

DEPARTAMENTO DE POSGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS
TRABAJO FINAL

TÍTULO

DOBLE SUJECCIÓN DEL SUJETO FINANCIERO.

SUBTÍTULO

**“LA REGULACIÓN FINANCIERA DIRECTA COMO
INSTRUMENTO PROMOTOR DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN
DE LAS ORGANIZACIONES PRODUCTIVAS”.**

AUTOR: CABEZAS, VÍCTOR ESTEBAN.

TUTOR: TAPIA, GUSTAVO.

BUENOS AIRES, MAYO 2015.

UCES – Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales.
Departamento de Posgrado. Especialización en Finanzas.
Buenos Aires, de de 201 .

CALIFICACIÓN DEL TRABAJO FINAL

Nombre y Apellido del Alumno: VICTOR ESTEBAN CABEZAS		
Título del Trabajo: Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”.		
Calificación del Tutor:		
Número	Letras	
Firma	GUSTAVO TAPIA	DOCENTE
	Nombre y Apellido	Cargo(s)

<i>Calificación de las Autoridades del Posgrado:</i>			
Número	Letras	Número	Letras
<i>Heriberto H. Fernández</i> <i>Presidente del Comité Académico</i>		<i>José Fliguer</i> <i>Secretario de Posgrado</i>	
<i>Calificación Final:</i>			
Número	Letras		

CONTENIDO.

1. RESUMEN GENERAL.

2. MARCO TEORICO.

- 2.1 La inteligencia que no quiere entender. (Ontología del Estado y Ciencia inexacta).
- 2.2 El consumo y la inversión privada. (¿Qué entendemos por consumo?).
- 2.3 El empleo como consecuencia de una decisión política (en contextos turbulentos). El incentivo de la demanda efectiva como motor de la inversión privada.

3. CONSUMO MINORISTA QUINQUENAL EN ARGENTINA (2009-2013).

- 3.1 Shopping.
- 3.2 Supermercados.
- 3.3 Electrodomésticos y artículos para el hogar.

4. OBJETO DE ESTUDIO ESPECÍFICO.

- 4.1 Estructura de Financiación.
- 4.2 Préstamos al Sector Privado No Financiero.
- 4.3 Composición de Cartera. (Banca Keynesiana).
 - 4.3.1 Estructura de Financiación – principales rubros (2004-2014).
 - 4.3.1.1 Banco Santander Río.
 - 4.3.1.2 Banco Galicia.
 - 4.3.1.3 Banco BBVA Francés.
 - 4.3.2 Estructura de Ingresos Financieros 2014.
- 4.4 Asignación privada del ahorro privado.
- 4.5 Corto plazo financiero.
 - 4.5.1 Apertura por Plazo de las Financiaciones (Banco Santander Río).
 - 4.5.2 Apertura por Plazo de las Financiaciones (Banco Galicia).
 - 4.5.3 Apertura por Plazo de las Financiaciones (Banco BBVA Francés).
 - 4.5.4 Resumen de Líneas.
- 4.6 Apalancamiento.
 - 4.6.1 Endeudamiento contable versus Endeudamiento real.

4.6.2 Nivel de endeudamiento de la banca antes de la crisis financiera del año 2001.

4.6.3 Nivel de endeudamiento actual (31/12/2014) en base al Patrimonio Neto según Balances (PNB)

4.6.4 Nivel de endeudamiento actual (31/12/2014) en base al Patrimonio Neto Genuino determinado (PNG).

5. REGULACIONES.

5.1 Des – Controlados.

5.2 Modificación de la Carta Orgánica del BCRA.

5.3 Carta Orgánica BCRA 1992.

5.4 Carta Orgánica BCRA 2012.

6. INCIDENCIAS DE UNA ESTRUCTURA TEMPORAL CORTOPLACISTA EN LA FINANCIACIÓN DE LAS ORGANIZACIONES Y SUS DECISIONES DE INVERSIÓN.

7. CONSIDERACIONES FINALES.

7.1 Expectativas y Propuestas.

8. ANEXOS.

9. BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA.

REFERENCIA DE CONTENIDO.

RESUMEN GENERAL	9
MARCO TEORICO	13
La inteligencia que no quiere entender. (Ontología del Estado y Ciencia inexacta).....	14
El consumo y la inversión privada. (¿Qué entendemos por consumo?).....	16
El empleo como consecuencia de una decisión política (en contextos turbulentos). El incentivo de la demanda efectiva como motor de la inversión privada.....	20
CONSUMO MINORISTA QUINQUENAL EN ARGENTINA (2009-2013)	22
Shopping.....	23
Supermercados.	23
Electrodomésticos y artículos para el hogar.	23
OBJETO DE ESTUDIO ESPECÍFICO	24
Estructura de Financiación.	25
Préstamos al Sector Privado No Financiero.	27
Composición de Cartera. (Banca Keynesiana).....	28
Estructura de Financiación (2004-2014).	29
Banco Santander Río.	29
Banco Galicia.	31
Banco BBVA Francés.....	33
Estructura de Ingresos Financieros 2014.	35
Asignación privada del ahorro privado.	37
Corto plazo financiero.....	39
Apertura por Plazo de las Financiaciones (Banco Santander Río).	40
Apertura por Plazo de las Financiaciones (Banco Galicia).	42
Apertura por Plazo de las Financiaciones (Banco BBVA Francés).	44
Resumen de Líneas.....	46
Apalancamiento.	47
Endeudamiento contable versus Endeudamiento real.....	47
Nivel de endeudamiento de la banca antes de la crisis financiera del año 2001.	54
Nivel de endeudamiento actual (31/12/2014) en base al Patrimonio Neto según Balances (PNB). 55	
Nivel de endeudamiento actual (31/12/2014) en base al Patrimonio Neto Genuino determinado (PNG).	56
REGULACIONES	58
Des – Controlados.	59
Modificación de la Carta Orgánica del BCRA.	61
Carta Orgánica BCRA 1992.	62

Carta Orgánica BCRA 2012.....	63
INCIDENCIAS DE UNA ESTRUCTURA TEMPORAL CORTOPLACISTA EN LA FINANCIACIÓN DE LAS ORGANIZACIONES Y SUS DECISIONES DE INVERSIÓN.....	64
CONSIDERACIONES FINALES.....	69
Expectativas y Propuestas.....	72
ANEXOS.....	73
FUENTES CONSULTADAS.....	79

REFERENCIA DE CUADROS.

Cuadro I. Total préstamos.....	25
Cuadro II. Créditos hipotecarios y prendarios.	25
Cuadro III. Préstamos personales y Tarjetas de crédito.	26
Cuadro IV. Evolución préstamos al sector privado no financiero (2004-2014).	27
Cuadro V. Evolución estructura de financiación Banco Santander Río (2004-2014).....	29
Cuadro VI. Evolución estructura de financiación Banco Galicia (2004-2014).....	31
Cuadro VII. Evolución estructura de financiación Banco BBVA Francés (2004-2014).	33
Cuadro VIII. Estructura de ingresos financieros 2014.....	35
Cuadro IX. Evolución Resultado Neto.....	36
Cuadro X. Relación créditos prendarios / depósitos privados (31/12/2011).	37
Cuadro XI. Apertura por plazo de las financiaciones Banco Santander Río (2004).	40
Cuadro XII. Apertura por plazo de las financiaciones Banco Santander Río (2014).	40
Cuadro XIII. Apertura por plazo de las financiaciones Banco Galicia (2004).	42
Cuadro XIV. Apertura por plazo de las financiaciones Banco Galicia (2014).....	42
Cuadro XV. Apertura por plazo de las financiaciones Banco BBVA Francés (2004).	44
Cuadro XVI. Apertura por plazo de las financiaciones Banco BBVA Francés (2014).	44
Cuadro XVII. Apertura por plazo de las financiaciones. Resumen de líneas (2014).	46
Cuadro XVIII. Evolución Relación Capital social / PN Contable (2004-2014).....	47
Cuadro XIX. Evolución Relación Capital social / PN Contable. Resumen de líneas (2004-2014).....	48
Cuadro XX. Evolución Relación Resultados / PN Contable (2004-2014).	51
Cuadro XXI. Relación PN Genuino / PN Contable (2014).....	52
Cuadro XXII. Ratio Endeudamiento según PN Contable (2001).	54
Cuadro XXIII. Ratio Endeudamiento según PN Contable (2014).	55
Cuadro XXIV. Ratio Endeudamiento según PN Genuino (2014).....	56
Cuadro XXV. Incidencia financiación CFT Mercado - CFT BCRA.	67

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.
Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.
Buenos Aires, Mayo 2015.

REFERENCIA DE GRÁFICOS.

Gráfico I. Evolución Capital Social / PN Contable (2004-2014)..... 49

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.
*Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.
Buenos Aires, Mayo 2015.*

1. RESUMEN GENERAL.

Objeto de Estudio general.

Bancos privados. Mercado argentino.

Objeto de Estudio específico¹.

Los tres principales bancos privados (mercado argentino) por nivel de préstamos según estadística del Banco Central de la República Argentina a Diciembre de 2014.

1. Banco Santander Río.
2. Banco de Galicia.
3. BBVA Banco Francés.

Contexto Espacial.

Argentina.

Contexto Temporal.

Periodo 2004-2014.

Área problemática.

Estructura de financiación del objeto de estudio específico, su incidencia en la modificación de la regulación financiera local y en la financiación y decisiones de inversión de las organizaciones productivas.

