, es el único jugador mayormente internacional. En 2010, sus activos acumulaban un 1.9 trillones de euros, casi tres veces más que el siguiente en la lista.

Por su parte, el Commerzbank, segundo banco en la lista, acumula 754 billones de euros en activos en 2010. Esto es resultado de la adquisición del Dresner Bank en 2009, quien ocupaba esta posición anteriormente, pero sufrió considerables pérdidas en la inestabilidad financiera del 2008. Por otro lado, el Unicredit Bank, quien se formó por la fusión de dos instituciones medianas, es el tercer banco con 372 billones de euros en activos.

Uno de los aspectos más sobresalientes del sistema alemán es el rol de estos “bancos grandes” en el control de las corporaciones industriales. “The direct holding of equity by banks in 1990-1991 was about 8.9 percent of the total. Much of this is concentrated in the larger firms.” (Allen, Gale,

1994). Esto quiere decir, que los bancos no sólo poseían una gran cartera acciones (el 8,9% del total), sino que en su mayoría provenían de aquellas corporaciones industriales que eran el motor económico del país. Sumado a esto, adquirirían participaciones de clientes a manera de depósitos que les permitía ejercer su poder de voto. Entonces, la influencia de los bancos y su capacidad de control sobre las firmas es aún mayor que su tenencia directa de acciones. Esto desemboca en que las relaciones con el sector industrial tienden a ser de largo plazo y más duraderas.

Este vínculo cercano entre firmas y bancos produce también que todo préstamo adquirido por la compañía provenga de una única fuente, que actúa continuamente como asesor financiero y confidente a la firma en cuestión. Esta relación se la reconoce en la literatura como “hausbank” (Allen y Gale) o “house bank” (Edwards y Fischer). Las estadísticas publicadas por el Deutsche Bundesbank indican que para 1980 había seis bancos considerados como principales que cumplían este rol de Hausbank. Posteriormente, como resultado de fusiones y adquisiciones, ese número descendió a cuatro para 2010. A pesar de que el número de instituciones haya descendido, el share de los grandes bancos sobre los activos totales bancarios se incrementó marcadamente: en 1980 fue de aproximadamente 10%, incrementándose a 15.4% para 2000 y llegando a un 23.6% en 2019. En definitiva, esto lo que revela es un alto grado de concentración bancaria.

A su vez, estos relacionamientos del sistema financiero nos permitirían sugerir, a priori, que los grandes bancos alemanes tendrían ventaja en cuanto a los términos de superación de la información asimétrica que es inherente en la relación del prestamista con quien solicita financiación. Esto se debe a que con el correr del tiempo, los bancos fueron ganando expertise técnico e información privilegiada acerca de las firmas y sectores a los cuales le prestan. De hecho, muchos bancos tienen departamentos sectorizados por industria, en los que trabajan profesionales con pasado en el área o con una fuerte formación especializada. También, poseen una amplia gama de consultores técnicos en los que se apoyan para intentar reducir riesgos.

Además de adquirir conocimientos de los sectores, el hecho de estar representados dentro de las juntas supervisoras, les permite adquirir una mirada más incisiva de la compañía. De esta manera, tienen acceso no sólo a los balances que presentan las firmas, sino que también tienen conocimiento de la composición detrás de los números. Al tener presencia diaria y estar al tanto de las decisiones estratégicas, la información asimétrica se minimiza. Esto les permite a los bancos poder otorgar préstamos de mejores condiciones mitigando riesgos.

Este modelo de relacionamiento de “Hausbank” deriva en que los principales bancos comerciales tengan como objetivo monopolizar los arreglos financieros con las industrias. A cambio, estos ofrecen políticas favorables que permiten mantener una relación de largo plazo. La estrategia se basa en crear líneas de financiamiento único que generan facilidad para monitorear la deuda total

de la empresa y su probabilidad de insolvencia. Esto les permite otorgar préstamos con tasas bonificadas y generar compromisos en horizontes temporales más extendidos, dándoles soporte a las firmas en marcos de estrés financiero. De esta manera, se benefician tanto los bancos, quienes reducen sus riesgos, como las empresas que se endeudan con tasa competitivas.

En lo que respecta a las cajas de ahorro, su estrategia es completamente diferente. Si bien deben evitar pérdidas económicas, la maximización de ganancias no es su prioridad. Estos bancos conocidos como “Sparkassen” son propiedad de los gobiernos de ciudades locales o condados. Por lo tanto, se desempeñan en un territorio geográfico específico, actuando como bancos regionales para las pequeñas y medianas empresas, con quienes tienen contacto cercano. De esta manera, lo que buscan es promover el desarrollo local.

También, como consecuencia de su alto grado de confianza público, las clases trabajadoras y muchos ciudadanos de clase media tienen sus cuentas en dichas entidades. Dado su espíritu de búsqueda del bien público, en momentos de turbulencia económica los Sparkassen actúan de manera tal que las clases más vulnerables puedan mantener su nivel de consumo.

Otra figura de los bancos de ahorro son los “Landesbanken”. Estos cumplen un papel de bancos estatales. Behr y Schmidt (2015) explican su constitución: “Owners and shareholders or, as the case may be, sponsoring institutions are one or several federal states in which a state bank is domiciled and the local savings banks of the region”. Entre sus funciones tradicionales, tienen la responsabilidad de servir como banco de referencia para los respectivos estados y facilitar la actividad de *clearing* para los Sparkassen.

De esta manera, las cajas de ahorro configuran una red bancaria a nivel nacional. Hacketal (2008) observa que más allá de la independencia de los Sparkassen, la división de trabajo en el sector de bancos de ahorro es similar a la estructura de los grandes bancos. A raíz de ello, concluye que la red de cajas de ahorro podría ser considerado como una única y extensa entidad.

De forma similar, las cooperativas se despliegan en dos niveles, uno local y otro regional. El objetivo primordial de las cooperativas locales es el de proveer financiamiento a las pequeñas y medianas empresas que sean miembros de la entidad. Por lo tanto, su intención es la de promover las actividades de negocio de sus miembros, no buscan maximizar ganancias.

Behr y Schmidt (2015) resumen la organización de las cooperativas de la siguiente manera: “Like the local savings banks, local cooperative banks are independent legal entities which are at the same time embedded in a dense network of affiliated institutions, which also comprises two central financial institutions, a considerable number of other centralized financial institutions that perform special functions for the local banks and their clients many non-financial support institutions and two layers of associations, which also run a deposit insurance system”.

El conjunto de bancos universales otorga una característica importante del sistema financiero alemán, el fácil acceso a los intermediarios. Existe una amplia cantidad de sucursales dispuestas por los distintos bancos. En palabras de Allen y Gale (1994): "As of 1988 there were over 45,000 banking offices. During the previous 30 years the number of banks fell by about two thirds but the number of banking offices doubled".

En cuanto al desarrollo de los mercados financieros, Alemania impulsó una serie de políticas para intentar promoverlos. En los 80, con el fin del sistema Bretton Woods y la abolición de control de capitales, había mayor competencia de instituciones financieras extranjeras, los bancos estaban ávidos de desarrollar nuevas oportunidades vinculadas a banca de inversión. En 1985, una agrupación de grandes bancos lanzó una iniciativa, que luego se conoció como "Finanzplatz Deutschland", para estimular el crecimiento de los mercados de valores en Alemania y fomentar al país, especialmente a Frankfurt, para convertirlo en un centro financiero. Esta iniciativa fue bien recibida tanto por los bancos como por el gobierno, por lo que fue respaldada con nuevas leyes de Promoción de Mercados Financieros.

De esta manera, el Frankfurt Stock Exchange (FSE) se posiciona como el principal mercado de referencia en Alemania. Este se originó en el siglo 16 y fue dirigido por la Cámara de Comercio de Frankfurt hasta 1991. Momento en el que se crea la empresa Deutsche Borse para tomar las riendas del FSE. Esta compañía estaba principalmente compuesta por los grandes bancos: "Deutsche Börse was originally owned by banks (81.9 per cent) with smaller holdings by the regional exchanges (10.1 per cent) and traders (5.3 per cent), although the banks have been reducing their holdings since 2001 and Deutsche Bank sold its 9.3 per cent share to institutional investors in 2002" (Detzer, Dodig, Evans, Hein, Herr, Prante; 2013).

A pesar de la expansión del rol de los mercados financieros en los 90, todavía juegan un rol relativamente pequeño en Alemania. Hubo una rápida expansión en la emisión de bonos por parte de las compañías que buscan recaudar financiación externa, pero representaban un volumen bajo. Para 2010 los bonos circulantes sumaban sólo 145 billones de euros contra los préstamos bancarios cuyo valor representa 1,474 billones de euros (Deutsche Bundesbank, 2012). Incluso, en el mercado de bonos, la deuda de las empresas alemanas constituye una pequeña parte, como exponen Allen y Gale: "Most of the debt and notes traded are issued by federal, state or local governments, government entities, banks and other intermediaries. The amount of debt issued by German industrial firms in German markets is very small and constitutes less than 0.5 percent of bond outstanding. Some large firms borrow in the Euro - DM markets but the total amount is less than 2 percent of total domestic debt."

Los intentos de promover la llamada "cultura de acciones" generaron un éxito muy limitado. "Stock market activity had increased, but market capitalism in 2010 was equal to 43

per cent of GDP, even lower than the EU average of 67 per cent, and considerably below the US figure of 119 per cent" (Detzer, Dodig, Evans; Hein, Herr, Prante; 2013). Además, si bien hubo un aumento en la actividad del mercado de valores, estuvo lejos de ser superlativo. El número de ciudadanos que poseían acciones se incrementó de 3.2 millones en 1988 a 6.2 millones en 2000, pero se redujo a 3.9 millones para 2011. Esto se debe a que los inversores alemanes poseen un rango limitado de herramientas disponibles para invertir directamente. En consecuencia, ante shocks negativos buscan estabilidad fuera del mercado de capitales. Sumado a esto, las posibilidades de entrar en fondos de inversión u otros medios indirectos de adquirir stocks son reducidas y la falta de controles en cuanto a "inside trading" desalientan la participación de inversores menos especializados.

La ausencia de un mercado para la competencia por el control corporativo determina rasgos del comportamiento del sistema de Alemania. Con esto hacemos referencia a que, si bien ocurren muchas fusiones, estas son de carácter "amistoso". Dicho de otra manera, estas se ejecutan con información privada. Esto muy difícilmente podría suceder de otra forma por la concentración de propiedad en pocas manos. Incluso, obtener información contable de las firmas es muy complejo, por lo tanto, el riesgo de aventurarse en hacer fusiones agresivas es muy grande.

En cuanto al mercado de derivados, el exponente es el Deutsche Terminborse. Este fue establecido el 1988 por los principales bancos como una posibilidad de intercambiar futuros y opciones. Comenzó a operar en 1990 como la competencia del London International Financial Futures Exchange. En 1998 se unió al Swiss Options and Financial Futures Exchange para dar lugar a la creación del Eurex. Con esta fusión el mercado de derivados en Frankfurt se pudo consolidar en la región, pero sin poder acercarse a las dimensiones de los estadounidenses.

Este mismo subdesarrollo se puede observar en el mercado secundario, el "shadow banking". En Alemania, se considera que el mayor componente de este sector es un grupo de instituciones con características similares a los fondos mutuales, cuyo valor era de 1.3 trillones de euros en 2012. El tamaño total de estos fondos equivale al 15 por ciento de los activos del sistema bancario regulado, en comparación con los 110 que representa este mismo sector en Estados Unidos. (Detzer, Dodig, Evans; Hein, Herr, Prante; 2013)

En líneas con los argumentos presentados anteriormente, el sistema de intermediarios financieros, representado por el modelo alemán, exhibe una economía altamente concentrada en los bancos. Tanto los públicos como privados tienen alta injerencia en el sector corporativo, con quienes entablan relaciones de largo plazo. Esto determina que la información pública disponible sea escasa, por lo que las fusiones y adquisiciones son de carácter amistoso. La limitada oferta del mercado financiero, contribuye a la falta de información pública, incentivando la adherencia al sistema bancario.

IV. ¿Por qué no sólo pensar en el desarrollo bancario? El Mercado Bursátil

El modelo de intermediarios financieros no es la única alternativa para proveer servicios financieros. Otra vía para este propósito es el desarrollo de una estructura financiera entorno al mercado bursátil. El sistema que mejor lo representa es el adoptado por los Estados Unidos. Por lo tanto, implementaremos dicho modelo para dar cuenta y ejemplificar las propiedades que lo caracterizan.