Formulación de Hipótesis.

Hipótesis general.

El objeto de estudio general se encuentra doblemente sujetado.

1° Sujeción.

A decisiones coyunturales de política económica del Estado Nacional, respecto a la determinación de los niveles de empleo y consumo.

¹ Generalizamos los datos obtenidos por estos 3 bancos al resto del sector financiero privado del mercado argentino. La concentración del sector permite tal extrapolación: a) Los préstamos del objeto de estudio específico representan el 35% (más de la tercera parte) del total de préstamos del sector financiero privado – a Marzo 2015 - ; b) El total de préstamos de los diez primeros bancos privados según ranking BCRA representa más del 75% del total (sobre un total de 70 entidades). Es decir, 10 bancos (menos del 15% de las entidades), son responsables de tres cuartas partes (75%) de los préstamos privados en la Argentina. Fuente BCRA.

2° Sujeción.

A decisiones del Banco Central (BCRA) respecto a la determinación de tasas de interés y orientación del crédito.

Hipótesis subordinadas.

- a) La desregulación financiera motivó la sujeción del sujeto financiero.
- b) La estructura de financiación del objeto de estudio específico lo sujeta a los niveles de empleo.
- c) El empleo es una decisión política.
- d) Incentivar la demanda efectiva favorece el ánimo empresarial, la inversión privada y el empleo.
- e) Es en tiempos de depresión cuando un Gobierno debe impulsar el gasto y recomponer la demanda. La austeridad (ajuste) debe ir de la mano con la creación de empleo y la recomposición del ingreso.
- f) La regulación del sistema financiero favorece a la toma de decisiones de inversión de las organizaciones productivas.

Dilemas estructurales para entender el contenido específico.

- a) ¿La economía como ciencia social o el concepto clásico de economía replicable?
- b) John Maynard Keynes y la escuela clásica. ¿Política fiscal o Economía de mercado?
- c) La factibilidad (o imposibilidad) del largo plazo en contextos turbulentos

Objetivos de Investigación.

Objetivo general.

Mostrar la situación económica actual del objeto de estudio específico y contribuir a entender la necesidad de imposición de reglas directas al sector financiero y su impacto en la financiación de las organizaciones productivas.

Objetivos subordinados

- a) Analizar la evolución de la estructura de financiación y el esquema de ingresos del objeto de estudio específico.

- b) Comparar los puntos esenciales de la nueva Carta Orgánica del BCRA sancionada en 2012 con su antecedente del año 1992.
- c) Establecer la relación causal “comportamiento financiero desregulado – modificación de la Carta Orgánica del BCRA”.
- d) Estudiar su incidencia en la futura estructura de financiación de las entidades financieras y en la financiación de las organizaciones productivas.
- e) Contribuir a dilucidar la situación del objeto de estudio general (con base en el análisis pormenorizado del objeto de estudio específico) y su << doble >> grado de dependencia, respecto a las decisiones coyunturales de política económica y respecto a las decisiones del Banco Central como entidad autárquica del Estado Nacional.
- f) Comprender objetivamente la necesidad de la participación del Estado en la economía como impulsor de la demanda y la reactivación económica.
- g) Entender al consumo como el fin último de todo proceso productivo y *anzuelo* de la inversión privada.

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.

Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.

Buenos Aires, Mayo 2015.

2. MARCO TEÓRICO.

2.1 “La inteligencia que no quiere entender²”. **(Ontología del Estado y Ciencia inexacta).**

La observación de patrones regulares, la experimentación y el razonamiento, la formulación de hipótesis, la deducción de principios y la elaboración de leyes, brindan un conjunto de conocimientos que, estructurados sistemáticamente y de resultar objetivos y observables / verificables, definen la palabra Ciencia.

Definida entonces como el conjunto de conocimientos sistemáticamente estructurados, podrá ser clasificada en ciencia dura o ciencia blanda (sociales). Será dura aquella ciencia más rigurosa y exacta, aquella ciencia objetiva, experimental, cuantificable y replicable, aquella capaz de producir predicciones. Las matemáticas por ejemplo, uno más uno será igual a dos, sin lugar a discusiones, así como, ya en el campo de otra ciencia dura como la química, será irrefutable que resulte en agua la mezcla de dos átomos de hidrógeno y un átomo de oxígeno, en cualquier punto del mapa que uno elija para realizar la muestra.

La economía, en tanto ciencia relacionada con procesos de interacción social, se clasifica dentro de las denominadas ciencias sociales. La misma puede definirse en términos generales como aquella ciencia social dedicada al estudio de procedimientos productivos, intercambio y consumo, como aquella rama de la ciencia que analiza la manera en que los seres humanos satisfacen sus necesidades ilimitadas con recursos escasos, buscando aportar criterios racionales que puedan optimizar la asignación de dichos recursos.

Luego de siglos de enfrentamientos (esencialmente ideológicos y políticos) respecto a la forma de generación y administración de riqueza y asignación de recursos (capitalismo versus comunismo), y con el fin de la Guerra Fría y consecuente disolución de la Unión Soviética, el sistema capitalista, liderado por Estados Unidos, se erigió como el enorme monopolio sistémico que continúa siendo hasta nuestros días, siempre discutido, es cierto, pero que avanza a pasos de gigante imponiendo su marcada presencia en toda latitud. Sostiene Keynes en su ensayo El final del Laissez Faire de 1926: “Por mi parte, pienso que el capitalismo, dirigido con sensatez, puede probablemente hacerse más eficiente para alcanzar fines económicos que cualquier otro sistema alternativo a la vista, pero que en sí mismo es en muchos sentidos extremadamente cuestionable”.

Los postulados clásicos³ suponen que, por acción de las leyes naturales, los individuos que persiguen sus propios intereses con conocimiento de causa y en condiciones

² “Ese es el gran problema argentino: es el de la inteligencia que no quiere entender que son las condiciones locales las que deben determinar el pensamiento político y económico”. Arturo Jauretche.

de libertad, tienden siempre a promover al mismo tiempo el interés general, convirtiendo así a la expresión “Laissez faire, Laissez passer” (dejen hacer, dejen pasar) en el fundamento ideológico del liberalismo.

Adam Smith, por caso, consideraba al comercio y las negociaciones interpersonales como actos basados en la conveniencia personal, asociados con la naturaleza humana y su instinto natural de propensión al cambio. En su obra *Una investigación sobre la naturaleza y causas de la Riqueza de las Naciones de 1776*, sostiene que “Cuando un individuo prefiere la actividad económica de su país a la extranjera, únicamente considera su seguridad, y cuando dirige la primera de tal forma que su producto represente el mayor valor posible, sólo piensa en su ganancia propia; pero en este como en muchos otros casos, es conducido por una mano invisible a promover un fin que no entraba en sus intenciones (...) Al perseguir su propio interés promueve el de la sociedad de una manera más efectiva que si esto entrara en sus designios”.

Otros pensadores, en cambio, abogan por la idea de un Estado presente que visibilice aquella “mano invisible” a la cual refería Smith, participando activamente en la asignación de los recursos. Me permito citar aquí al contemporáneo José Pablo Feinmann (filósofo), quien suele decir que “Los países pobres no tienen economía, la economía los tiene a ellos”. Su tesis sostiene que la economía la dominan los países centrales, y que si un país periférico no posee un proyecto político, la economía del país central se apodera de la economía del subordinado. Feinmann afirma que si un país pobre no tiene economía (ya que, en su opinión, la economía la manejan las potencias centrales), le queda la política y los proyectos políticos, que para poder ser llevados a la praxis, requieren de un Estado presente.

He aquí otra expresión del debate infinito sobre el ser o no ser (ontología) del Estado en la economía de un país.

³ En referencia a la escuela de pensamiento económico que sostiene que las relaciones económicas se basan en leyes, con postulados generales como la autorregulación de los mercados (principal foco en Adam Smith, y su obra *“Una Investigación sobre la naturaleza y causas de la Riqueza de Las Naciones”*).

2.2 El consumo y la inversión privada. ¿Qué entendemos por consumo?

En términos económicos (y en términos generales dentro del espectro económico) se entiende por consumo a la etapa final del proceso productivo. El consumo constituye una actividad de tipo “circular”, ya que se produce para consumir, y a su vez el consumo motiva al proceso productivo.

Por lo expuesto, podríamos deducir que el consumo, en parte, actúa como “anzuelo” de la inversión. Es decir, difícilmente haya inversión sin consumo (vale mencionar que existen otras posturas que contradicen este punto. Más adelante las analizaremos).

Pero esas inversiones: ¿Quién las promueve? Podemos evaluar, al menos, dos escenarios:

- 1) Propicio; 2) Turbulento.

Veamos.

Un empresario, en términos generales, no invertirá en función a sus ventas o ganancias históricas, sino a una multiplicidad de factores que hacen al **escenario propicio**: **a)** el estado de confianza respecto a los rendimientos probables, **b)** la actitud psicológica de las masas hacia la liquidez (ahorro) y **c)** la cantidad de dinero en la economía; siempre supeditado a la relación entre la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés. A saber.

La eficiencia marginal del capital representa el rendimiento probable de una inversión, es la tasa de descuento que equipara el precio de un activo (inversión de capital fijo) con el valor actual descontado de los flujos de fondos probables que generará ese activo. Es lo que se conoce como tasa interna de retorno (TIR). La tasa de interés, por su parte, es el costo de oportunidad. Podría ser, por ejemplo, la tasa de una inversión financiera o especulativa, por lo tanto, teóricamente, toda vez que la tasa interna de retorno resulte mayor o igual a la tasa de interés, la inversión será viable. De lo contrario, el inversor, en vez de arriesgar su capital en una inversión productiva, asumiendo tanto un riesgo económico como un riesgo financiero, lo colocará en un plazo fijo, por ejemplo, asumiendo un riesgo considerablemente menor.

Si el empresario observa que la gente tiene dinero y demanda productos – **indicio** - y la eficiencia marginal del capital es superior a la tasa de interés – **coyuntura financiera** -, es de suponer que mejorará su ánimo, invertirá, producirá, y así podrá satisfacer tal demanda, generando empleo y apuntalando la demanda efectiva de la economía en su conjunto.

Es decir, para motivar la inversión privada, presumiblemente, deberán combinarse ambas situaciones:

- a) $TIR \geq i$.
- b) demanda latente.

Pero; ¿Qué pasaría si el conjunto de los empresarios sólo se sentara a esperar tal **indicio** (el indicio de la demanda)? Lógicamente, nadie invertiría

Suponiendo un escenario con bajo nivel de empleo e ingreso neto y consecuente escaso nivel de consumo (**escenario turbulento**), el empresario entrará en una espiral pesimista, no tendrá los incentivos suficientes para emprender una inversión y junto con él, el resto de los empresarios, que a la espera de un indicio, se mantendrán expectantes.

Cabe mencionar que existen otras visiones respecto a este punto, como la conocida ley de Say, que sostiene que todos los incrementos de la producción pueden ser **siempre** colocados en el mercado con provecho, o bien, que todo crecimiento de la producción genera un crecimiento equivalente del nivel de compra. Esto se traduce en la afirmación de que “La oferta crea su propia demanda”, en la afirmación de que, a priori, la demanda no actúa como “anzuelo” de la inversión, sino precisamente lo contrario.

<<Los medios de pago de los bienes son sencillamente otros bienes. Los medios de que dispone cada persona para pagar la producción de otras consisten en los bienes que posee. Todos los vendedores son, inevitablemente, y por el sentido mismo de la palabra, compradores. Si pudiéramos duplicar repentinamente las fuerzas productoras de un país, duplicaríamos por el mismo acto la oferta de bienes en todos los mercados; pero al mismo tiempo duplicaríamos el poder adquisitivo. Todos ejercerían una demanda y una oferta dobles; todos podrían comprar el doble, porque tendrían dos veces más que ofrecer a cambio>>⁴. J. B. Say.

O sea: la ley de Say sostiene que, como consecuencia de la actividad productiva, los trabajadores reciben salarios, los propietarios de la tierra reciben la renta y los capitalistas obtienen ganancias. Con la totalidad de estos ingresos, las familias de los trabajadores, terratenientes y capitalistas compran bienes, generando una demanda para la economía. Es decir, sostiene la idea de que siempre existe un eslabón que une las decisiones de postergación de consumo con las decisiones de inversión, de manera lineal.

⁴ JB Say. Párrafo extraído del libro Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, J.M. Keynes, Primera reimpresión Marzo 2012, Libro I, Cap. 2, Apartado VI, p. 50. Cita a Principles of Political Economy, Lib. III, cap. XIV.

Habiendo hecho esta aclaración y volviendo a nuestro razonamiento inicial, hemos dicho que, en términos generales, los empresarios invierten si avizoran demanda, si estiman fehacientemente que su producción puede ser colocada en el mercado, por lo tanto, en un contexto de crisis y/o recesión, en un contexto con desempleo involuntario donde escasea la demanda, no serán los empresarios, a priori, quienes motiven tales inversiones.

Aquí podemos volver a citar a Keynes, quien invierte la ley de Say y hace foco en la demanda, asegurando que es la demanda quien crea la oferta, y que no es cierto que en una economía: **a)** la totalidad de los productos ofrecidos son demandados, **b)** no existe el desempleo involuntario y **c)** la totalidad de los salarios se destinan al consumo. Para la justificación de este último punto, acuña el término de propensión marginal a consumir, una ley psicológica normal que supone que cuando el ingreso real de la comunidad suba o baje, su consumo crecerá o disminuirá, pero no tan de prisa, ni en su total cuantía. Keynes propone al Estado como impulsor de esa demanda que mejore la expectativa de los empresarios, convirtiendo un escenario turbulento en un escenario propicio para las inversiones privadas.

La demanda global que propone apuntalar se divide en demanda de consumo y demanda de inversión. Veamos.

En las sociedades donde la distribución de la riqueza es muy desigual, la propensión al consumo tiende a ser menor que en las sociedades igualitarias, ya que las familias de mayores ingresos destinan al consumo una parte menor que las clases postergadas, que tienen, estas últimas, mayores necesidades de consumo y consecuente menor capacidad de ahorro o herramientas de especulación. Keynes fomenta a su vez una política de redistribución del ingreso hacia las clases más pobres, para incentivar el consumo y con él, la demanda efectiva, la inversión, la producción y el empleo.

El otro componente de la demanda global es la inversión, que no depende de las familias – del gasto de las familias -, sino de los empresarios. Pero como se ha expuesto, si los empresarios no avizoran demanda, en principio, no invierten. Según Keynes, es aquí donde debe intervenir el Estado, generando los ánimos suficientes para encauzar la economía mediante el apuntalamiento de la demanda efectiva.

A tal fin, el Estado cuenta con dos herramientas: La política fiscal y la política monetaria.

La **política fiscal** se traduce en el manejo del gasto público y los impuestos. Invirtiéndose en obras públicas, por ejemplo, el Estado complementa o sustituye la inversión privada, contrata trabajadores, les paga un salario y fomenta el empleo y la demanda efectiva. Mediante una política de subsidios efectivamente direccionados, por ejemplo, generará saldos ociosos en los bolsillos de aquellas clases sociales con mayor propensión al consumo.

Con la **política monetaria** a su vez, podrá alentar la demanda materializada en inversión privada mediante el manejo de la tasa de interés, con una política monetaria expansiva, mediante la emisión de moneda, al aumentar la cantidad de billetes en la economía, su precio – o sea, la tasa de interés – bajará y alentará las inversiones productivas en detrimento de las inversiones especulativas o la preferencia por la liquidez por parte de los empresarios.

2.3 El empleo como consecuencia de una decisión política (en contextos turbulentos). El incentivo de la demanda efectiva como motor de la inversión privada.

La Teoría cuantitativa del dinero sostiene que:

$$P \times Q = M \times V$$

Donde:

P: Nivel de Precios

Q: Nivel de Producción

M: Cantidad de Dinero

V: Velocidad de circulación del dinero

Bajo un modelo clásico de pleno empleo de los factores de producción, cualquier variación en la cantidad de dinero repercutirá directamente en los precios, ya que el nivel de producción, al encontrarse todos los factores productivos operando a pleno, permanecerá fijo.

El postulado niega la posibilidad del desempleo involuntario, definiendo al desempleo voluntario como la negativa o incapacidad de una unidad de trabajo para aceptar una remuneración correspondiente al valor del producto atribuible a su productividad marginal, a causa de la legislación, prácticas sociales o simplemente a la obstinación humana. Por lo tanto, el desempleo, de existir, sería consecuencia de la negativa de los trabajadores a la reducción de sus salarios nominales.

El postulado de pleno empleo supone que esta situación se dará siempre que el **salario real** se equipare con la desutilidad del trabajo, entendiendo por desutilidad cualquier motivo que induzca a un hombre o grupo de hombres de trabajar antes que aceptar un salario que represente para ellos una utilidad inferior a cierto límite (supongamos un salario mínimo vital y móvil). Aquí nos planteamos la siguiente pregunta: ¿Puede un trabajador modificar a la baja su salario real? Si bien los trabajadores pueden aceptar variaciones a la baja en sus salarios nominales, no pueden fijar su propio salario real. Una disminución en el salario nominal de los trabajadores aumentará el salario real de los mismos, ya que producirá una baja en el costo primo marginal. La teoría clásica sostiene que habrá pleno empleo siempre que el salario real se equipare con la desutilidad del trabajo y que bajando los salarios nominales de los trabajadores se logrará estimular el empleo. Pero como el salario es uno de los componentes del costo total de producción, una

baja del mismo producirá al mismo instante una suba del salario real, al caer el precio de las mercancías.

Keynes argumenta en contra de esta teoría, al sostener que el empleo no puede aumentar a no ser que aumente la inversión. Y esto representa un cambio sustancial. De responsabilizar al trabajador por la insuficiencia de empleo a responsabilizar directamente al empresariado. Según la lógica keynesiana no habrá “más” empleo ajustando los salarios nominales a la baja, sino que habrá “más” empleo aumentando la inversión e incorporando más trabajadores a la actividad económica. Y mientras el empresariado no invierte (por ejemplo ante un escenario turbulento), Keynes sostiene que debe ser el Estado quien lo haga (decisión política), incentivando la demanda y mejorando las expectativas privadas.

3. CONSUMO MINORISTA QUINQUENAL EN ARGENTINA (2009-2013).

3.1 Shoppings.

La Encuesta de Centros de Compras, releva mensualmente a la totalidad de las empresas que desarrollan su actividad en el Gran Buenos Aires.