La configuración del sistema financiero estadounidense se vio determinada por varios hechos históricos. Algunos de ellos desencadenaron en uno de los aspectos más importantes de su estructura, la descentralización del sistema bancario. Después de la revolución, el estadista y economista Alexander Hamilton, quien fue influenciado por la experiencia británica con el Banco de Inglaterra, promovió el desarrollo de un gran banco federal distribuido a lo largo del país. Así fue como determinó la fundación del “First Bank of the United States” y el posterior “Second Bank of the United States”. Sin embargo, surgió más tarde una desconfianza hacia la concentración de poder por parte de las instituciones. Esta ola opositora a la centralización bancaria fue encabezada por Thomas Jefferson y, posteriormente, Andrew Jackson. Al momento de surgir el debate de relanzar el Second Bank of the United States, Jackson vetó el presupuesto destinado para esto, argumentando que era inconstitucional, por lo que no terminó concretándose.

Esto tuvo como consecuencia una amplia fragmentación durante el siglo XIX. A diferencia de otros países industrializados, los Estados Unidos fallaron en desarrollar bancos nacionales con extensas redes de sucursales. Antes de la Guerra Civil, los estados eran libres de regular sus propios sistemas bancarios, no existía ningún tipo de sistema a nivel país. Este hecho bélico, que inició en 1861, junto con la necesidad de financiarlo, cambió el rol del gobierno federal en el sistema financiero. Los posteriores National Bank Acts de 1863 y 1864, establecieron un modelo federal bancario donde concedieron poderes limitados a los intermediarios, entre ellos, la imposibilidad de retener participaciones de otras empresas. Sin embargo, estas acciones no fueron suficientes para abstraerse de pánicos bancarios y depresiones económicas entre 1873 y 1907. Estas crisis dieron cuenta de la ineficiencia del sistema creado, despertando la necesidad de instaurar uno nuevo. A raíz de ello, en 1913 se desarrolla el sistema de Reserva Federal.

La organización de este nuevo modelo difería de la estructura de un banco central predominante como el Bank of England, teniendo un alcance regional y un poder de toma de decisiones descentralizado. El sistema fue instaurado con los objetivos de conducir la política monetaria del país, promover la estabilidad del sistema financiero; proteger la seguridad y solvencia de las instituciones financieras individuales, velar por la protección del consumidor y el desarrollo de la comunidad. Los artífices de la Reserva Federal la configuraron con tres rasgos principales: un

comité directivo central; una estructura de operación descentralizada y una combinación de características tanto públicas como privadas.

Este sistema está formado por tres entidades claves: Federal Reserve Board of Governors, los Federal Reserve Banks y el Federal Open Market Committee (FOMC). El primero, es una agencia del gobierno federal que reporta directamente al Congreso, provee la guía general para el modelo y supervisa los bancos de la Reserva. Sus miembros son elegidos por el presidente con el asesoramiento del Senado. Si bien la entidad posee gran relacionamiento y comunicación frecuente con las instituciones del gobierno, la toma de decisiones es de carácter independiente. Dentro del sistema, ciertas responsabilidades son compartidas entre este consejo de gobernadores en Washington D.C. junto a otra pieza fundamental, los Federal Reserve Banks, quienes constituyen la presencia operativa alrededor del país. Al establecer este nuevo régimen financiero, Estados Unidos fue dividido geográficamente en 12 distritos, cada uno incorporando por separado un banco central. La separación de los distritos fue trazada con la intención de que prevalezcan las regiones comerciales por sobre los límites de estados, por eso no necesariamente coinciden. Por otro lado, se encuentra el FOMC quien mantiene ocho reuniones programadas durante el año. En ellas, el comité examina las condiciones económico-financieras del país, determinando la correcta postura en política monetaria. A su vez, evalúa los riesgos para alcanzar las metas de precios y crecimiento económico.

Es importante destacar la estructura descentralizada de este sistema estadounidense. En ella, cada banco central actúa de manera independiente. En los inicios, esta fragmentación era tan profunda que incluso existían variaciones en las tasa de interés con la que se le otorgaba fondos a los bancos comerciales. En ese momento, esta posibilidad de establecer distintas tasas de descuento entre distritos era considerada una importante herramienta para la política monetaria. Sin embargo, a medida que la economía nacional se tornó más integrada y compleja, a través de avances tecnológicos, comunicaciones, transporte y servicios financieros, la conducción de las políticas monetarias comenzó a requerir mayores niveles de coordinación. En consecuencia, la descentralización se fue erosionando por medio de regulaciones, como la Monetary Control Act de 1980, que introdujeron mayor grado de colaboración con respecto a los precios de los servicios financieros otorgados a instituciones depositarias. Los Reserve Banks se volvieron más eficientes estableciendo acuerdos intra sistema que asignan responsabilidades por servicios y funciones que tienen alcance nacional entre los doce bancos.

No obstante, este rasgo continúa estando muy presente en el sistema. Esto se puede observar en el rol que toman los directores de cada distrito. Estos sirven de enlace entre la Reserva Federal y el sector privado. Como grupo, los directores llevan a sus funciones una amplia variedad de experiencias en el sector privado, que les otorgan una visión de las condiciones económicas de su respectivo distrito de Reserva Federal. Por lo tanto, a pesar de la necesidad de coordinación y

consistencia en todo el modelo, las distinciones geográficas permanecen siendo importantes. Políticas monetarias efectivas requieren conocimiento e input sobre las diferencias regionales. Por ejemplo, dos directores de la misma industria pueden tener distintas opiniones respecto a la fuerza o debilidad del sector, dependiendo de su perspectiva regional. Es por ello que la estructura descentralizada del sistema junto a la combinación de atributos públicos y privados permanece siendo importantes.

Otro hito histórico que marcó la configuración del sistema financiero fue el “Glass-Steagall Act” de 1933. Fue una ley promulgada por el presidente Franklin D. Roosevelt como consecuencia de las repercusiones de la crisis del 29. Entre otras cosas, la ley llevó a la separación entre los bancos comerciales y los bancos de inversión; por medio de la prohibición a los bancos comerciales de poseer acciones. En las audiencias de la Comisión del Congreso de Moneda y Bancos, se encontraron pruebas que evidenciaban que los agentes de valores de los bancos comerciales estaban engañando a los clientes. Esto fue determinante en las nuevas regulaciones y para reforzar tanto las sospechas como la hostilidad frente a los grandes bancos.

A raíz de esto, se da el segundo rasgo característico de los Estados Unidos, la gran diversidad. Esta se ve reflejada en el amplio abanico de distintos tipos de instituciones y sus diferentes grados de especialización. Según Bare y Mote: "There are at least 20 fairly well - defined and distinct types of financial institutions in the United States and considerable heterogeneity within each of the basic types. At the same time, there is considerable overlap in their functions." (Bare y Mote, 1992). Esto se puede ver ejemplificado en las asociaciones de ahorro y crédito, bancos de ahorro mutuo, y las compañías de créditos hipotecarios; donde todas trabajan del lado de la originación del activo, proveyendo los préstamos hipotecarios. Sin embargo, las dos primeras suelen retener a la hipoteca en sus portafolios, mientras que los bancos hipotecarios tienden a vender la mayoría a instituciones inversoras. Paralelamente, compañías financieras, uniones crediticias y bancos industriales se especializan en originar y dotar de pequeños préstamos a los individuos, mientras que difieren en la fuente de su fondeo. También, existen compañías que otorgan créditos a los retailers para la financiación de los consumos de los clientes. Mientras que la mayoría de las instituciones prestamistas a consumidores son independientes de las firmas comerciales e industriales, algunas de ellas, son propiedad de los principales fabricantes de automóviles o electrodomésticos, especializadas en otorgar préstamos (al menos inicialmente) a sus consumidores.

Una de las propiedades más importantes del sistema financiero de Estados Unidos es el acceso a financiación directa. Según Allen y Gale: "Over the last few decades around 50 percent of external funds raised by nonfinancial firms has been obtained through the sale of securities in stock and bond markets whereas in other countries a figure of 10 percent is more typical." (1994)

En este sistema financiero, los mercados de valores -donde los bonos y las acciones son emitidos y tradeados- son los más grandes a nivel mundial en cuanto a capitalización de mercado. El New York Stock Exchange es el de mayor importancia, con una capitalización de mercado de sus compañías listadas de U\$S 28.8 trillones a mayo de 2018 (NYSE Group Shares Outstanding and Market Capitalization of Company Listed, 2018). Por día, el volumen tradeado es de aproximadamente U\$S 3.2 billones, donde de las 3 mil empresas listadas, un tercio de ellas son de origen extranjero. Seguido a este, el NASDAQ es el segundo más preponderante, con una capitalización de U\$S 11 trillones a marzo 2018. Se caracteriza por comprender las empresas de alta tecnología en electrónica, informática, telecomunicaciones, biotecnología.

Sin embargo, no es el único mercado financiero líquido donde están disponibles para los inversores. Sumado a estos, existe un mercado de opciones y futuros de gran volumen, así como de diversidad. El volumen que se maneja en este mercado es similar al de bonos y acciones. Los derivados financieros les permiten a los inversores ampliar la gama de instrumentos para adquirir en su portafolio, de manera que puedan generar estrategias más puntuales mitigando riesgos o apalancándose. Algunos contratos de futuros y opciones que se pueden adquirir son sobre productos agrícolas, energía, índices bursátiles, divisas, tipos de interés, metales e incluso clima. Ejemplos de estos mercados son el COMEX, NYMEX, CBOE y CBOT, pero el de mayor importancia es el de Chicago Mercantile Exchange.

En Estados Unidos, existe otro sector financiero muy importante, el mercado secundario. El desarrollo de este tipo de sector no tiene comparación a nivel mundial. En estos, los inversores tradean entre ellos en lugar de con la entidad emisora. Por medio de series masivas de intercambios independientes e interconectados, el mercado secundario conduce el precio de los títulos hacia su valor real. Asimismo, crea valor económico adicional al permitir que se produzcan transacciones productivas. Esto tiene como consecuencia que los precios de mercado (tasa de interés, deuda, etc.) son asignados de manera más eficiente.

Otro aspecto a destacar de este sistema es la manera en que la información es generada y usada. El rol que le asignan al sistema de precio en converger información para el uso eficiente de recursos, es el que determina los distintos incentivos para los inversores y acreedores. En Estados Unidos el gran número de firmas que están enlistadas públicamente y los requerimientos SEC donde descargan extensivos reportes de contabilidad dan cuenta de la cantidad de información generada en el mercado. Esto tiene implicancias para la asignación de inversiones. La amplia disponibilidad de información ayuda a las compañías a tomar mejores decisiones de inversión. Las empresas también pueden conocer con más precisión las industrias en las que participan.

Además, esta disponibilidad de información pública, hace posible un mercado activo para el control corporativo. Si una compañía piensa que otra está subvaluada o que podría utilizar los

recursos de otra compañía, puede ofertar para adquirirla. Incluso si los administradores no están de acuerdo con quien buscar comprar la compañía, se puede dar la venta si los accionistas acuerdan con los términos. Para este tipo de decisiones también es fundamental el acceso a la información por parte de los accionistas.

El sistema financiero de EEUU posee características que lo diferencian de las estructuras de otros países. Primero, su extremo grado de fragmentación, como está reflejado en las grandes cantidades de instituciones y entes reguladores individuales. Segundo, la diversidad de instituciones y niveles de especialización. Tercero, la facilidad de acceso a financiación directa, acompañada de un alto nivel de liquidez de los mercados financieros y variedad de instrumentos. Cuarto, disponen de extensiva información sobre las compañías listadas públicamente.

V. Comparación entre sistemas

En las secciones anteriores, hemos descrito las características del sistema de intermediarios financieros y de mercado bursátil, destacando algunos de sus beneficios a través de los modelos más representativos de cada uno, el alemán y el estadounidense. En este apartado vamos a contrastarlos para dar cuenta de qué rasgos estaríamos eligiendo por sobre otros al desarrollar uno de estos tipos de sistemas.

V.I Riesgos

V.I.I Riesgo intertemporal

A comienzos de los 70, como represalia a aquellos que habían apoyado a Israel en la guerra, los países miembros de la OPEP decidieron subir drásticamente los precios a los importadores de petróleo. En un contexto de gran dependencia del mundo industrializado por esta materia prima, se generó un shock en la economía mundial.

En Alemania, si bien fueron golpeados por los efectos negativos del aumento, las repercusiones en el capital familiar doméstico fueron más leves que en otros estados. Esto se debe a que, en el sistema teutón, los ahorros familiares destinados a los retiros y a otros propósitos se encontraban en cuentas bancarias u otros instrumentos de deuda similares. Entonces, ante la externalidad, los bancos bajaron sus niveles de reserva de manera que los individuos fueron capaces de mantener sus estándares de consumo.