Para el periodo 2009-2013, la encuesta registró un incremento promedio interanual en las ventas en Shopping del orden del 31%, con una variación quinquenal de + 295%, ascendiendo de un total de ventas de 7.9 mil millones de pesos, registrado en 2009, a los 23.6 mil millones de pesos alcanzados en 2013. (Anexo I).

3.2 Supermercados.

La Encuesta de Supermercados releva mensualmente una nómina de empresas del sector que cuentan por lo menos con alguna boca de expendio cuya superficie de ventas supere los 300 m². La Encuesta proporciona información sobre ventas a precios corrientes, bocas de expendio, ventas promedio por operación y otros indicadores que describen la actividad de las empresas del sector.

Según muestra la encuesta, el crecimiento de ventas en supermercados para el periodo 2009-2013 ascendió al 27% promedio interanual. De 50 mil millones de pesos en 2009 a 131.7 mil millones de pesos en 2013, se alcanzó un crecimiento global a nivel país del 263%.

Por su parte, en dicho lapso, las bocas de expendio se duplicaron, con incrementos promedio interanuales del 21%, mientras que el monto de ventas por operación registró una suba del 231%, con variaciones promedio de + 23% anual, pasando de \$72.50 en 2009 a \$167.70 en 2013. (Anexo II)

3.3 Electrodomésticos y artículos para el hogar.

En lo que respecta a la evolución de ventas en comercios de electrodomésticos y artículos para el hogar para el periodo 2009-2013, dentro del marco geográfico del Gran Buenos Aires, las ventas totales registraron un incremento promedio interanual del 32.75%, con una variación quinquenal del 305%, ascendiendo de 9.6 mil millones de pesos en 2009 a 29.2 mil millones de pesos en 2013. Por otro lado, el personal ocupado en estas actividades trepó de 16.193 empleados en 2009 a 24.217 en 2013, registrando un incremento del 50% en la nómina salarial. (Anexo III)

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.

Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.

Buenos Aires, Mayo 2015.

4. OBJETO DE ESTUDIO ESPECÍFICO.

4.1 Estructura de financiación.

Los préstamos de la banca en Argentina, tanto pública como privada, tienen como destinatario excluyente al sector privado no financiero que, hacia fines de 2014, apropió el 93% del total de los préstamos.

	31/12/2014	Participación
Total Préstamos	649.206.200	
- Sector Público no Financiero	51.470.033	8%
- Sector Financiero	10.728.572	2%
- Sector Privado no Financiero y Residentes en el Ext.	604.061.685	93%
- Provisiones	-17.054.090	-3%

Cuadro I

(Cifras en miles de pesos).

Fuente BCRA.

Los préstamos al sector privado no financiero se materializan en créditos garantizados y créditos sin garantías.

Los créditos garantizados son aquellos que poseen una segunda fuente de pago. El riesgo en la inversión es compartida por el deudor y el banco. El deudor eroga fondos propios, participa en una parte de la inversión y corre el riesgo de perder la totalidad de la misma ante una situación de incumplimiento. El banco, por su parte, también participa en la inversión, cobra un interés por adelantar fondos y en caso de incumplimiento del deudor se queda con la totalidad de la inversión, ejecutando la garantía.

En la Argentina, este tipo de financiación de riesgo acotado, con garantía real, participa en menos del 15% dentro del total de préstamos al sector privado no financiero.

	31/12/2014	Participación
Total Préstamos al Sector Privado no Financiero y Residentes en el Exterior	604.061.685	
- Créditos Hipotecarios	48.776.440	8%
- Créditos Prendarios	32.910.771	5%

Cuadro II

(Cifras en miles de pesos).

Fuente BCRA.

Por su parte, los créditos sin garantías (ni contragarantías preferidas), son aquellos que se otorgan sin contar con una segunda fuente de pago, el deudor no eroga fondos propios, es decir, recibe el crédito y comienza a usarlo, sin más. Es el caso de los préstamos personales y las tarjetas de crédito.

En Argentina, este tipo de financiación, de riesgo considerable, posee una participación del 50% dentro del total de los créditos al sector privado no financiero.

	31/12/2014	Participación
Total Préstamos al Sector Privado no Financiero y Residentes en el Exterior	604.061.685	
- Préstamos Personales	115.351.873	19%
- Tarjetas de Crédito	185.058.765	31%

Cuadro III

(Cifras en miles de pesos).

Fuente BCRA.

La totalidad de los créditos con tarjeta se destina a consumo, y si bien es cierto que un préstamo personal puede destinarse a una actividad genuinamente productiva, en términos generales suele destinarse a consumo, ya sea destino libre (ocio) o destino específico (la compra de un auto o equipamiento de hogar).

4.2 Préstamos al Sector Privado no Financiero.

Los primeros tres bancos privados por ranking de préstamos según BCRA al 31/12/2014 han presentado variaciones más que significativas en su nivel de actividad en los últimos 10 años. Midiendo el nivel de actividad en función a la asistencia al sector privado, el Banco Santander Río, por caso, multiplicó sus préstamos por 20, pasando de 2.7 mil millones de pesos a la suma actual de 55.3 mil millones de pesos. Lo sigue el Banco Francés, que multiplicó sus préstamos por 19 y el Banco Galicia, que creció 17 veces, pasando de 3 mil millones de pesos a 50.1 mil millones.

	2004	2009	2014	Var. 2004-2014
Banco Santander Río	2.741.442	13.737.446	55.361.105	20x
Banco Galicia	3.017.007	11.494.214	50.171.605	17x
Banco Frances	2.290.968	9.902.503	39.045.753	19x
Totales	8.049.417	35.134.163	144.578.463	
- Variación Interanual		436%	412%	
- Variación 2004-2014			1796%	

Cuadro IV

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

De un total de asistencia al sector privado de 8 mil millones de pesos en el año 2004 a una asistencia total de 145 mil millones de pesos hacia fines del 2014, un crecimiento en el periodo del orden del 1.800%.

4.3 Composición de Cartera. (Banca Keynesiana).

La composición de las carteras de préstamos se adaptó paulatinamente a la coyuntura. Ha acompañado de sobremanera la política “keynesiana” de los últimos años, cuya base de crecimiento de la actividad económica y empleo radicó en el apuntalamiento de la demanda global, materializada fundamentalmente en el consumo y una fuerte participación del Estado en la economía.

Keynes sostiene que es en las comunidades pobres donde se presenta una mayor propensión al consumo y nuevas oportunidades de inversión, ya que una comunidad pobre estará propensa a consumir la mayor parte de la producción, de manera que una inversión modesta será suficiente para lograr una ocupación completa.

En los últimos años la banca argentina ha combinado:

- Incentivos varios al consumo.
- Desincentivo al ahorro (inversiones).

Teniendo en cuenta la relación lineal entre riesgo y tasa de interés, una estructura de financiación orientada a créditos sin garantías elevará las ganancias. Este principio, presumiblemente, ha llevado a los bancos a desentender la financiación productiva y con ello, el riesgo potencial de sus carteras de crédito ante posibles variaciones a la baja en los niveles de producción, empleo y consumo.

4.3.1 Estructura de financiación (2004-2014).

4.3.1.1 Banco Santander Río:

	2004	(%)	2009	(%)	2014	(%)
Adelantos	640.449	25%	1.715.185	13%	9.396.191	17%
Documentos	465.807	18%	2.571.714	19%	14.416.732	26%
Hipotecarios	695.542	27%	1.396.454	10%	1.788.931	3%
Prendarios	94.527	4%	662.131	5%	3.432.571	6%
Personales	116.416	4%	2.457.837	18%	7.914.073	15%
Tarjetas de Crédito	418.997	16%	3.259.323	24%	16.545.823	30%
Otros	161.420	6%	1.496.911	11%	1.052.445	2%
Totales	2.593.158		13.559.555		54.546.766	

Cuadro V

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río.

Préstamos Hipotecarios y Prendarios (garantizados / largo plazo).

Los créditos hipotecarios han pasado de un ratio de representación de cartera del 27% en 2004 a un 10% en 2009 (-63%) y a un 3% en 2014 (-70%). El nivel de caída general en el periodo 2004-2014 ascendió al 90%.

Los créditos prendarios, por su parte, vienen mostrando un sostenido ascenso entre periodos: 2004-2009 (+25%), 2009-2014 (+20%). Con una variación 2004-2014 del 50%, representando hacia el final de la muestra un 6% de la cartera total.

La participación conjunta al 31/12/2014 asciende al 9%.

Préstamos Personales y Tarjetas de Crédito (sin garantía / corto plazo)

Los préstamos personales crecieron un 375% en el periodo 2004-2014 (de un 4% en 2004 a un 15% en 2014).

En el mismo periodo, la financiación con tarjetas de crédito se duplicó, del 16% en 2004 al 30% hacia el final de la muestra.

La participación conjunta al 31/12/2014 asciende al 45%.

Adelantos en cuenta corriente y operaciones de descuento de documentos (adelanto de fondos de corto plazo).

Mantienen sus niveles históricos promedio de participación (43% aprox.)

De cada \$100 que presta la Entidad:

A) \$88 son de corto plazo, no gozan de garantía real y no estimulan la producción de manera directa. De los cuales:

\$45 se destinan exclusivamente a consumo.

\$43 representan adelanto de fondos.

B) \$9 gozan de garantía real, largo plazo y orientación a inversión productiva directa.