Por el contrario, en la década de 1980, se dio un sostenido crecimiento en Alemania. Sin embargo, al igual que lo sucedido en la década anterior, el valor de los ahorros familiares no tuvo grandes variaciones. Estos permanecían dispuestos en créditos fijos en los intermediarios, quienes en este período lograron recuperar las reservas que habían utilizado anteriormente.

De esta manera, podemos ver la capacidad que le otorgan los intermediarios financieros de moderar el consumo intertemporal a los ingresos domésticos. Según Allen y Gale (1994), existen dos caminos para que los intermediarios puedan realizarlo. Por un lado, lo pueden alcanzar a través de lo que ellos llaman “intergenerational risk sharing”. Los intermediarios pueden proveer seguros contra las oscilaciones de los precios de los activos promediando las pérdidas y ganancias a través del tiempo. Bajo ciertas circunstancias, los intermediarios que perduran en el tiempo, poseen todos los activos y ofrecen contratos de depósitos a cada generación a cambio de su dotación, pueden otorgar mejores escenarios de manera uniforme.

Por otro lado, otro medio por el que se puede moderar el consumo intertemporal es mediante la acumulación de activos. Para explicar este mecanismo, los autores argumentan que en una economía con activos riesgosos y otros más seguros, los bancos al poseer todos los activos proveen a los consumidores una intertemporalidad moderada acumulando reservas en forma del activo más seguro. De hecho, en términos de promedio en el largo plazo, los intermediarios pueden llegar a eliminar los riesgos. Esto sería una forma de agrupar los riesgos intertemporalmente. Sin embargo, este tipo de pool requiere aún más volúmenes del activo seguro para poder contrarrestar del todo los riesgos.

V.I.II Distribución de riesgo transversal

La manera en que distintas áreas económicas responden a shocks macroeconómicos puede ser analizada de varios modos. Por su parte, Stockman (1998) trató el tema e hizo una diferenciación entre las fluctuaciones “country-specific” y las “industry-specific”. En esta segmentación, el autor discierne aquellos shocks que impactan de manera homogénea en toda la economía durante un periodo prolongado, de los que repercuten de manera asimétrica en un momento determinado. Estos últimos, afectan de forma desigual entre sectores o industrias.

En un modelo financiero entorno al mercado, se dan las condiciones propicias para poder mitigar estas variaciones asimétricas. Ello es posible debido a la facilidad de acceso a inversión directa y la variedad de instrumentos que ofrece el mercado. Entonces, otorga a los inversores la capacidad de diversificar portafolios y adquirir instrumentos de cobertura a su medida. Por eso, un gran beneficio que presenta es que la exposición que asume cada individuo sea acorde a las contingencias que está dispuesto a tolerar. Allen y Gale (1994) llaman “distribución transversal del riesgo” a este fenómeno que se da por el intercambio de riesgos entre distintos individuos en un momento determinado.

Existen limitaciones para que funcione de manera correcta. Este mercado debe tener tanto información como participación completa, donde los costos de transacción no sean altos, situación que se cumple en el sistema estadounidense.

V.I.III Tipo de riesgo

El primer punto que sobresale al querer contrastar un sistema con otro es el trade off que surge entre optar por una economía que provea la posibilidad de compartir riesgo transversalmente o aquella que permita suavizar el riesgo intertemporal. Dos beneficios que describimos anteriormente, el primero, propia del modelo estadounidense; el segundo, del modelo alemán. La razón por la cual se debería elegir uno por sobre el otro, es que ninguno de los dos puede proporcionar el beneficio que brinda el otro, por lo menos, no de manera eficiente.

En el contexto del 70 y 80, descripto anteriormente, las estructuras en torno a los mercados bursátiles respondieron contrariamente a las fluctuaciones económicas mundiales. En Estados Unidos, los efectos del shock del petróleo se tradujeron en una reducción a la mitad del valor real de la Bolsa de Valores, niveles a los cuales se mantuvieron a lo largo de la década. Los ahorristas que habían dispuesto inversiones en el mercado bursátil para los fondos del retiro y necesitaban liquidar sus tenencias para poder consumir, se vieron obligados a tener que relegar sus estándares de vida. Por el contrario, en los 80 los títulos multiplicaron su valor real, dando lugar a que aquellos que habían destinado el ahorro en el mercado fueran capaces de mejorar sustancialmente su consumo.

Como explicamos en otra sección, el efecto de suavizar el riesgo intertemporal se alcanza mediante los mecanismos de acumulación de capital o a través de la distribución de riesgo intergeneracional. Las estructuras basadas en los mercados bursátiles no pueden cumplir con ninguno de ellos. Por un lado, no pueden garantizar un seguro contra las volatilidades de los precios de los activos promediando las ganancias y pérdidas a lo largo del tiempo. Esto se debe a que las distintas generaciones que participan, lo hacen en diferentes momentos. Este sería un caso de participación incompleta. Con el fin de que una generación pueda liquidar sus participaciones de activos, otra generación debe estar dispuesta a comprarlo. Entonces, el precio al cual se lleva a cabo esta transacción puede introducir considerables riesgos de consumo. Para dar cuenta de este caso, Allen y Gale (1994) toman un caso simple de riesgo de interés. “Overlapping generations are two-period lived and consist of a single representative agent who has an endowment when young and consumes only when old. There is a long term asset in fixed supply and a short term asset in variable supply, which we can represent as a storage technology. The return on the storage technology is known when an investment is made but is random before this. The effect of the random return on storage is to introduce random revaluations of the long term asset.” De esta manera, podemos ver el riesgo que implicaría realizar las transacciones entre generaciones que no podría ser asegurado mediante el mercado financiero, sino que se necesitaría una institución que perdure entre generaciones y acorte la brecha entre ellas.

Por otro lado, tampoco puede alcanzarlo con la acumulación de capital, donde los intermediarios compensan los activos riesgosos generando reservas en formas de activos seguros. Esto se debe a que en las economías donde los individuos invierten directamente en un activo seguro y otro riesgoso, se van a inclinar por este último, ya que el precio de este activo va a ser tan bajo que sus retornos dominen siempre al activo seguro, que nunca será poseído. Como resultado, cada generación asume el riesgo total de los dividendos del activo riesgoso.

Mientras que, en contra parte, el sistema de intermediarios financieros es muy limitado para poder proveer un tipo distribución de riesgo transversal. El banco para lograr ese fin por sí solo, debería ofrecer una variedad de cuentas con distintos tipos de riesgos. Al hacer esto, no podría asegurar liquidez sin dejar de suavizar el consumo intertemporal. Esto sucede debido a que los clientes querrán utilizar la información privada para construir portafolios según sus preferencias. Entonces, al entrar constantemente nueva información, los clientes tienden a reajustar sus portafolios a lo largo del tiempo. En consecuencia, al haber una re locación constante de los fondos de los clientes, los bancos no pueden generar esquemas intertemporales de riesgo.

V.II Acceso a la información

Otro punto a destacar en esta comparación entre sistemas es el relacionado a la generación y acceso a la información. Por un lado, expusimos que el modelo alemán proveía menor cantidad de datos públicos en cuanto a las industrias y firmas, dado que se encontraban concentrados mayormente en manos de los bancos. Por otro lado, el sistema de Estados Unidos tiene una amplia cantidad de empresas listadas públicamente que son incentivadas a mostrar datos por los entes reguladores de los mercados. Entonces, como podemos notar, la información disponible sobre las compañías e industrias son totalmente opuestas en estos modelos. En consecuencia, cada estructura provee distintas ventajas comparativas.

Una ventaja del modelo basado en el mercado bursátil es que provee una fotografía más amplia para poder tomar decisiones en cuanto a los conocimientos requeridos ex-ante sobre el mercado. La extensa información pública sobre las empresas, otorga herramientas a los inversores con la posibilidad de reducir los riesgos de distinguir un buen negocio de uno malo.

Existen diversos métodos para la evaluación de proyectos, de los cuales normalmente se toman en consideración varios de ellos, de manera de poder realizar una correcta estimación de riesgos. Los modelos mayormente implementados por los *practitioners* son los flujos de fondos descontados mediante valuación de TIR (tasa interna de retorno) o a través del VAN (valor actual neto). Estos son configurados en torno a la determinación de los ingresos y egresos de caja relativos a la inversión en análisis y la actualización de los mismos mediante las fórmulas de interés compuesto. En ambos, es necesaria la tasa de descuento ajustada por riesgo.

Esta tasa representa la rentabilidad mínima requerida por los inversores interesados en el potencial proyecto. En el caso del VAN, es implementada para llevar a valor presente los distintos flujos de caja. Mientras que en el modelo de TIR, se la utiliza para compararla con el rendimiento. El método comúnmente aceptado para calcularla es el de asignación de precios de los activos de capital. En este, el retorno mínimo requerido tiene dos componentes. El primero, es un retorno libre de riesgo, como podrían serlo los bonos del tesoro estadounidense. El segundo, es la prima de riesgo. Este retorno adicional está dado por el B , que es la relación del exceso de rendimiento del proyecto respecto de la tasa libre de riesgo y la diferencia de rendimiento de mercado respecto a la tasa libre de riesgo. Como podemos ver, la prima de riesgo que el inversor exige depende del riesgo de la inversión comparado al promedio del mercado.

Entonces, conocer los rendimientos del mercado, así como la performance de las distintas industrias y sectores es necesario para determinar lo mejor posible el B . Por lo tanto, el acceso y disponibilidad de información es clave para reflejar con mayor aproximación esta relación entre el riesgo y el rendimiento de un activo para una exitosa toma de decisión.

Si bien los mercados presentan estas ventajas de análisis, muestran dificultades para los problemas de riesgo moral e información asimétrica ex post. Estos son los que conciernen al esfuerzo gerencial, los riesgos asumidos por las estrategias empresariales y el cumplimiento de retornos reportado. Por el contrario, los intermediarios financieros parecerían presentar una alternativa frente a esto.

Según Mayer (1988) el mecanismo a través del cual los bancos cumplirían este rol es mediante el compromiso de relación a largo plazo. Basado en el modelo de Fischer (1990) donde considera dos tipos de firmas - buenas y malas- en dos períodos. En este, cada firma tiene un proyecto por período. Aquellos intermediarios que financian firmas en el primer período, subsecuentemente tienen mejor información sobre qué tipo son. Contrario al modelo de mercado, los bancos poseen escasa información relativa ex ante, por lo que predecir el éxito de un proyecto es dificultoso. Por lo tanto, desde la perspectiva del financista, las pérdidas provocadas por los “malos” proyectos deben ser compensadas con las ganancias de los “buenos” proyectos. Entonces, una vez asumido el costo de ganar información privilegiada sobre la firma en el primer período, los bancos tienen incentivos para retener los proyectos exitosos en el segundo período de manera de compensar las pérdidas de los fracasos y obtener ganancias.

No obstante, Hellwig (1991) advierte algunos inconvenientes que podrían manifestarse a partir de esta dinámica de los intermediarios. Por un lado, puede surgir un problema de *free-rider* donde cada banco espere a observar los resultados de los proyectos en el primer período, de manera de buscar competir en el segundo. Por otro lado, puede haber un problema de *winners curse* donde

algunos proyectos queden relegados por temor a que su cliente sea alguno de los que rechazaron sus competidores.

En el modelo basado en la concentración bancaria, las restricciones en cuanto a la generación y acceso público de información pueden traer ventajas comparativas. Una de estas es la capacidad de suprimir el ruido. Douglas Foster y Viswanathan (1993) demuestran una dependencia en la varianza de los precios y en el volumen de trading esperado con la propagación de información pública al comienzo de la operación. Por lo tanto, en los países como EEUU, donde el mercado libera constantemente información de los flujos de pagos y tasas de descuento al público, existe un alto impacto en las volatilidades de los precios. Esto lleva a que los portfolios de los agentes se vean constantemente afectados por los cambios en los activos, teniendo que readecuarlos para mantener la distribución transversal del riesgo. Hirshleifer (1971) explica en su modelo de revelación de información pública, que los individuos teniendo dotaciones diferentes, las adecuan de manera estratégica para distribuir los riesgos futuros. Dado que la revelación de información puede traer excesos de volatilidad en los precios, la distribución de las dotaciones varía continuamente, incurriendo en costos transaccionales para reajustar sus asignaciones. En consecuencia, los individuos tienden a tener preferencias por la supresión de este ruido. A su vez, esta volatilidad podría traer grandes implicancias en la variación del consumo. Entonces, con respecto a este punto, la ausencia de información del sistema alemán podría ser deseable.