4.3.1.2 Banco Galicia:

	2004	(%)	2009	(%)	2014	(%)
Adelantos	199.797	7%	630.068	6%	3.999.682	8%
Documentos	848.556	32%	3.373.893	30%	16.577.609	33%
Hipotecarios	540.514	20%	963.380	8%	1.661.062	3%
Prendarios	91.848	3%	64.686	1%	499.971	1%
Personales	58.161	2%	1.724.413	15%	4.815.010	10%
Tarjetas de Crédito	415.610	15%	2.844.161	25%	20.535.711	41%
Otros	529.089	20%	1.766.135	16%	1.572.283	3%
Totales	2.683.575		11.366.736		49.661.328	

Cuadro VI

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables Banco Galicia.

Préstamos Hipotecarios y Prendarios (garantizados / largo plazo).

El nivel de participación de los créditos hipotecarios en la cartera total ha descendido del 20% en 2004 al 8% en 2009 (-60%) y al 3% en 2014 (-63%). El nivel de caída en su ratio de participación en la cartera total en todo el periodo ha sido del 85%.

Los créditos prendarios han pasado de un 3% en 2004 a un magro 1% en 2014 (-67%).

La participación conjunta al 31/12/2014 asciende al 4%.

Préstamos Personales y Tarjetas de Crédito (sin garantía / corto plazo)

Los préstamos personales quintuplicaron su nivel de participación (de un 2% en 2004 a un 10% en 2014).

La financiación con tarjetas de crédito se triplicó, del 15% en 2004 al 41% en 2014.

La participación conjunta al 31/12/2014 asciende al 51%.

Adelantos en cuenta corriente y operaciones de descuento de documentos (adelanto de fondos de corto plazo).

Mantienen sus niveles históricos promedio de participación (41% aprox.)

De cada \$100 que presta la Entidad:

A) \$92 son de corto plazo, no gozan de garantía real y no estimulan la producción de manera directa. De los cuales:

\$51 se destinan exclusivamente a consumo (más de la mitad de sus fondos prestables se orientan al consumo).

\$41 representan adelanto de fondos.

B) \$4 gozan de garantía real, largo plazo y orientación a inversión directa.

4.3.1.3 Banco BBVA Francés:

	2004	(%)	2009	(%)	2014	(%)
Adelantos	271.841	11%	1.703.751	17%	6.861.786	18%
Documentos	251.332	11%	1.068.567	11%	6.035.048	16%
Hipotecarios	400.585	17%	838.410	9%	1.466.346	4%
Prendarios	6.967	0,3%	104.983	1%	1.651.228	4%
Personales	137.396	6%	1.819.373	19%	6.091.935	16%
Tarjetas de Crédito	354.451	15%	1.464.163	15%	11.465.609	30%
Otros	957.127	40%	2.785.432	28%	4.953.604	13%
Totales	2.379.699		9.784.679		38.525.556	

Cuadro VII

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables BBVA Banco Francés.

Préstamos Hipotecarios y Prendarios (garantizados / largo plazo).

Los créditos hipotecarios evidencian un franco descenso entre periodos: 2004-2009 (-47%), 2009-2014 (-56%). La variación a la baja 2004-2014 ascendió al 76%.

Los créditos prendarios, por su parte, vienen mostrando un sostenido ascenso entre periodos, habiendo multiplicado por 13 su nivel de participación del 2004 al 2014. Es cierto que la base de comparación tendía a cero (0.3% en 2004).

La participación conjunta al 31/12/2014 asciende al 8%.

Préstamos Personales y Tarjetas de Crédito (sin garantía / corto plazo)

Los préstamos personales incrementaron un 260% su nivel de participación (de un 6% en 2004 a un 16% en 2014).

La financiación con tarjetas de crédito se duplicó, del 15% en 2004 al 30% hacia el final de la muestra.

La participación conjunta al 31/12/2014 asciende al 46%.

Adelantos en cuenta corriente y operaciones de descuento de documentos (adelanto de fondos de corto plazo).

Incrementaron un 55% su nivel de participación dentro de la cartera total de créditos (2004-2014), representando hacia el final de la muestra un 34% del total.

De cada \$100 que presta la Entidad:

A) \$80 son de corto plazo, no gozan de garantía real y no estimulan la producción de manera directa. De los cuales:

\$46 se destinan exclusivamente a consumo.

\$34 representan adelanto de fondos.

B) \$8 gozan de garantía real, largo plazo y orientación a inversión productiva directa.

4.3.2 Estructura de Ingresos Financieros 2014.

	Galicia	Santander	Francés	Promedio	% Promedio
INGRESOS FINANCIEROS	14.657.066	15.688.175	12.941.181	14.428.807	
- Intereses por Disponibilidades	4	5	0	3	0,00%
- Intereses por Préstamos al Sector Financiero	163.202	223.367	631.216	339.262	2,35%
- Intereses por Adelantos	1.577.083	2.473.125	2.058.161	2.036.123	14,11%
- Intereses por Documentos	3.856.378	2.663.627	1.237.654	2.585.886	17,92%
- Intereses por Préstamos Hipotecarios	321.139	324.053	233.929	293.040	2,03%
- Intereses por Préstamos Prendarios	83.590	979.526	316.236	459.784	3,19%
- Intereses por Préstamos de Tarjetas de Crédito	3.228.238	2.915.858	1.971.800	2.705.299	18,75%
- Intereses por Arrendamientos Financieros	218.890	69.231	312.664	200.262	1,39%
- Intereses por Otros Préstamos	1.620.604	2.741.179	2.727.686	2.363.156	16,38%
- Resultado Neto de Títulos Públicos y Privados	2.174.348	1.849.703	1.672.793	1.898.948	13,16%
- Intereses por Otros Créditos por Intermediación Financiera	53.202	4	3.839	19.015	0,13%
- Ajustes por Cláusula C.E.R.	119	223.895	307.143	177.052	1,23%
- Otros	1.007.468	530.746	616.723	718.312	4,98%
- Diferencia de Cotización de Oro y Moneda Extranjera	352.801	693.856	851.337	632.665	4,38%

Cuadro VIII

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables 31/12/2014 Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

En promedio, los ingresos provenientes de intereses por préstamos de tarjetas de créditos y préstamos personales alcanzan el 35% de los ingresos financieros totales, y los ingresos de intereses por adelantos y documentos, un 32%. Es decir, del total de ingresos financieros, casi un 70% se encuentra representado por intereses ganados en operaciones de corto plazo (menores a un año).

	Galicia	Santander	Francés	Promedio	Var. a/a
RESULTADO NETO					
- Resultado Neto del Ejercicio 2014	3.158.416	3.233.041	3.204.496	3.198.651	56,01%
- Resultado Neto del Ejercicio 2013	1.836.879	2.289.753	2.024.244	2.050.292	36,11%
- Resultado Neto del Ejercicio 2012	1.301.118	1.954.377	1.263.679	1.506.391	19,25%
- Resultado Neto del Ejercicio 2011	1.107.262	1.676.972	1.005.577	1.263.270	15,96%
- Resultado Neto del Ejercicio 2010	469.130	1.600.957	1.198.179	1.089.422	58,19%
- Resultado Neto del Ejercicio 2009	171.847	1.175.722	718.462	688.677	
- Resultado Neto del Ejercicio 2004	-108.607	37.748	-84.672	-51.844	

Cuadro IX

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables 31/12/2014 Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

Del 2009 al 2014, el resultado neto promedio (después de gastos, salarios e impuestos) se multiplicó por 5, mostrando incrementos interanuales promedio del orden del 37%. Desde la implementación de la línea de inversión productiva (- 2012 -, la cual haremos mención más adelante), el incremento interanual promedio 2012-2013 y 2013-2014 fue del 46%, diez puntos por encima del promedio 2009-2014.

4.4 Asignación privada del ahorro privado.

A continuación se detalla el destino de los depósitos privados no financieros de nuestro objeto de estudio específico al 31/12/2011, fecha anterior a la implementación de la línea de créditos para la inversión productiva⁵, a la cual luego nos remitiremos en detalle.

	Santander Río	Galicia	Francés
Depósitos privados no financiero	32.094.305	28.284.186	28.100.010
Créditos prendarios	1.584.984	202.336	456.656
Nivel de participación	4,94%	0,72%	1,63%

Cuadro X

(Cifras en miles de pesos).

Fuente: Estados Contables 31/12/2011 Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

Al 31/12/2011 el banco Galicia destinó menos del 1% de sus depósitos privados a lo que podríamos llamar inversión productiva directa (créditos prendarios), el banco Francés menos del 2% y el banco Santander Río un 5% aproximado.

Atento a la coyuntura, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) publicó el 05 de Julio del 2012 la Comunicación “A” 5319, que entre otros puntos, dispuso:

- a) Las entidades financieras deberán destinar, como mínimo, un monto equivalente al 5% del promedio mensual de los saldos diarios de los depósitos del sector privado no financiero en pesos en el mes de junio de 2012.
- b) Financiaciones elegibles. Financiación de proyectos de inversión destinados a la adquisición de bienes de capital y/o a la construcción de instalaciones necesarias para la producción de bienes y/o servicios y la comercialización de bienes (excluyendo bienes de cambio).

⁵ Comunicación BCRA “A” 5319; 05/07/2012.

c) Tasa de interés máxima. La tasa de interés a percibir por las entidades financieras será de hasta el 15,01% nominal anual fija hasta la cancelación de la financiación.

d) Moneda y plazos. Las financiaciones deberán ser denominadas en pesos y tener -al momento del desembolso- un plazo promedio igual o superior a 24 meses, ponderando para ello los vencimientos de capital, sin que el plazo total sea inferior a 36 meses.

4.5 Corto plazo financiero.

La teoría económica de la <<estructura inter-temporal de la producción>> y de la afirmación de que <<es más que evidente que si el nivel de ahorro de una sociedad aumenta en una determinada proporción, la oferta monetaria por bienes de consumo bajará en la misma proporción>>, carece de demostración empírica en nuestra realidad. Es una teoría sin praxis. Dice Keynes: “Puede suceder muy bien que la teoría clásica represente el camino que nuestra economía debería seguir, pero suponer que en realidad lo hace así es eliminar graciosamente nuestras dificultades. Tal *optimismo* (las cursivas son mías) es el causante de que se mire a los economistas como Cándidos que, habiéndose apartado de este mundo para cultivar sus jardines, predicán que todo pasa del mejor modo en el más perfecto posible de los mundos, a condición de que dejemos las cosas en libertad”.

4.5.1 Apertura por Plazo de las Financiaciones.

Banco Santander Río.

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río al 31/12/2004 y 31/12/2014.

		Ejercicio 31/12/2004						
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero		2.223	26.309	102.768	173.833	151.262	2.890.922	3.347.317
Sector Financiero		19.259	0	0	0	0	19.259	38.518
Sector Privado No Financiero		1.129.164	311.510	309.490	233.682	300.401	3.587.566	5.871.813
Totales		1.150.646	337.819	412.258	407.515	451.663	6.497.747	9.257.648
Nivel de participación		12%	4%	4%	4%	5%	70%	100%
		25%			75%			

Cuadro XI

El financiamiento de corto plazo, definiendo al mismo como aquellos créditos con un plazo de devolución menor o igual a 12 meses, representaba en 2004 el 25% del total de las financiaciones. Estando el 70% de la cartera orientado al largo plazo (+ 24 meses).

		Ejercicio 31/12/2014						
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero		0	0	0	0	0	0	0
Sector Financiero		183.417	138.820	205.585	166.040	38.610	6.000	738.472
Sector Privado No Financiero		27.238.702	5.233.072	5.875.286	5.714.142	6.434.653	6.274.520	56.770.375
Totales		27.422.119	5.371.892	6.080.871	5.880.182	6.473.263	6.280.520	57.508.847
Nivel de participación		48%	9%	11%	10%	11%	11%	100%
		78%			22%			

Cuadro XII

El 78% de la cartera financia el corto plazo. Quedando un 22% para el resto de las operaciones. De un 70% en 2004 a un 11% en 2014 orientado a créditos de +24 meses, una caída del 85%. Por su parte, la financiación de menor plazo (1 mes) multiplicó por 4 su nivel de participación (de un 12% en 2004 a un 48% en 2014).

De cada 100 pesos que presta, \$48 los cobra al mes y \$78 dentro del año.

4.5.2 Apertura por Plazo de las Financiaciones.

Banco Galicia.

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Galicia al 31/12/2004 y 31/12/2014.

Ejercicio 31/12/2004							
	1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero	16.053	2.062	14	4.806	7.663	4.477.506	4.508.104
Sector Financiero	131.647	2.226	3.339	6.677	13.354	7.790	165.033
Sector Privado No Financiero	1.935.055	216.081	161.992	140.373	187.455	619.697	3.260.653
Totales	2.082.755	220.369	165.345	151.856	208.472	5.104.993	7.933.790
Nivel de participación	26%	3%	2%	2%	3%	64%	100%
	33%				67%		

Cuadro XIII

El 64% de sus créditos se destinaba al largo plazo (+24 meses). El 33% registraba un plazo de devolución igual o menor a 12 meses. La participación de la financiación más corta (1 mes) ya era alta (26%), más del doble que la registrada por el banco Santander Río ese mismo año (12%).

Ejercicio 31/12/2014							
	1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero	578	0	0	0	0	0	578
Sector Financiero	328.113	141.580	74.257	88.916	74.522	77.501	784.889
Sector Privado No Financiero	36.061.569	5.177.540	4.514.850	4.440.987	5.253.500	3.617.689	59.066.135
Totales	36.390.260	5.319.120	4.589.107	4.529.903	5.328.022	3.695.190	59.851.602
Nivel de participación	61%	9%	8%	8%	9%	6%	100%
	85%				15%		

Cuadro XIV

El 85% de la cartera financia el corto plazo. Quedando un 15% para el resto de las operaciones. De un 64% en 2004 a un 6% en 2014 orientado a créditos de +24 meses, una caída del 90%. De cada 100 pesos que presta, \$61 los cobra al mes y \$85 dentro del año.

Su nivel de compromiso para con la productividad y desarrollo estructural de nuestro país representa el 6% de su cartera (+24 meses), es decir, 6 de cada 100 pesos que presta.

4.5.3 Apertura por Plazo de las Financiaciones.

BBVA Banco Francés.

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables BBVA Banco Francés al 31/12/2004 y 31/12/2014.

		Ejercicio 31/12/2004						
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero		6.235	95.933	22.311	111.291	222.581	5.626.353	6.084.704
Sector Financiero		2.709	841	1.564	24.579	6.072	607	36.372
Sector Privado No Financiero		1.474.381	178.580	377.310	267.555	134.146	560.872	2.992.844
Totales		1.483.325	275.354	401.185	403.425	362.799	6.187.832	9.113.920
Nivel de participación		16%	3%	4%	4%	4%	68%	100%
		28%				72%		

Cuadro XV

El 68% de su cartera orientado al largo plazo (+24 meses), y un 16% a operaciones de 1 Mes. De cada 100 pesos que prestaba, \$72 financiaban operaciones de 24 meses o más.

		Ejercicio 31/12/2014						
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero		31	0	0	0	0	54.428	54.459
Sector Financiero		767.715	291.711	415.307	527.427	233.686	9.500	2.245.346
Sector Privado No Financiero		20.882.825	4.243.523	3.791.667	3.355.262	4.761.387	5.434.698	42.469.362
Totales		21.650.571	4.535.234	4.206.974	3.882.689	4.995.073	5.498.626	44.769.167
Nivel de participación		48%	10%	9%	9%	11%	12%	100%
		77%				23%		

Cuadro XVI

Al igual que el Santander Río, en un corto periodo de tiempo de 10 años, revirtió su estructura temporal de financiación. Del 72% en 2004 orientado a plazos de 24 meses y +24 meses, al 77% en 2014 con destino igual o menor a 12 meses.

Muestra una caída del 80% en financiación de largo plazo (+24 meses), pasando de un 68% en 2004 a un 12% en 2014.

De cada 100 pesos que presta, \$48 los cobra al mes y \$77 dentro del año.

4.5.4 Resumen de líneas. Ejercicios 31/12/2014.

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco al 31/12/2014 Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

	1 Mes	3 Meses	6 Meses	12 Meses	24 Meses	+ 24 Meses	Total
Sector Público No Financiero	609	0	0	0	0	54.428	55.037
Sector Financiero	1.279.245	572.111	695.149	782.383	346.818	93.001	3.768.707
Sector Privado No Financiero	84.183.096	14.654.135	14.181.803	13.510.391	16.449.540	15.326.907	158.305.872
Totales	85.462.950	15.226.246	14.876.952	14.292.774	16.796.358	15.474.336	162.129.616
Nivel de participación	53%	9%	9%	9%	10%	10%	100%
	80%				20%		

Cuadro XVII

La estructura temporal de financiación representada en los Estados Contables de nuestro objeto de estudio específico al 31/12/2014 muestra un escenario 80/20.

80% de sus créditos orientados al corto plazo y 20% al mediano y largo plazo.

De los créditos de corto plazo, el 53% poseen un plazo de financiación de 30 días (1 mes).

De los créditos más largos, la mitad se devuelve en 24 meses (mediano plazo). Es decir, del total, tan solo 10% se destina a operaciones de largo plazo (+24 meses).

De cada 100 pesos que prestó nuestra banca al 31/12/2014, \$53 los cobró al mes y \$80 los cobró dentro del año. 20 pesos los comprometió a operaciones de 24 meses o más, asegurándose el cobro de la mitad (\$10) en dos años o menos.

4.6 Apalancamiento.

4.6.1 Endeudamiento contable versus Endeudamiento real.

Si bien la exposición de los indicadores patrimoniales de la banca argentina que realiza periódicamente el BCRA muestra mejoras sustanciales respecto a años anteriores, el análisis pormenorizado de la evolución patrimonial de los principales bancos privados de nuestro sector financiero muestra un panorama que merece ser observado con particular detalle.

En el siguiente cuadro podremos observar:

- a) Evolución del capital social (acciones debidamente integradas).
- b) Evolución del patrimonio neto contable (incluye capital social, reservas, resultados acumulados y resultado del ejercicio).
- c) Evolución de la participación del capital social en el patrimonio neto contable.