Anteriormente, explicamos que el modelo bursátil podría presentar ventajas ante el bancario en cuanto a locación de inversiones. Sin las señales de precios y otra información disponible para las compañías en Estados Unidos, las empresas de Alemania podrían parecer perjudicadas para la toma de decisiones de inversión y de entrada a industrias. Sin embargo, puede ser argumentado que, en este sistema, donde pocos bancos de gran envergadura juegan un rol predominante, se pueda llegar a proveer mecanismos sustitutos. Si los bancos poseen una gran cantidad de información sobre la rentabilidad de las empresas, pueden utilizar esa información sea directamente asesorando a las firmas o indirectamente cuando deciden si otorgar o no préstamos para inversiones financieras.

A pesar de esto, existen mecanismos que no podrían suplantar de manera eficiente. Por ejemplo, sin un mercado de stock activo es difícil identificar tasas de descuento de riesgo apropiadas, por lo tanto, podría haber distorsiones a la hora de evaluar proyectos para los inversores.

V.III Incentivos de control

Otro punto a comparar son los diferentes incentivos que generan a inversores y acreedores para monitorear las empresas. Debido a la separación de la propiedad y el control, monitorear a los directores es una función importante de mercados e intermediarios.

El flujo de información en el modelo de EEUU favorece el mercado para el control corporativo. Manne en su artículo “Mergers and the Market for Corporate Control” (1965) explica la existencia de una correlación altamente positiva entre los precios de las acciones en el mercado con la eficiencia corporativa de la dirección. “As an existing company is poorly managed -in the sense of not making as great a return for the shareholders as could be accomplished under other feasible managements- the market price of the shares declines relative to the shares of other companies in the same industry or relative to the market as a whole.” El precio de la acción, o la parte que refleja la eficiencia gerencial, también mide la potencial ganancia inherente en el stock. Esto quiere decir que mientras más bajo sea el precio de la acción, relativo a lo que podría ser con una administración más eficiente, más atractiva es la adquisición para aquellos que creen que pueden gestionar mejor la compañía. De esta manera, mediante la posibilidad de adquisiciones hostiles, se generan incentivos para la competencia de eficiencia entre directores corporativos y permite una fuerte protección de los intereses del vasto número de pequeños, no-controladores accionistas. Los otros mecanismos pensados para realizar el control, no son eficientes para coordinar los intereses de los accionistas, ni generan los incentivos suficientes para corregir los rumbos de la dirección: “Courts, as indicated by the so-called business-judgment rule, are loath to second-guess business decisions or remove directors from office.” (Manne, 1965). No obstante, es cierto que para que se lleve a cabo la adquisición de la firma, primero es necesario que varios accionistas sufran pérdidas por medio de la venta de sus acciones.

El sistema centrado en bancos ofrece una alternativa a la problemática de control sobre los directores. Schumpeter asigna un rol de “delegado de control” a los bancos: “... the banker must not only know what the transaction is which he is asked to finance and how it is likely to turn out he must also know the customer, his business and even his private habits, and get, by frequently “talking things over with him”, a clear picture of the situation.” (Schumpeter (1939)). Cuando el número de accionistas es grande no es rentable para ningún accionista individual soportar los costos de monitorear. Estos podrían contratar un tercero que cumpla esta funcionalidad, pero a su vez, esta persona también debería ser controlada. En cambio, con la intervención de un intermediario como el modelo de relacionamiento de Hausbank alemán la supervisión de las firmas podría ser más eficiente. Diamond (1984) demuestra como el monitoreo involucra economías de escala, por lo que es más eficiente tener un único ente controlador sobre la firma que varios. Esto se debe a la relación cercana que mantienen los bancos con las empresas y su posesión de acciones con voto, que les proveen tanto las herramientas como la generación de incentivo para cumplir con la funcionalidad.

V.IV Liquidez

Como muestran Demirguc-Kunt y Levine (1996) el mercado bursátil afecta a la actividad económica a través de la creación de liquidez. Muchas inversiones rentables requieren compromisos de largo plazo de capital, pero muchas veces los inversores son reacios a ceder el control de sus ahorros por largos períodos. Los mercados de capitales líquidos hacen que las inversiones sean menos riesgosas y más atractivas en lo que respecta a la disponibilidad. Estos permiten que los inversores adquieran un activo y lo vendan con rapidez, de manera barata, si desean acceder a sus ahorros o alterar su portafolio. Al mismo tiempo, las empresas pueden tener acceso permanente a captar capital por medio de la emisión de equity. “By facilitating longer-term, more profitable investments, liquid markets improve the allocation of capital and enhance prospects for long-term economic growth. Further, by making investment less risky and more profitable, stock market liquidity can also lead to more savings and investment. Investors will come if they can leave.” Demirguc-Kunt y Levine (1996).

V.V. Inversiones extranjeras.

Los autores Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcon y Sayek (2004) estudian la importancia de impulsar el sector financiero para tener repercusiones positivas en la economía. En su texto explican que el rol del mercado financiero es esencial para atraer y sacar provecho de las inversiones extranjeras directas. Debido a los beneficios que otorgan este tipo de inversiones para impulsar el crecimiento (introducir nuevos procesos al mercado doméstico, “learning- by- observing”, entrenamiento de la fuerza de trabajo, networking y otros derrames o externalidades), distintos países han tratado de generar las condiciones para atraerlos. Si bien estas políticas que incluyen incentivos fiscales, como otras mejoras en las regulaciones locales y costos, es efectivo para seducir inversiones extranjeras, no son suficientes. Por medio de evidencia empírica, ellos demuestran que el nivel de desarrollo del mercado financiero local es crucial para que estos efectos positivos se realicen. Las condiciones locales financieras pueden limitar los beneficios potenciales que suponen las inversiones extranjeras directas para el país receptor, al no favorecer aquellas utilidades que van más allá del capital que atraigan y los salarios que generen. “We believe that the lack of development of local financial markets, in particular, can adversely limit an economy’s ability to take advantage of such potential FDI benefits. Whereas bad financial markets may mean that a country is not in a position to cope with unregulated short-term capital flows, our work suggests that the full benefits of long term stable flows also may not be realized in the absence of well- functioning financial markets”. De esta manera, los autores prueban que si bien las inversiones extranjeras directas afectan positivamente al crecimiento, lo hacen a través del mercado financiero. Por lo tanto, es esencial el desarrollo apropiado de dicho sistema.

VI. Características Argentina

VI.I Historia Estructura Financiera Argentina

Desde sus inicios, la economía argentina ha experimentado una gran volatilidad en cuanto a su crecimiento económico. Tuvo períodos de bonanza, donde el país se llegó a colocar entre los más prósperos, así como también experimentó intervalos de fuertes recesiones. Tanto su economía como el desarrollo financiero estuvieron fuertemente ligados al contexto internacional.

En sus comienzos, los bancos en Argentina se destacaron por su errática y efímera existencia. Fue una época en la que se dieron grandes cantidades de fundaciones, fusiones e incluso disoluciones. Della Paolera y Taylor (1999) explicaron este momento diciendo: “an era of free banking comparable to the ‘wildcat banking’ phase of United States history”.

Posteriormente, durante la presidencia de Julio Roca, en 1881, la administración estableció un orden monetario bimetálico. Esta estructuración consistía en que la emisión de pesos se encontraba respaldada por una determinada cantidad de oro, cuya garantía y responsabilidad recaía por entonces en una numerosa cantidad de bancos. La poco transparente y desorganizada regulación monetaria tuvo como consecuencias que este frágil sistema descentralizado tuviera su fin en 1887. Entonces, el gobierno instauró un nuevo sistema de bancos nacionales para respaldar el patrón oro. El fracaso de este, desencadenó el colapso financiero de 1890, conocido como la crisis de Baring por la bancarrota del banco londinense.

Luego de no tener éxito en las estructuras anteriores, el gobierno tomó gran cuidado a la hora de diseñar el nuevo régimen que los conduzca en una era de estabilidad suficiente para que Argentina pueda reincorporarse al patrón oro. Para ello, se desarrollaron dos instituciones clave. La primera, una institución donde por primera vez se centralizó el poder de emitir dinero, la Caja de Conversión. La segunda, la refundación del Banco Nación (BNA), quien se encargaba de las actividades bancarias comerciales y como agente financiero del estado. Por medio de esta separación de funciones, se esperaba dar muestra de mayor confianza manteniendo las actividades bancarias aisladas de la institución responsable de la moneda.

Durante un período sustancial de tiempo, el sistema funcionó de manera correcta. Sin embargo, la crisis de 1913-14 provocada por el contexto internacional de inicios de guerra, repercutió en Argentina a través del incremento de tasas de interés por parte de Inglaterra. Sumada a esta fuga de oro hacia el extranjero, el desequilibrio en la balanza de pagos producto de la caída de exportaciones primarias, profundizó aún más la situación. Con intenciones de sortear el momento, se decretó una ley de emergencia que otorgaba más poderes de acción al Banco Nación y marcaba el cierre de la Caja de Conversión. Así, los bancos privados que estaban perdiendo el 14% de sus reservas, obtuvieron el dinero demandado por medio de redescuentos del Banco.

Más tarde, en 1929, en Estados Unidos se da un colapso bursátil que desata una crisis financiera a nivel mundial. Esto impacta en Argentina por medio de la reducción del comercio internacional, la inflación y la caída del salario. En este momento, el Banco Nación interviene para hacer una segunda ola de rescate para los bancos privados, que lo deja al borde del colapso. De esta manera, se puso en evidencia la fragilidad que presentaba la estructura financiera argentina. En gran parte, esto era consecuencia de no haber podido desarrollar rápidamente una fuente de financiación alternativa a los capitales ingleses que habían sido perdidos. Para cumplir este rol, fallaron tanto los bancos privados como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). La BCBA había sido fundada en 1854, pero había tenido un débil papel en la economía argentina. Si bien la capitalización de la Bolsa tenía un nivel alto en comparación con los mercados emergentes, las tasas de transacciones eran bajas. En cierta medida, esto se debía al hecho que las compañías más grandes del país, los ferrocarriles, estaban listados en la bolsa de Londres. Como resultado de esto, los mercados eran ilíquidos y la habilidad para atraer nuevos inversores era baja.

Tras los rescates por parte del BNA, el panorama para la economía no era alentador. Della Paolera y Taylor (1999) explican: “Agents clearly knew this, and when the gold window opened there commenced a massive internal drain (a run on bank deposits) which fed an equally massive external drain (a run on gold at the currency board). The drain was halted by the conversion office going off gold after an embarrassingly brief resumption. Outside Money was hit hard: gold losses were large, about 40% down relative to trend in two years. Inside Money was devastated: the Banco de la Nación was now in the same parlous state as the private banks, with a reserve ratio falling about 20% age points toward a feeble 10% level”.

Más tarde, estas fricciones trajeron consigo cambios radicales en las instituciones. Primero, en 1931, se abandonó de hecho el patrón oro. Luego, en 1935, se fundó el Banco Central para aliviar la situación financiera. Este nace como una entidad mixta con participación estatal y privada, que tenía entre sus funciones la exclusividad en la emisión de billetes y monedas, así como la regulación de la cantidad de crédito y dinero, la acumulación de reservas internacionales, control del sistema bancario y de actuar como agente financiero del Estado.

Posteriormente, en 1944, tuvo lugar el acuerdo de Bretton Woods a nivel mundial donde se establecieron reglas para las relaciones comerciales y financieras. A nivel nacional, se implementaron medidas para controlar los capitales especulativos que generaban volatilidad financiera. Por medio de políticas intervencionistas, el estado pasó a regular las tasas de interés y el tipo de cambio. El objetivo central del paquete de medidas era fomentar la estabilidad financiera internacional generando un entorno en el que los estados nacionales pudiesen promover sus objetivos económicos y sociales. Sin embargo, estas fuertes restricciones al sector junto a grandes cuestionamientos de la intervención estatal que surgieron en la academia y en los círculos políticos, dieron lugar años más tarde al agotamiento del sistema. En respuesta a ello, surgió una

“ola liberalizadora” en el contexto internacional que repercutiría a nivel nacional por medio de la Reforma Financiera de 1977.

La reforma anunciada en abril de 1976 establecía una de las transformaciones institucionales más profundas en la estructura financiera argentina. En este, se estipularon un nuevo conjunto de reglas y disposiciones que cambiaron las reglas de juego a partir de 1977. Frenkle (1980) comenta sobre el impacto del programa: “Unida a la eliminación progresiva de los controles sobre el mercado cambiario, la reforma financiera marca un hito, a partir del cual el mercado de capitales argentino adquiere los rasgos de ‘libre y abierto’.” También, el autor pone a uno de los fondos comunes de inversión más grandes como ejemplo del “boom” de mercado, el cual promediaba una amplia cartera de acciones y que experimentó una multiplicación por siete de su precio en ese período.

A su vez, el sistema bancario sufrió grandes reformas. La Reforma Financiera impulsó dos grandes leyes: de descentralización de depósitos y la de entidades financieras. Dentro de estas, se autorizó a los bancos a captar depósitos por cuenta propia, fueron liberalizados los criterios con que las entidades financieras podían fijar las tasas de interés y flexibilizaron las condiciones para las aperturas de entidades financieras y filiales, entre otros. Este marco normativo buscó también convertir el mercado financiero fragmentado en uno consolidado, pasando de un sistema territorial a uno nacional.

Estos cambios se profundizaron en la década de los 80 pero tuvieron aún más impulso en los 90. En este último período, estimulado por un contexto internacional de gran flujo de movimiento de capitales, se registró un importante crecimiento en el mercado financiero local. A principios de la década, se estableció la Ley de Convertibilidad que, junto a la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, los cambios en la Ley de Entidades Financieras y la adopción de las normas de Basilea, se dio continuidad a la “liberalización” de la estructura financiera. Más tarde, se fomentó la extranjerización del sector otorgando reduciendo los requisitos de entrada para instituciones del exterior.

En 1994, tiene lugar la crisis mexicana que crea un efecto contagio sobre las economías emergentes conocido como “Efecto Tequila”. Esta tiene como consecuencia la quiebra de bancos nacionales y abre nuevamente el cuestionamiento a la solvencia del sistema financiero. De esta manera, se hacen modificaciones en el marco regulatorio, donde se otorga mayores poderes al BCRA para asistir a las instituciones y barajar distintas alternativas de saneamiento para los bancos.

Posteriormente, en diciembre de 2001 tuvo lugar una fuerte crisis en Argentina política, económica y social. Esta fue producto de una fuerte recesión que se extendía desde hace un tiempo y cuyo desencadenante fue la imposición del “Corralito”, restricción en la extracción de dinero

de los bancos. En consecuencia, durante 2002 se introdujeron cambios en la Ley de Entidades Financieras, de reestructuración, disolución e intervención judicial.

VI.II Estructura Actual del Sistema Financiero Argentino

Como vimos anteriormente, el contexto internacional junto a los vaivenes de la economía argentina fue modelando la estructura del sistema financiero.

Actualmente, el Banco Central de la República Argentina es la institución que tiene como principal objetivo la estabilidad monetaria y del sistema financiero. A su vez, mediante la Carta Orgánica de 2012 se restableció el mandato múltiple del banco, planteando la búsqueda del desarrollo económico y la contribución a una mayor equidad social. Esta entidad tiene una marcada característica centralizada en la imagen de su presidente, más allá de la colaboración en la ejecución de la política monetaria y financiera del directorio.

El sector de intermediarios financieros está compuesto por 62 bancos, de los cuales 13 de ellos son de carácter público y 49 privados. Si bien la Ley de Entidades Financieras distingue entre la actividad comercial y de inversión, no hay obligación para la separación entre bancas, por lo tanto, la mayor parte de estas son de índole “universal”. De hecho, el espíritu de la ley va a favor de la integración. “2º) en la ardua discusión sobre entidades integradas o especializadas, la tendencia universal tiende a la integración. Ello no significa que el mercado no mantenga alguna especialización. Como consecuencia de estos principios fundamentales, se ha optado por autorizar a los bancos comerciales a actuar con la más amplia gama operativa, pudiendo realizar todas aquellas operaciones que no les sean expresamente prohibidas por la Ley o por las normas que con sentido objetivo dicte el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA en ejercicio de sus facultades.” (Ley de entidades financieras).

Otra característica importante del sistema es la tendencia a la concentración bancaria. Anteriormente, mencionamos que en 1977 se dio una reforma de la estructura con una tendencia liberalizadora que se buscó profundizar en los 90, estos paquetes de medidas junto al contexto internacional favorecieron la reducción de entidades. Desde entonces, se dieron una serie de privatizaciones de bancos públicos, fusiones, adquisiciones e incluso, producto de crisis, algunas quiebras. De este modo, el total de entidades financieras se redujo de 723 en 1977 a 77 en la actualidad (ver Tabla.3).

Los actores principales de estas instituciones son el Banco de la Nación Argentina, Santander Río, Banco Galicia y el Banco de la Provincia de Buenos Aires. Este primero es por amplia diferencia el más grande. En Marzo de 2019, presentaba activos por una suma de 1.217.369.387 de pesos

(miles de pesos), más del doble de su seguidor, el Galicia, con 567.329.123 de pesos. Cerca de este se encuentra la subsidiaria del banco español, Santander, con 559.011.125 de pesos y el Provincia con 507.488.665 de pesos.

Tabla. 4 Activos Bancos Argentina (marzo 2019)

Ranking Activos		
Orden	Denominación	Importe
1	Nación Argentina	1.217.369.387
2	Bco Galicia SAU	567.329.123
3	Santander RIO	559.011.125
4	PR Buenos Aires	507.488.665
5	Francés SA	387.787.768
6	Macro SA	368.103.355
7	HSBC Bank	256.322.382
8	Ciudad de BS AS	203.326.197
9	Industrial and Commercial	195.580.333
10	Credicoop Coop	190.197.223
11	Patagonia SA	170.696.989
12	Supervielle SA	156.029.631
13	Prov de Córdoba	120.614.808
14	Citibank N.A.	109.444.355
15	Hipotecario	78.873.440

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Por su parte, el mercado de capitales se encuentra regulado por la Comisión Nacional de Valores. Esta es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República. Su objetivo es promocionar la oferta pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores. A partir de 2012 sufre una polémica reforma en la que se le otorga mayor poder, facultades de veeduría con veto y para intervenir sin previo control judicial cuando "fueren vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores". Con la normativa anterior vigente, la CNV tenía la capacidad de remover a los miembros del órgano de administración de una empresa emisora y designar veedores con poder de veto. Recientemente, con la sanción del 9 de Mayo de 2018, se llevó a cabo la implementación la nueva Ley de Mercado de Capitales, donde se buscó revertir y desplazar el artículo que le otorga dicha capacidad de intervención en empresas.

Históricamente, a diferencia de otros países, en Argentina se encontraban separadas las funciones de listar a las empresas (la cotización, controlar la veracidad de la información de las empresas) de la operatoria (concertar, liquidar, vigilar y garantizar las operaciones) en dos entidades distintas. A modo de ejemplo, podemos identificar a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como institución que cumple esta primera función (BCBA) y al Mercado de Valores de Buenos Aires

(MerVal) para la segunda. Incluso, la depositaria del sistema bursátil se encontraba en una tercera entidad, la Caja de Valores.

En el marco de la Ley 26.831 de Mercado de Capitales normada en 2013, el sistema comienza un proceso de integración. Producto de ello, en diciembre de 2016 la CNV y la Inspección General de Justicia aprobaron la constitución y operación de Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA). Este es un nuevo mercado bursátil resultado de la unión del Merval y la BCBA, donde también se incorporó la Caja de Valores casi en un 100% a su patrimonio. Además, se creó el Mercado Argentino de Valores (MAV) al que se incorporaron el Mercado de Valores de Córdoba y los Mercados y Bolsas con participación en la caja de Valores (Mendoza, Rosario, Córdoba, La Plata y Bahía Blanca). Esta tiene por objetivo establecer un mercado federal, alcanzando un único punto de acceso para bajar costos legales, de conectividad e información de mercado.

En ByMA cotizan compañías con altos estándares de gobierno corporativo, que tienen como mínimo un 25% de su capital flotando en el mercado, al menos un cuarto de sus acciones en manos de personas físicas o inversores no institucionales, cumpliendo normas NIIF y sin tener acciones preferidas. Sus principales funciones son la de concertar en la negociación, cámara compensadora y contraparte central (CCP) en la liquidación de operaciones, así como también, en el monitoreo de las transacciones que se realizan a través de su sistema de negociación, que permite acceder a la colocación primaria y la negociación secundaria de valores negociables.

Actualmente, hay 104 empresas listadas en la bolsa. Esta tiene una capitalización bursátil de 8.346.253.599.646 de pesos en Abril de 2019. El volumen tradeado es de 31.494.126.489 para el mismo momento. En este mercado, el volumen de intercambio de acciones representa apenas el 2%, mientras que la renta fija alcanza casi la totalidad de los montos negociados con un 93%. (ver Tabla.5)

Tabla.5 Montos negociados ByMA (Abril 2019)

Rubro	Monto (\$)	Porcentaje
Renta variable	666.200.636	2,12
Acciones	636.898.075	2,02
Cedears	24.208.611	0,08
Ejercicios	5.093.950	0,02
Renta Fija	29.420.068.768	93,42
PPT	9.937.683.349	31,56
Títulos Públicos	9.909.946.636	31,47
Obligaciones Negociables	27.736.713	0,09
SENEBI	19.482.385.419	61,86
Títulos Públicos	18.754.735.961	59,55
Obligaciones Negociables	727.649.458	2,31
Futuros	0	0
Opciones	26.630.990	0,08

Cauciones	1.333.646.756	4,23
Préstamos de tít. valores	47.579.339	0,15
Pase tomador	0	0
Pase colocador	0	0

En cuanto al mercado de futuros y opciones, Argentina se encuentra en un momento de transición debido a la reciente aprobación de la fusión de Rofex y Matba, los dos de mayor preponderancia del país. El primero, originario de Rosario, y el segundo, de Buenos Aires. Se estima que la valuación de esta nueva entidad asciende a u\$s 275 millones. (El Cronista, Marzo 2019). De esta manera, se espera que para mediados de 2019 comiencen a funcionar como único mercado, especializado en futuros y opciones tanto financieros como agropecuarios. Esto significa un gran paso para el desarrollo y comercialización de estos instrumentos.

El estado actual del sistema financiero de Argentina, como vimos durante la sección, pareciera tener rasgos que se asemejan tanto a los modelos propios de la estructura alemana como de la estadounidense. Por un lado, la tendencia a concentración bancaria durante los últimos años con instituciones que prevalecen sobre las demás, nos permite asociarlo con el modelo de Alemania. Por otro lado, la integración de los mercados de futuros y derivados, así como las reformas sobre ByMA permiten relacionarlo con el modelo de EEUU. Sin embargo, cuando profundizamos el análisis en sus niveles de desarrollo, las observaciones son distintas. Haciendo uso de los indicadores de Ross Levine y Asli Demirguc-Kunt en “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts” (1996) para medir grados de desarrollo del mercado de capitales y de intermediarios financieros, realizamos una comparación entre la estructura argentina y los modelos extranjeros.

Tabla.6 Indicadores de desarrollo de Mercado y Profundidad bancaria.

	Argentina	EEUU	Alemania
Desarrollo mercado			
Capitalización mercado sobre PBI	18,40%	142%	57,70%
Compañías listadas	104	4612	465
Capitalización mercado bursatil (billones usd)	185,89	29.725,31	2.130,20
Volatilidad del precio de stocks	27,54%	15,80%	18,67%
Profundidad bancaria			
Pasivos líquidos, % al PBI	24,73%	73,54%	92,94%
Depósitos sist. financiero, % al PBI	18,82%	81,31%	81,12%
Créditos bancarios al sector privado	15,53%	52,99%	77,23%
Crédito bancario al gobierno	8,99%	11,83%	17,13%

Activos Bancarios	19,66%	62,67%	93,41%
-------------------	--------	--------	--------

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en la Tabla.6, Argentina se encuentra muy por debajo de los niveles de desarrollo en ambas estructuras financieras. El indicador de capitalización del mercado como porcentaje del PBI, que se lo puede asociar como un fuerte marcador del desarrollo de mercado, arroja diferencias exorbitantes con ambos países y aún más con EEUU. Lo mismo sucede cuando comparamos los pasivos líquidos como porcentaje del PBI de Argentina respecto a las dos potencias para tener referencia de la profundidad bancaria, existe una amplia disparidad. El desvío respecto a las potencias en cada modelo es tan grande que resulta difícil poder identificarlo como semejante a uno u otro. Incluso, los niveles son tan bajos que no sólo denota que no sería posible encasillarlo a alguna de estas configuraciones financieras, sino que dan cuenta del subdesarrollo del sistema financiero argentino en general.