Banco Santander Río	2004	2009	2014	Var. 2004-2014
Capital Social	439.870	1.078.875	1.078.875	2,5x
Patrimonio Neto al Cierre	824.107	3.084.161	11.956.261	14,5x
CS / PN	53,40%	35,00%	9,00%	

Banco Galicia	2004	2009	2014	Var. 2004-2014
Capital Social	468.662	562.327	562.327	1,2x
Patrimonio Neto al Cierre	1.198.247	2.126.522	9.899.252	8,3x
CS / PN	39,10%	26,40%	5,70%	

Banco Francés	2004	2009	2014	Var. 2004-2014
Capital Social	471.361	536.361	536.878	1,1x
Patrimonio Neto al Cierre	1.618.452	2.926.472	10.331.876	6,4x
CS / PN	29,10%	18,30%	5,20%	

Cuadro XVIII

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés SA.

Resumen:

Totales	2004	2009	2014	Var. 2004-2014
Capital Social	1.379.893	2.177.563	2.178.080	1,6x
Patrimonio Neto al Cierre	3.640.806	8.137.155	32.187.389	8,8x
CS / PN	37,90%	26,76%	6,77%	

Cuadro XIX

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

En términos globales, el patrimonio neto de los bancos analizados creció un 880% durante el periodo 2004-2014, mientras que su capital social se incrementó sólo en un 60%, pasando de tener una participación en el patrimonio al cierre del 37.9% en 2004 a menos del 7% en 2014.

Evolución Capital social / PN Contable (2004-2014)

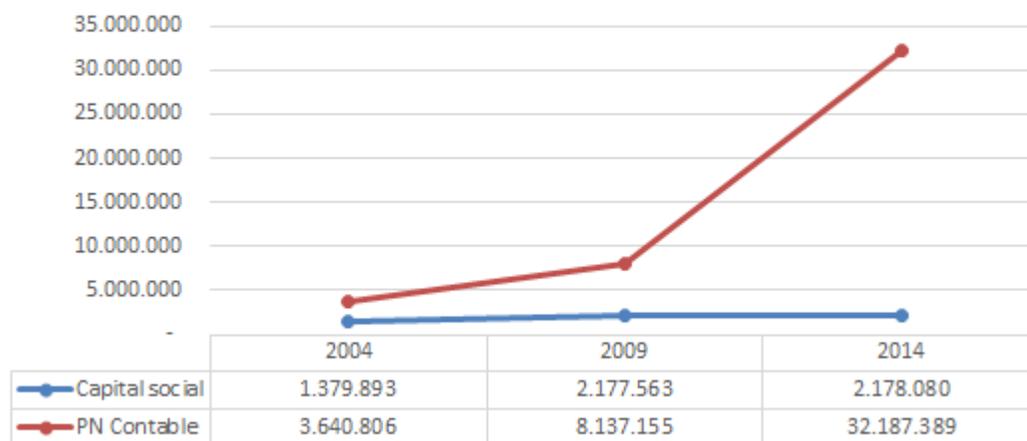


Gráfico I

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

El Banco Santander Río multiplicó su PN 2004-2014 por 14.5 (+ 1.450%), el Banco Galicia por 8.3 (+830%) y el Banco Francés por 6.4 (+ 640%). Esto da muestra de una mejora sustancial evidente en la situación patrimonial del sector (representado por estos 3 bancos), pero vale preguntarse: ¿Qué motivó tal crecimiento?

El Patrimonio Neto de una empresa se compone básicamente por **a)** aporte de los socios o accionistas (que pueden estar capitalizados o no), **b)** reservas (legal y otras) y **c)** resultados (acumulados y del ejercicio).

Un crecimiento patrimonial impulsado por un aporte de capital (o capitalización de resultados) o emisión de acciones, a priori, podría darnos la buena sensación de un mayor grado de confianza de los socios o accionistas para con la empresa, por su parte, un crecimiento motivado por los resultados da muestras de una buena performance operativa durante el ejercicio económico en cuestión.

El capital social del sector (acciones debidamente integradas) tuvo un crecimiento muy por debajo del incremento patrimonial, es decir, el crecimiento patrimonial del sector

no devino de mayores aportes de capital (confianza de los inversores, por ejemplo) sino de mayores resultados (mejor performance operativa). Aclaro que lo expuesto es al sólo efecto informativo (no se pretende juzgar tal situación), ya que también cabría preguntarse para qué reforzar el capital (capitalizando ganancias, por ejemplo) teniendo ganada la confianza del inversor por medio de los excelentes resultados operativos. Aun así, resulta importante remarcar (por la notoria diferencia en el crecimiento comparado) que mientras que el PN del sector creció conjuntamente 880% durante el periodo 2004-2014, pasando de \$3.6 mil millones a \$32.2 mil millones, el capital social, por su parte, mostró una variación conjunta del 60%, ascendiendo de \$1.4 mil millones a \$2.2 mil millones. La participación del capital social en el patrimonio neto, que en el 2004 era del 37.9%, en el 2014 pasó a ser del 6.7%, la sexta parte de aquella.

El crecimiento patrimonial durante el periodo, según hemos visto, no se explica por un incremento de aportes de los socios o accionistas, o sí se explica, pero en un porcentaje ínfimo, menor al 7%, por lo tanto, lógicamente, debiera explicarse en mayor medida por el lado de los resultados (no consideraremos aquí a las reservas, que efectivamente son una parte de los resultados, pero se analizarán por separado más adelante).

En el siguiente cuadro podremos observar:

- a) Evolución de los resultados acumulados (resultados de ejercicios anteriores no distribuidos).
- b) Evolución de los resultados del ejercicio.
- c) Evolución del total de resultados (acumulados + del ejercicio).
- d) La participación del total de resultados en el patrimonio neto contable 2014.

Banco Santander Río	2004	2009	2014
Resultados Acumulados	-1.956.171	650.608	2.289.753
Resultado del Ejercicio	37.748	1.175.722	3.233.041
Total Resultado	-1.918.423	1.826.330	5.522.794
Resultados / PN			46,20%

Banco Galicia	2004	2009	2014
Resultados Acumulados	-996.732	199.019	1.836.883
Resultado del Ejercicio	-108.607	171.847	3.158.416
Total Resultado	-1.105.339	370.866	4.995.299
Resultados / PN			50,50%

Banco Francés	2004	2009	2014
Resultados Acumulados	-1.182.628	703.280	2.024.244
Resultado del Ejercicio	-84.672	718.462	3.204.496
Total Resultado	-1.267.300	1.421.742	5.228.740
Resultados / PN			50,60%

Cuadro XX

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

En 2014, la participación de los resultados (acumulados + del ejercicio) alcanzaron en promedio una participación del 50% en el patrimonio neto de los bancos.

Estos resultados podrán reservarse o ser distribuidos, o bien, reservarse para luego ser distribuidos.

Analicemos los saldos al 31/12/2014 del Estado de Situación Patrimonial de cada banco, a los efectos de poder determinar el patrimonio neto genuino, filtrando aquellas sumas susceptibles de ser distribuidas en el corto plazo.

En el siguiente cuadro podremos observar:

- a) Evolución del capital social (acciones debidamente integradas).
- b) Evolución de la reserva legal.
- c) Evolución de la reserva facultativa (que siempre se constituye como reserva para futura distribución de utilidades).
- d) Evolución del resultado del ejercicio.
- e) Evolución del patrimonio neto según balances (PNB).
- f) Determinación y evolución del patrimonio neto genuino (PNG).
- g) La participación del patrimonio neto genuino (PNG) en el patrimonio neto según balances (PNB)

	<u>Santander Río</u>	<u>Galicia</u>	<u>Francés</u>
Capital Social	1.078.875	1.539.926*	1.032.368*
Reserva Legal	2.126.286	1.232.036	1.900.721
Reserva Facultativa	5.518.059	3.968.874	4.194.291
Resultado del Ejercicio	3.233.041	3.158.416	3.204.496
Patrimonio Neto s/ Balance (PNB)	11.956.261	9.899.252	10.331.876
Patrimonio Neto Genuino (PNG)	3.205.161	2.771.962	2.933.089
PNG / PNB	26,80%	28,00%	28,40%

Cuadro XXI

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

* Incluye aportes no capitalizados (prima de emisión) y ajustes al capital

El Patrimonio Neto Genuino (PNG) resulta de restarle al Patrimonio Neto según Balances (PNB):

a) las sumas de la reserva facultativa, ya que en todos los casos es una reserva facultativa para futuras distribuciones de resultados; y

b) el resultado del ejercicio, ya que en todos los casos, también, pasa a formar parte de la reserva facultativa del ejercicio siguiente, reserva con fines de distribución hacia los accionistas. De este cálculo conservador, aunque realista, observamos que el patrimonio genuino de los bancos bajo análisis, representa menos del 30% en promedio del patrimonio neto total que los mismos muestran en sus balances, esto, indudablemente, repercutirá fuerte en la determinación del ratio de endeudamiento. Que analizaremos a continuación.

4.6.2 Nivel de endeudamiento de la banca antes de la crisis financiera del año 2001.

	30/09/2000	30/06/2000	31/12/2000
	Santander Río *	Galicia	Francés
Pasivo Total	12.922.066	14.330.735	10.972.855
Patrimonio Neto s/ Balance	1.341.374	1.332.149	1.010.567
Ratio	9,6x	10,8x	10,9x

Cuadro XXII

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

* Bajo su denominación anterior: Banco Río de la Plata SA

El nivel de endeudamiento o apalancamiento promedio era de 10 a 1. Diez veces más pasivo que patrimonio.