VII. ¿Qué modelo es el adecuado?

En secciones anteriores, analizamos los beneficios que proporcionaba el desarrollo de cada uno de los modelos de estructura financiera. Posteriormente, estudiamos las características del sistema argentino. De esta manera, concluimos que si bien presenta algunos rasgos similares a la configuración financiera de Estados Unidos y Alemania, ambas estructuras se encuentran muy poco desarrolladas en la nación sudamericana. Por lo tanto, el desarrollo de ambos modelos sería conveniente para el país. ¿Por qué optar por uno o por el otro? ¿Acaso no pueden convivir? Argentina podría sacar provecho de ambos.

En la literatura económica, históricamente se ha hecho esta comparación entre modelos, valorando muchas veces a uno por sobre el otro. Sin embargo, Ross Levine y Demirguc-Kunt (1996) a través su estudio “Stock Markets: A Spur to Economic Growth” demuestran cómo estos sistemas se pueden complementar e incluso potenciarse. En este paper, los autores se preguntan si existe un vínculo independiente entre el desarrollo del sistema bursátil y el crecimiento o si es que la liquidez del mercado de stocks está correlacionada con el desarrollo bancario. Estos autores encuentran que cada variable por si misma es fuerte predictora del crecimiento económico futuro.

De manera similar, Levine y Zervos (1998) demuestran que la liquidez del mercado implica un crecimiento económico rápido sin importar el nivel de desarrollo bancario. También, un mayor grado de estructura bancaria implica un crecimiento veloz más allá del nivel de liquidez en el mercado bursátil. Además, luego de haber controlado otras características de país, como ingreso inicial, educación, estabilidad política, monetaria, fiscal, comercio y tipo de cambio, la data continúa demostrando positividad en la influencia del mercado e intermediarios sobre el crecimiento. A su vez, Demirguc- Kunt y Makisimovic (1996) observan que el incremento en el

desarrollo del mercado de capitales tiende a aumentar el uso de la financiación bancaria. Por lo tanto, podemos determinar que ambos componentes pueden ser complementarios en el funcionamiento del sistema financiero.

Entonces, el camino al desarrollo económico en Argentina en el largo plazo podría ser pensado a través del desarrollo de ambas estructuras financieras. Sin embargo, ¿cómo se planearía este proceso? ¿De qué manera convendría pensar esta transformación? Uno de los puntos importantes a tener en cuenta a la hora de analizar estas cuestiones es el contexto económico argentino.

Durante los últimos años la Argentina se ha caracterizado por tener grandes fluctuaciones con etapas de crisis, recuperación y posteriores caídas en recesiones nuevamente. Como describe José María Fanelli (2012): “La economía argentina es volátil no sólo en comparación con las economías desarrolladas, sino también con relación al promedio de América Latina. De hecho, en el período considerado (1960-2009) la Argentina fue tres veces más volátil que los países desarrollados y superó en un 50% el promedio de América Latina.” A su vez, explica como los desvíos cíclicos suelen ser frecuentes en los países capitalistas, pero que en esta economía hay una tendencia a que sean muy pronunciados.

Esto denota que el país tiene como necesidad para el corto plazo de proveer un marco de estabilidad para el consumo entre generaciones. La estructura que podría proporcionar un mecanismo en búsqueda de este objetivo es la de intermediarios financieros.

La capacidad que otorga este para moderar los consumos de manera intertemporal es una herramienta útil para contrarrestar las oscilaciones que presenta esta economía. Algunos autores consideran que existen alternativas mediante las que un gobierno podría llegar a reemplazar esta función de los intermediarios financieros. Allen y Gale (1994) sugieren que las instituciones gubernamentales pueden suavizar los consumos intertemporales por medio de dos métodos. El primero, la inversión directa en activos seguros. Si bien es un procedimiento válido para alivianar los riesgos, estos economistas reconocen que es muy ineficiente dada la mayor capacidad del sector privado para la toma de decisiones de inversión. El segundo, el establecimiento de esquemas de seguridad social. Dicha propuesta se pudo ver en Argentina durante los últimos años plasmada en las asignaciones universales. Sin embargo, su diseño inadecuado junto a su defectuosa articulación y explotación política dan cuenta de una de las carencias del país para cumplimentar con el correcto funcionamiento, la alta ineficiencia del estado. Es por estas razones, que la elección de los bancos como medios para suavizar el consumo entre generaciones y hacer frente a las crisis que están marcando la historia reciente del país es la más adecuada.

Otro punto importante para pensarlo de esta manera son las PyMEs. Estas pequeñas y medianas empresas son determinantes para la economía argentina, representan alrededor del 45% del PBI y aportan un 70% del empleo en el país. En cuanto a fomentar el crecimiento y financiación de

estos tipos de compañías, Dewatripont y Maskin (1990) exponen su postura en este punto y explican que cada modo de financiamiento tiene sus ventajas y desventajas. Ellos explican que los empresarios conocen la naturaleza de sus proyectos, si son buenos o malos, pero los prestamistas no. En este contexto, el financiamiento a través del mercado además de otorgar mayor información para la toma de decisiones, le permite a aquellos que prestan descontinuar la inversión de manera más efectiva. Entonces, los empresarios no tendrían incentivos para buscar financiarse en el caso de no poseer un emprendimiento bueno. Sin embargo, resaltan que este sistema tiene una gran desventaja. Bajo este modelo, se pueden parar los proyectos que tengan bajos repagos parciales pero un alto repago final. Esto es a causa de a que serían ubicados en el mismo pool que los proyectos malos que presenten bajos rendimientos en ambos períodos. Por el contrario, el autor argumenta que los bancos presentan una alternativa frente a esto por medio de los incentivos al compromiso de largo plazo, visión alineada a la de Mayer explicada anteriormente. Recordamos que esto se debía a los altos costos que debían asumir para descubrir la naturaleza de los proyectos, entonces tienen incentivos para perpetuar la relación con aquellos que sean buenos por más que sus pagos altos sean en un horizonte temporal más lejano. Por lo tanto, en términos de bienestar para una primera etapa pareciera más adecuado iniciar con el modelo de intermediarios para financiar a aquellas compañías que se encuentren en etapas tempranas de desarrollo o no sean de gran tamaño.

Distinta es la situación en las firmas con mayor maduración, cuando las empresas crecen tienden a emanciparse de esta relación con los bancos. Martin Hellwig (1991) hace foco en este punto y pone como ejemplo una investigación de Hoshi et al (1990) en la que el autor reporta que, en Japón, las grandes y más rentables compañías sacan provecho de los nuevos mercados financieros en desarrollo para volverse más independientes de los intermediarios. Diamond (1989) otorga una explicación para esta sustitución del banco por mercado en el segmento de las grandes empresas. En su análisis, los costos de agente en la financiación directa para tales compañías son bajos debido a que su historial provee al mercado con suficiente información. También argumenta que la mayoría de estas empresas son tan grandes y tan diversificadas dentro de ellas que sus deudas puedan ser consideradas casi sin riesgo y como consecuencia con bajos costos de agencia. Entonces, el desarrollo de un mercado financiero en una segunda instancia es fundamental para continuar con el crecimiento de las compañías nacionales que se encuentren en una etapa más madura. "It is likely that the role played by the market in gathering and disclosing information may be more important for large firms because their stocks are traded more often and are followed by many analysts. Small firms may not benefit as much from stock market development, at least initially, because their Access may be limited by high fixed issuance costs. Even the stock of small firms that are listed on an Exchange may not be traded as often as the stock of large firms,

since it may be more costly for traders to acquire information about the prospects of small firms” (1989).

Por otro lado, ante este marco de crecimiento respecto a los emprendimientos, las expectativas de que arriben inversiones extranjeras directas son mayores. Para poder obtener provecho de los beneficios que otorga esto expusimos que es necesario tener un mercado financiero desarrollado, como demostraron Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcon y Sayek. Ellos explican que hay distintas maneras por las que los mercados financieros son necesarios. Primero, es improbable que los derrames estén restringidos únicamente a mejoras sin costo en la organización de la fuerza de trabajo. En particular, para tomar ventaja del nuevo conocimiento, las firmas locas necesitan cambiar las actividades diarias y, generalmente, reorganizar su estructura, comprar nuevas maquinarias, así como contratar una nueva administración y mano de obra calificada. Además, el potencial de las inversiones extranjeras directas para crear vínculos hacia atrás, con empresas que sean proveedores, serían prácticamente imposible sin financiación, ya sea para empresas previamente establecidas o nuevas. Como ellos concluyen: “Well- functioning stock markets, by increasing the spectrum of sources of finance for entrepreneurs, play an important role in creating linkages between domestic and foreign investors.” (2004).

El desarrollo de la estructura financiera de mercado bursátiles en una segunda instancia, nos hace cuestionarnos si ello no nos produciría un impacto negativo en la actividad de los intermediarios financieros, o incluso, contrarrestaría lo que se genera hasta este momento. Demirguc- Kunt y Makisimovic en “Stock markets development and corporate finance decisions” (1996) analizan esta problemática y concluyen que esto no sucedería, sino que, por el contrario, los sistemas se complementarían.

Los autores argumentan que los mercados bursátiles cumplen importantes funciones incluso en las economías con el sector de intermediarios altamente desarrollado. Debido a que estos primeros proveen un medio para diversificar riesgos, mitigar conflictos de intereses entre distintos acreedores, así como mejorar el flujo de información y de gobierno corporativo, los instrumentos financieros de deuda y capital, no son perfectamente sustitutos entre uno y el otro. Lo que sucede, en especial en las economías con mercados bursátiles en desarrollo, es que si bien esta política hace factibles un mayor nivel de inversiones, no todas ellas provienen de nuevas ventas de capital. Al nutrir al sistema con mejor flujo de información y bajar los costos de monitoreo para tanto inversores como intermediarios financieros, estos pueden ofrecer mejores condiciones de préstamos bancarios y en ventas de bonos. Por lo tanto, en las etapas donde se incentiva el mercado bursátil, la emisión de acciones tiende a ser complementaria en lugar de reemplazar a los préstamos bancarios y a la colocación de bonos.

Como explican los autores: “In many developing countries, banks fear that the volume of their business will decrease as stock markets grow. However, analysis suggests that initial improvements in the functioning of a developing stock market produce higher debt-equity ratios for firms, and thus more business for banks. In countries with developing financial systems, stock markets and banks play different, but complementary roles. Policies undertaken to develop stock markets need not affect existing banking systems adversely. Stock markets and banks can be developed simultaneously.” (1996)

VIII. ¿De qué manera desarrollarlos? (Marco Legal)

Dado el importante rol que cumplen los servicios financieros para el crecimiento económico, ¿qué puede hacer Argentina para promoverlos? Sin lugar a dudas, una respuesta completa para esta pregunta requiere un análisis más profundo que un único paper. Tanto los sistemas contables, económicos, impositivos y de supervisión influyen en el desarrollo de dichas estructuras. Sin embargo, según los hallazgos de LaPorta, Lopezde-Silanes, Shleifer, y Vishny (1996, 1997, 1999b) la dimensión legal y regulatoria pareciera ser un fuerte determinante de las estructuras financieras. Estos autores ven al sector financiero como un conjunto de contratos, que son definidos por los derechos legales y mecanismos de cumplimiento.

LaPorta, Lopezde-Silanes, Shleifer, y Vishny (1996, 1997) analizan esta temática explicando, a modo de ejemplo, cómo comúnmente se suelen asociar a los instrumentos según sus pagos. Por un lado, los instrumentos patrimoniales otorgan al dueño la posibilidad de recibir dividendos, mientras que los de deuda generan un flujo de pagos de interés. Sin embargo, apoyándose en Hart (1995), resaltan que la decisión de optar por uno u otro tipo de instrumento se debería basar en los derechos que llevan consigo. Esto sería escoger entre el derecho a votar sobre la administración o el poder de recuperar un colateral cuando la compañía falle en cumplir con las promesas de pagos. Sin estos derechos, los inversores no podrían recibir los pagos y, en consecuencia, las firmas no serían capaces de fondearse. Estos mismos derechos son los que los administradores y emprendedores resignan para obtener financiación.

Es a partir de esto que los autores destacan la importancia del marco legal, resaltando que los derechos de los instrumentos dependen de este. En consecuencia, no es lo mismo ser inversor en Francia, Estados Unidos o Alemania. Las leyes y la calidad de su cumplimiento son importantes determinantes de los derechos que tienen los dueños de los instrumentos y su protección.

Entonces, examinan empíricamente cómo las leyes que protegen a los inversores difieren entre 49 países, cómo la calidad de cumplimiento de esas leyes varía y si esas variaciones importan en cuanto a los patrones de propiedad corporativa, de manera que determinen los servicios financieros. En base a este estudio obtienen dos hallazgos importantes.

Por un lado, las leyes difieren marcadamente alrededor del mundo. Aquellos países cuyo marco legal se originó a partir de la tradición de “common law” tienden a proteger considerablemente mejor a los inversores que aquellos países cuyas leyes surgieron en base a la tradición del derecho civil, especialmente el derecho civil francés. Mientras que las leyes civiles alemanas y de los países escandinavos, se encuentran en una instancia intermedia en cuanto a protección de los inversores. Este resultado confirmaría la hipótesis de que un accionista, o acreedor, posee distintos paquetes de derechos según las diferentes jurisdicciones legales. Entonces, los derechos están determinados por las leyes, no por el tipo de instrumento.

Por otro lado, también varía la calidad de cumplimiento de las leyes. Las leyes civiles alemanas junto a las escandinavas presentan el mejor nivel en esta métrica. Seguido a ellos, los países de Common law también tienen buena calidad de cumplimiento, donde nuevamente los países con bases de leyes civiles francesas tienen las más débiles. Este mismo ranking también encierra a las normas de contabilidad como un input crítico para el cumplimiento de las leyes. La calidad del cumplimiento de las leyes, distinto a los derechos legales, mejoran pronunciadamente con los niveles de ingreso.

A partir de esto, los autores encuentran una relación negativa entre los sistemas legales con poca protección a los derechos de los inversores y baja calidad de cumplimiento, con la eficiencia de los servicios financieros. Por lo tanto, las estructuras financieras más débiles parecieran ser las que hayan adoptado un tipo de marco legislativo basado en las leyes civiles francesas. “These laws, and the quality of their enforcement by the regulators and courts, are essential elements of corporate governance and finance. When investors rights – such as the voting rights of the shareholders and the reorganization and liquidation rights of the creditors – are extensive and well enforced by regulators or courts, investors are willing to finance firms. When in contrast the legal system does not protect outside investors, corporate governance and external finance do not work well.” (LLSV, 2000)

Por su parte, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1997) profundizan el análisis sobre la gobernanza corporativa, como conjunto de reglas, prácticas y procesos mediante los cuales una firma es dirigida y controlada. Explican que esta conlleva un problema de agente que reside en la separación de la administración y la financiación, donde la problemática se encuentra en asegurar a los financistas que tendrán una devolución de su inversión financiera. Comienzan cuestionándose acerca de cómo estos pueden asegurarse que los administradores no roben el dinero que aportaron o que lo inviertan en malos proyectos.

Para ello, estudian a las protecciones legales sobre inversores y concentración de propiedad como enfoques complementarios de la gobernanza corporativa. Entonces, demuestran cómo esta protección de los derechos del inversor es un elemento esencial para una gobernanza corporativa

efectiva. En cuanto a la concentración de propiedad, explican que es un método casi universal de control que ayuda a los inversores a tener de vuelta su dinero. Si bien los grandes inversores son efectivos para resolver el problema de agente, también son ineficientes a la hora de redistribuir la riqueza entre otros inversores y ellos. Entonces, demuestran cómo los mejores sistemas de gobernanza corporativa, como los de Estados Unidos, Alemania y Japón, combinan una protección legal significativa de por lo menos algunos inversores con un rol importante para los grandes. Concluyen: “This combination separates them from governance systems in most other countries, which provide extremely limited legal protection of investors, and are stuck with family and insider-dominated firms receiving little external financing.”

Ross Levine, en su artículo titulado “Law, Finance and economic growth” (1999) estudia esta conexión entre el sector legal y regulatorio con el desarrollo financiero, trazando un vínculo con el crecimiento económico de largo plazo. Primero, comienza demostrando que la importancia del marco legislativo para con el sistema financiero es determinante para la relación entre acreedores y empresarios, en línea con los autores anteriores. Los datos comprueban que en aquellos países cuyos sistemas legales asignan una mayor prioridad para que los acreedores reciban el valor presente completo de las deudas de empresas en caso de quiebra, presentan mayor grado de desarrollo de intermediarios financieros. De la misma manera, el nivel de cumplimiento de las leyes tiene el mismo efecto. En los países que se impone el respeto a las reglas de manera eficiente y que obligan a cumplir con los contratos tienden a tener mejores intermediarios que los que presentan una actitud más laxa. A su vez, utiliza indicadores de derechos de los acreedores, cumplimiento de contratos, entre otras variables, para dimensionar el marco legal. Por medio de ellos, demuestra cómo los cambios en el contexto regulatorio pueden crear una aceleración en el desarrollo de intermediarios financieros para que induzcan un impulso en el crecimiento económico de largo plazo.

Siendo que LLSV y Levine demostraron la importancia del origen legal para determinar el desarrollo financiero de una economía, Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2002) se enfocan en explicar los mecanismos a través de los que este influye. En su estudio, encuentran que el canal de “adaptabilidad” es quien tiene efecto sobre el desarrollo de intermediarios financieros, de mercado de capitales, y la protección de los derechos privados de la propiedad. Este pone énfasis en que las tradiciones legales difieren en su capacidad para evolucionar junto a las condiciones cambiantes. Explica que son aquellos sistemas que se adaptan de manera eficiente para minimizar la brecha entre las necesidades contractuales de la economía y la capacidad del sistema legal, quienes fomenten el desarrollo efectivo del sistema financiero. Argumentan que los marcos de Common Law evolucionan eficientemente debido a que los jueces responden caso por caso a imprevistos y cambios de condiciones. También, expone que estos sistemas otorgan cierta discreción a los jueces, en la que las leyes ineficientes van a ser desafiadas en las cortes y por

medio de la repetición de litigaciones, las reglas ineficientes serán reemplazadas. Entonces, aquellos sistemas que rechacen la jurisprudencia, las leyes creadas por los jueces en el proceso de resolver disputas, y que recaigan en cambios estatuarios serán más ineficientes, teniendo repercusiones negativas en las estructuras financieras. Ellos encuentran que estas características se encuentran en los países que adoptaron el marco legal francés, en concordancia con los hallazgos de los autores anteriores.

A su vez, adoptan la visión de “Desvío francés” Dawson (1968) and Merryman (1996) para explicar las diferencias entre las naciones que instauraron sistemas legales franceses, Francia y Alemania. Según esto, la Revolución Francesa tuvo un gran impacto en las leyes al eliminar la jurisprudencia. Bajo la doctrina napoleónica, los jueces se limitaban a aplicar las leyes, dejaron de interpretarla. Sin embargo, posteriormente, ante la mala performance de esta nueva doctrina en la práctica, se reintrodujeron modificaciones para que tuviera mayor injerencia las decisiones de los jueces. No ocurrió lo mismo con las colonias. Según estos autores, al importar el sistema francés no introdujeron el modelo con el correcto funcionamiento. Por lo tanto, a diferencia de Francia, las colonias no pudieron evadir las trabas de la doctrina napoleónica, quedando atadas a un régimen rígido.

Por su parte, Alemania rechazó por completo el desvío francés. Entonces, estableció su derecho en base a la visión de ciencia jurídica de Savigny. De esta manera, aceptaron la necesidad de jurisprudencia y buscaron crear una doctrina legal reactiva. En consecuencia, quienes adoptaron el esquema alemán obtuvieron un sistema creado específicamente para evolucionar junto a los cambios de las condiciones.

Las conclusiones que obtienen entonces Beck, Demirguc-Kunt y Levine es que el componente de adaptabilidad del sistema legal explica las diferencias en los desarrollos de los intermediarios financieros, de los mercados de capitales y de la protección de los derechos de propiedad. Por consiguiente, los marcos legales que permitan una adaptación más eficiente para minimizar la diferencia entre las necesidades financieras de la economía y las capacidades del sistema legal, inducirán un desarrollo financiero más efectivo que quienes posean uno más rígido. Esto se puede observar con los países que instauraron marcos legales flexibles como el de Common Law y el alemán, en contraposición de los basados en el sistema francés.

En resumen, como comprobaron los autores de esta sección, el marco legal es un fuerte determinante de tanto el desarrollo como de la eficiencia del sector financiero para impulsar el crecimiento económico de largo plazo. A su vez, encontraron que el sistema más débil para cumplir con esto de manera positiva es el basado en el sistema francés. Siendo que la doctrina adoptada en Argentina está fundamentada en este último modelo, se podría intuir que es un posible punto inicial para perfeccionar de manera que se creen los incentivos necesarios para

desarrollar apropiadamente las estructuras financieras. No es un cambio fácil de realizar dado que la gobernanza corporativa existente beneficia tanto a los políticos y a los intereses económicos arraigados. Sin embargo, dadas las ventajas significativas que parecieran otorgar, valdría la pena impulsar dicha reforma.

IX. Conclusiones

Actualmente, Argentina se encuentra ante un panorama de alta incertidumbre desde lo político y, sobretudo, lo económico. En estos momentos de cuestionamiento con respecto al rumbo que debe afrontar el país, uno de los grandes tópicos que se discuten es cómo alcanzar el crecimiento económico. Trabajando sobre esta cuestión, en este paper analizamos la importancia del desarrollo del sistema financiero para poder alcanzar este objetivo.

Si bien autores como Goldsmith o Robinson no estaban de acuerdo con el papel que jugaba el sistema financiero, encontramos sustentos a esta hipótesis schumpeteriana por medio de los estudios de Ross Levine y Robert King, Rajan y Zingales. Estos últimos, fueron un paso más allá del estudio de esta relación de causalidad y buscaron evidencia a través de los mecanismos teóricos que afectan el crecimiento. Entonces, hallaron que si bien las oportunidades de inversión son generadas por factores ajenos al estudio, es el desarrollo financiero el que hace posible explotar estas oportunidades y por lo tanto, un elemento clave para el crecimiento económico de largo plazo.

Una vez comprobada la importancia del sistema financiero, nos propusimos entender el camino que debería seguir Argentina para conseguir su desarrollo eficiente. Entonces, abordamos la frecuente comparación entre los sistemas basados en el mercado contra aquellos banco-céntricos para examinar los beneficios que otorgaba cada uno. Al analizarlos, tomamos como exponentes a Estados Unidos y Alemania para ejemplificar su composición. Así, pudimos observar que los servicios financieros y ventajas que ofrecían eran distintos. Entonces, exploramos las características que presentaba Argentina para dar cuenta de su situación actual, si era posible perfilarla más con uno u otro tipo de estructura financiera. En un principio, el país parecía tener propiedades similares a ambos modelos. Sin embargo, cuando profundizamos en el nivel de desarrollo de las estructuras mediante las métricas de Ross Levine y Asli Demirguc-Kunt, advertimos que se encontraba muy por debajo de ellos. Por lo tanto, podemos argumentar que al tener unas estructuras tan pequeñas, la economía podría verse beneficiada fomentando cualquiera de los dos modelos.

En este momento, surge la reflexión ¿necesariamente hay que optar por un sistema mercado céntrico o por uno basado en los intermediarios financieros? ¿Acaso no pueden convivir ambas

estructuras? Para responder estas cuestiones, nos apoyamos en los hallazgos de Levine y Zervos, Demirguc- Kunt y Makisimovic. Estos autores no sólo argumentan que estas estructuras pueden complementarse de manera correcta, sino que incluso se potencian. En consecuencia, planteamos que el modelo conveniente para Argentina es de un sistema “híbrido” que combine ambas estructuras de las cuales se vería altamente beneficiado. De esta manera, por ejemplo, podría moderar el consumo intertemporal para afrontar los vaivenes económicos, fomentar el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas, y explotar correctamente las ventajas de las inversiones provenientes del extranjero.

¿De qué manera puede fomentarlo? A través de los estudios de La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, y Robert Vishny, observamos que un fuerte determinante para el funcionamiento eficiente del sistema financiero para impulsar el crecimiento es el marco legal bajo el que se rige. Por medio de estos autores, encontramos que la doctrina legal genera distintos tipos de incentivos para el correcto funcionamiento de los servicios financieros. Aquellos países que adoptaron régimen de common law o escandinavo tienen alta capacidad de protección a la propiedad, también, tienden a ser más adaptables a las nuevas necesidades debido a su base de jurisprudencia, donde las leyes ineficientes son desafiadas constantemente. Mientras que la doctrina francesa pareciera ser menos flexible y con menor protección a la propiedad. Entonces, los autores encontraron que quienes adoptaron este último marco legal tienden a tener un sistema financiero más ineficiente que quienes basaron sus leyes en las primeras dos doctrinas. Siendo que las bases de nuestro país están basadas en el modelo francés, se podría intuir que es un posible punto inicial para perfeccionar y generar los incentivos para una adecuada articulación del sistema financiero.

Sin lugar a dudas, las dificultades que atraviesa Argentina actualmente son abundantes. Existen muchos puntos sobre los cuales se debería trabajar en busca de normalizar la economía local que escapan a lo que se podría estudiar en un único paper. Entre ellos, el Estado deficitario, el alto porcentaje de economía en negro, inflación y una moneda débil. No obstante, demostramos cómo afecta positivamente el desarrollo eficiente del sistema financiero, los beneficios que otorga y cómo influye en el largo plazo. Por esto, lo consideramos un buen punto de partida en el camino para alcanzar el crecimiento económico.

X. Bibliografía

- Alfaro, Laura; Chanda, Areendam; Kalemli-Ozcan, Sebnem; Sayek, Selin. (2004). "FDI and economic growth: the role of local financial markets". *Journal of International Economics*, Vol 61, No 1, pp 89-112.
- Allen, Franklin; Gale, Douglas. (1994). "A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US". *European Economic Review*, Vol 39. 179-209
- Baer, Herbert; Mote, Larry. (1992). "The United States Financial System". *Banking Structures in Major Countries*. pp 469 – 553
- Beck, Thorsten; Demirguc- Kunt, Asli; Levine, Ross.(2002) *Law and Finance: why does legal origin matter?* NBER Working Paper No 9379. Cambridge, MA.
- Beck, Thorsten; Demirguc-Kunt, Asli; Levine, Ross. (2002). "Law and Finance: Why does legal origin matter?", *NBER*, Working paper No 9373.
- Behr, Patrick; Schmidt, Reinhard. (2015). "The German Banking System: Characteristics and Challenges". *Sustainable Architecture for Finance in Europe*, Wp No 32.
- Christopoulos, Dimitris; Tsionas, Efthymios. (2004). "Financial development and economic growth: Evidence from panel unit root and cointegration tests". *Journal of Development Economics*, Vol 73.
- Dawson, John P. (1968). *The Oracles of the Law*. University of Michigan Law School
- Della Paolera, Gerardo; Taylor, Alan. (1999). "Economic Recovery from the Argentine Great Depression: Institutions, Expectations, and the change of Macroeconomic Regime". *The Journal of Economic History*, Vol 59, No 3, pp 567-599.
- Demirguc-Kunt, Asli; Levine, Ross. (1995). *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*. Policy, Research working paper; no. WPS 1462. Washington, DC: World Bank.
- Demirguc-Kunt, Asli; Levine, Ross. (1996) "Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview". *World Bank Economic Review*, Vol 10, No 2, pp 223-239.
- Demirguc-Kunt, Asli; Maksimovic, Vojislav. (1996). "Stock market development and corporate finance decisions". *Finance & Development*, pp 47-49.
- Demirguc-Kunt, Asli; Maksimovic, Vojislav. (1996). "Stock Market Development and Corporate Finance Decisions". *The World Bank Economic Review*, Volume 10, No.2.
- Detzer, Daniel; Dodig, Nina; Evans, Trevor; Hein, Eckhard; Herr, Hansjörg. (2013) "The German Financial System". *Studies in Financial Systems*, No 3. FESSUD, ISSN 2052-8027

- Dewatripont, M.; Maskin, E. (1990). "Credit and efficiency in centralized and decentralized economies, *Harvard institute of Economic Research*, No 1512.
- Diamond, Douglas. (1984). "Financial intermediation and Delegated Monitoring", *The Review Economic Studies*, Vol 51, No3, pp 393-414.
- Diamond, Douglas. (1989). "Reputation Acquisition in Debt Markets". *The Journal of Political Econbomy*, Vol 97, no 4, pp 828-862.
- Edwards, Jeremy;Fischer, Klaus. (1996). *Banks, Finance and investment in Germany*. Cambridge University Press.
- Fanelli, José María. (2012). *La Argentina y el desarrollo económico en el siglo XXI: ¿cómo pensarlo? ¿qué tenemos? ¿qué necesitamos?*, Buenos Aires: Siglo Veintiuno.
- Fischer, Klaus. (1990). *Hausbankbeziehungen als Instrument der Bindung zwischen Banken und Unternehmen: ein theoretische und empirische Analyse*, Doctoral Dissertation, University of Bonn.
- Foster, F. Douglas; Viswanathan, Shyam. (1993) "The effect of public information and competition on trading volumen and Price volatility", *The Review of Financial Studies*, Vol 6, Issue1, pp23-56.
- Frenkel, Roberto. (1980). "El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina". *Desarrollo económico*, vol 20, No 78, pp 215-248.
- Goldsmith, Raymond. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press, New Haven, CT.
- Hackethal, A. (2004), 'German banks and banking structure', en J. P. Krahnen and R. H. Schmidt (eds.), *The German Financial System*, Oxford, Oxford University Press.
- Hellwig, Martin. (1991) "Banking, financial intermediation and corporate finance", *European Financial integration*, Cambridge University Press, pp 35-63.
- Hirshleifer, Jack. (1971). "The private and Social Value of Information and the reward to inventive activity", *The American Economic Review*, Vol 61, No4, pp 561-574.
- Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil; Scharfstein, David. (1990). "The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan". *Journal of Financial Economics*, Vol 27, No 1, pp 67-88.
- King, Robert; Levine, Ross. (1993). *Finance and Growth: Schumpeter might be right*. The quarterly Journal of Economics, Vol. 108, Issue 3.
- La Porta, Rafael; Lopez de-Silane, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1997). *Legal Determinants of External Finance*. The Journal of Finance Vol. 52, No 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Anual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana.

- La Porta, Rafael; Lopez de-Silane, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1998). *Law and Finance*. Journal of Political Economy Vol. 106, No 6.
- La Porta, Rafael; Lopez de-Silane, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1998). *The quality of Government*. NBER Working Paper No 6727, Cambridge, MA.
- La Porta, Rafael; Lopez de-Silane, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (2000). *Investor Protection and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics, Volume 58, Issues 1-2.
- La Porta, Rafael; Lopez-De-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. (1997). “Legal determinants of External Finance”. *The Journal Finance*, Vol 52, No 3, pp 1131-1150.
- La Porta, Rafael; Lopez-De-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. (1996). “Law and Finance”. *NBER*, working paper 5661.
- La Porta, Rafael; Lopez-De-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. (2000). “Investor Protection and Corporate Governance.” *Journal of Financial Economics*, Vol 58, pp 3– 27.
- Levine, Ross. (1996). “Stock markets: A Spur to Economic Growth”. *Finance & Development*, pp 7-10.
- Levine, Ross. (1999). “Law, Finance and Economic Growth”. *Journal of Financial Intermediation*, Vol 8, pp 8-35.
- Levine, Ross; Zervos, Sara. (1998). *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. The American Economic Review Vol.88, No.3.
- Manne, Henry. (1965). “Mergers and the market for corporate Control”, *The journal of Political Economy*, Vol73, No2, pp110-120.
- Mayer, Colin. (1988). “New issues in corporate finance”, *European Economic Review*, Vol 32, 1167-1183.
- Merryman, John Henry. (1996). “The French Deviation.” *The American Journal of Comparative Law*, Vol 44, pp 109-119.
- Rajan, Raghuram G; Zingales, Luigi. (1998). *Financial Dependence and Growth*. The American Economic Review, Vol 88, No3. American Economic Association.
- Robinson, Joan. (1952). “The Generalisation of the General Theory”, *The rate of interest and the essays*. Mc Millan, London.
- Schumpeter, Joseph A., (1911) *The theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Schumpeter, Joseph. (1939). *Business Cycles: A theoretical, historical, and statistical analysis of the capital process*, McGraw-Hill Book Company, New York.

- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. (1997). “A survey of Corporate Governance”, *The Journal Finance*, Vol 52, No 2, pp 737-783.
- Stockman, A.C. (1988), “Sectoral and National Aggregate Disturbances to Industrial Output in Seven European Countries”. *Journal of Monetary Economics*, 21, 387–409.



Universidad de
San Andrés

XI.Apéndice:

Tabla 1. Composición activos bancarios en Alemania

	Cantidad % activos		Cantidad % activos		Cantidad % activos		Cantidad % activos		Cantidad % activos	
Total	3359	100	2978	100	2038	100	1988	100	1578	100
Bancos Privados	162	23.5	290	27.1	254	29.4	284	38.3	263	41.3
Hausbanks	6	9.8	4	15.4	5	18.6	4	25.3	4	23.6
Bancos regionales	100	10.5	199	9.8	157	8.9	168	9.4	151	12.4
Afiliadas bancos ext	56	1.7	87	2.0	92	2.0	110	3.6	108	5.2
Bancos de ahorro	611	38.6	580	35.3	461	33.9	436	29.4	391	25.6
Landesbanken	12	16.5	13	19.8	12	20.2	10	16.7	6	9.8
Sparkenssen	599	22.1	567	15.5	449	13.7	426	12.7	385	15.8
Cooperativas	2304	14.8	2039	12.5	1259	11.7	1123	11.8	875	11.5
Bancos especializados										
Real State institute	39	13.6	32	14.6	22	11.5	18	6.9	11	2.8
Building societies		0.0	32	2.5	26	2.6	23	2.3	20	2.8
Otros bancos esp.	17	6.4	14	7.9	16	10.9	17	11.2	18	15.7



Universidad de
San Andrés

Fuente: Deutsche Bundesbank (2019), elaboración propia.

Tabla 3. Entidades Financieras Argentina.

Año	Bancos		Bancos Públicos		Bancos Privados		Bancos Extranjeros		Instituciones no Bco.		Total
	Cantidad	%/(total)	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%/(total)	
1977	119	16%	34	29%	85	71%	17	20%	604	84%	723
1980	213	45%	34	16%	179	84%	27	15%	256	55%	469
1984	210	58%	36	17%	174	83%	33	19%	150	42%	360
1987	178	67%	36	20%	142	80%	33	23%	89	33%	267
1991	167	78%	35	21%	132	79%	31	23%	47	22%	214
1994	168	82%	33	20%	135	80%	31	23%	37	18%	205
1995	135	81%	33	24%	102	76%	31	30%	31	19%	166
1996	119	82%	21	18%	98	82%	39	40%	26	18%	145
1997	113	82%	21	19%	92	81%	34	37%	25	18%	138
1998	102	82%	16	16%	86	84%	39	45%	23	18%	125
1999	92	79%	16	17%	76	83%	38	50%	24	21%	116
2000	89	81%	14	16%	75	84%	39	52%	21	19%	110
2001	86	80%	13	15%	73	85%	39	53%	22	20%	108
2002	78	79%	16	21%	62	79%	29	47%	21	21%	99
2003	75	78%	15	20%	60	80%	27	45%	21	22%	96
2004	73	80%	14	19%	59	81%	25	42%	18	20%	91
2005	71	80%	13	18%	58	82%	23	40%	18	20%	89
2006	72	80%	12	17%	60	83%	24	40%	18	20%	90
2007	67	79%	12	18%	55	82%	21	38%	18	21%	85
2008	67	80%	12	18%	55	82%	21	38%	17	20%	84
2009	66	80%	12	18%	54	82%	21	39%	17	20%	83
2010	64	80%	12	19%	52	81%	20	38%	16	20%	80
2011	64	80%	12	19%	52	81%	21	40%	16	20%	80
2012	65	80%	12	18%	53	82%	20	38%	16	20%	81
2013	66	80%	12	18%	54	82%	20	37%	16	20%	82
2014	65	80%	12	18%	53	82%	20	38%	16	20%	81
2015	62	79%	13	21%	49	79%	17	35%	16	21%	78
2016	63	81%	13	21%	50	79%	17	34%	15	19%	78
2017	63	81%	13	21%	50	79%	17	34%	15	19%	78
2018	62	81%	13	21%	49	79%	16	33%	15	19%	77
2019	62	81%	13	21%	49	79%	16	33%	15	19%	77

Fuente: Banco Central de la República Argentina, elaboración propia.

Tabla.5 Transacciones mercado argentino

Rubro	Monto (\$)	Porcentaje
Renta variable	666.200.636	2,12
Acciones	636.898.075	2,02
Cedears	24.208.611	0,08
Ejercicios	5.093.950	0,02
Renta Fija	29.420.068.768	93,42
PPT	9.937.683.349	31,56
Títulos Públicos	9.909.946.636	31,47
Obligaciones Negociables	27.736.713	0,09
SENEBI	19.482.385.419	61,86
Títulos Públicos	18.754.735.961	59,55
Obligaciones Negociables	727.649.458	2,31
Futuros	0	0
Opciones	26.630.990	0,08

Tomás Pichel

Cauciones	1.333.646.756	4,23
Préstamos de tít. valores	47.579.339	0,15
Pase tomador	0	0
Pase colocador	0	0

Fuente: Bolsas y Mercados de Argentinos.



Universidad de
San Andrés