4.6.3 Nivel de endeudamiento actual (31/12/2014) en base al Patrimonio Neto según Balances (PNB):

	Santander Río	Galicia	Francés
Pasivo Total	83.341.877	78.846.696	62.952.484
Patrimonio Neto s/ Balance	11.956.261	9.899.252	10.331.876
Ratio	7,0x	8,0x	6,1x

Cuadro XXIII

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

El nivel de endeudamiento promedio según Patrimonio Neto Contable al cierre 2014, es de 7 a 1. Siete veces más pasivo que patrimonio. Un 30% menor a la situación anterior a la crisis del año 2001.

4.6.4 Nivel de endeudamiento actual (31/12/2014) en base al Patrimonio Neto Genuino determinado (PNG):

	<u>Santander Río</u>	<u>Galicia</u>	<u>Francés</u>
Pasivo Total	83.341.877	78.846.696	62.952.484
Patrimonio Neto Genuino	3.205.161	2.771.962	2.933.089
Ratio	26,0x	28,4x	21,5x

Cuadro XXIV

Cifras en miles de pesos.

Fuente: Estados Contables Banco Santander Río, Banco Galicia y BBVA Banco Francés.

El nivel de endeudamiento promedio según Patrimonio Neto Genuino al cierre 2014, resulta ser de 25 a 1. Veinticinco veces más pasivo que patrimonio. Un ratio de endeudamiento superior al doble que el registrado en el escenario inmediato anterior a la crisis financiera del año 2001.

Pero la comparación no tiene como fin establecer un simple paralelismo anacrónico entre los distintos niveles de endeudamiento de la banca en dos contextos notoriamente disímiles, sino poder determinar en qué situación se encuentra (y se encontraba) respecto a la responsabilidad de sus accionistas, que se limita a la integración de las acciones suscriptas⁶.

En 2001 el Pasivo total promedio de los bancos bajo análisis ascendía a los \$12.7 mil millones, con un patrimonio neto promedio de \$1.2 mil millones. (El PN contable y el PN genuino no diferían, debido a que prácticamente no había resultados acumulados, y los resultados del ejercicio eran negativos).

La responsabilidad de los accionistas se limitaba al 10% del pasivo total.

En 2014. Con un pasivo total promedio de \$75 mil millones y un patrimonio neto genuino (PNG) promedio de \$2.9 mil millones, la responsabilidad de los accionistas se limita al 4% del pasivo, la tercera parte que en 2001. Es decir, que en caso de presentarse algún *inconveniente*, de cada \$100 que debe el banco, los accionistas responden con sólo \$4 de capital propio.

⁶ Ley de Sociedades Comerciales Nro. 19.550. Sección V: De la Sociedad Anónima. 1° De su naturaleza y Constitución. Caracterización. Art. 163.

5. REGULACIONES.

5.1 Des - Controlados.

Si los bancos en conjunto emplean un estándar de gestión de riesgo similar, un error en el modelo, posiblemente los lleve a todos a conceder créditos malos, percibida esta situación, todos, y presumiblemente al mismo tiempo, intentarán rápidamente desprenderse de esos créditos - mediante un proceso de titulización, por ejemplo -, generando una oferta desmedida que sin un correlato sostenido en la demanda, ya advertida de tal situación, hará caer el valor de sus carteras, con una inmediata caída en el precio de sus acciones, que dependiendo del nivel de exposición al riesgo de sus activos, podrá, en algunos casos, hasta llevarlos a la quiebra.

Tal fue el caso de las hipotecas sub prime en los Estados Unidos, donde distintos factores se combinaron para el nacimiento, fortalecimiento y posterior explosión de la burbuja inmobiliaria:

- a. El otorgamiento generalizado de créditos hipotecarios a sujetos no calificables – o no target - (subestimación del riesgo);
- b. La calificación positiva de los títulos tóxicos o basura por parte de las calificadoras de riesgo (sobreestimación de los activos que favoreció a la diversificación del riesgo);
- c. Los credit default swaps (cobertura del riesgo), similares a las pólizas de seguro, donde las aseguradoras, con AIG a la cabeza, simplemente aseguraron más de lo que realmente podían pagar.

La burbuja inmobiliaria se inició con un otorgamiento desmedido de créditos hipotecarios, la fuerte demanda de unidades llevó a un acelerado proceso de construcción de viviendas, la demanda, exacerbada por el dinero fácil, elevó considerablemente el precio de las unidades.

“En el verano de 2005, los precios de las casas, en las ciudades principales de los estados arenosos (Florida, Arizona, Nevada y California) eran aproximadamente un 150% más altos de lo que habían sido al comenzar la década – sólo cinco años atrás -, la confianza en que los precios nunca bajarían, la prisa de los compradores por entrar antes de que los precios subieran aún más y mucha actividad especulativa mostraban ya todas las características de una burbuja”.⁷

Debido a la autorregulación y la voracidad de los hombres de negocio, se concedieron hipotecas del 100%, sin garantía personal, y los propietarios, al no tener que

⁷ Acabemos Ya con Esta Crisis, Paul Krugman, Primera reimpresión Septiembre 2012, Cap. 7, p. 123.

desprenderse de fondos propios, se vieron tentados a comprar casas más grandes de las que se podían permitir. Las condiciones de financiación de estas hipotecas, con tasas variables y que permitían al prestatario elegir cuanto quería devolver, es decir, pagar menos interés del que debía pagar, multiplicó las refinanciaciones, dejando al deudor cada vez más endeudado y con menos activo— debido a la caída en el precio de las viviendas -.

Las comisiones motivaban a los vendedores de créditos y la titulización permitió a los bancos desprenderse de parte de esos créditos malos (diversificando el riesgo), con la connivencia de las compañías calificadoras de riesgo - principalmente Standard & Poor’s y Moody’s - , que solían dar la mayor calificación de riesgo a miles de productos empaquetados antes del 2008, que luego de la explosión de la burbuja entraron en situación de default en menos de 48 horas.; y de las aseguradoras, en particular AIG, que suscribió más pólizas - credit default swaps - de las que podía pagar, y fue salvada de la quiebra por la Reserva Federal de los EEUU en el año 2008, año en que nacionalizó la empresa haciéndose del 80% de sus activos.

En fin, los títulos comenzaron a venderse y a cruzar fronteras insospechadas, vendiéndose a inversores de cualquier lugar del planeta, probablemente a inversores que ni siquiera conocían el lugar físico donde estaban ubicadas las viviendas. Cuando los propietarios comenzaron a advertir que el precio de sus hipotecas superaba ampliamente el precio actual de su vivienda - digamos, en más de un 30%, llegando al 50% en algunos estados -, decidieron simplemente dejar de pagar. Cuando un banco tiene un problema, ejecuta la garantía y liquida el activo en el mercado, pero cuando muchos bancos tienen un problema y necesitan liquidar sus activos, los precios de estos activos caen, los bancos obtienen menos por el activo de lo que esperaban y sus problemas se complican exponencialmente.

5.2 **Modificación de la Carta Orgánica del Banco Central de la Rep. Argentina (BCRA).**

Como hemos analizado, los créditos al consumo inmediato tienen una participación promedio del 45% en el total de préstamos de los bancos bajo análisis, mientras que la participación de los créditos de inversión productiva con garantía prendaria no llega en promedio al 4%.

En caso más extremo es el del Banco Galicia, donde los préstamos al consumo representan el 51% de sus préstamos al sector privado, mientras que los préstamos productivos con garantía prendaria participan en tan solo un 1%. Mismo banco que destina el 85% de sus préstamos al corto plazo (12 meses o menos).

La desregulación del sector atenta contra el porvenir de la economía nacional en su conjunto, las altas tasas de interés que se cobra a aquellos préstamos sin garantías deja un saldo ocioso muy bajo para inversiones de otro tipo, para inversiones que requieren tasas de financiación accesibles a la hora de iniciar una obra o un proyecto

Sin regulación, el crecimiento es desordenado, y sobre todo, desigual.

Con el fin de intentar paliar esta situación, en el año 2012 se produjo la modificación de la Carta Orgánica del BCRA. La misma entró en vigencia el viernes 6 de Abril de 2012 bajo la Ley 26.739.

Uno de los cambios más significativos se encuentra en su Art. 3, donde reestablece un mandato múltiple para la Entidad. Veamos.

5.3 Carta Orgánica BCRA 1992⁸.

Artículo 3.

Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda.

El Banco deberá desarrollar una política monetaria y financiera dirigida a salvaguardar las funciones del dinero como reserva de valor, unidad de cuenta e instrumento de pago para cancelar obligaciones monetarias.

Artículo 4.

Son, además, otras funciones del Banco Central de la República Argentina:

- a) Regular la cantidad de dinero y observar la evolución del crédito en la economía;
- b) Vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y demás normas que, en su consecuencia

Entre otras que no hace a la cuestión del presente trabajo (este agregado en mío).

Como se puede observar, una Carta Orgánica hecha a la medida de la Convertibilidad;

- a) “preservar el valor de la moneda”,
- b) “desarrollar una política monetaria y financiera para salvaguardar las funciones del dinero”,
- c) “regular la cantidad de dinero”

Y a la medida de la desregulación financiera;

- a) “observar la evolución del crédito”
- b) “vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero”
- c) “aplicar la Ley de Entidades Financieras”

⁸ Ley Nro. 24.144. Sancionada en Septiembre 23 de 1992.

5.4 Carta Orgánica BCRA 2012⁹.

Artículo 3.

El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

Artículo 4.

Son funciones y facultades del banco:

- a) Regular el funcionamiento del sistema financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y las normas que, en su consecuencia, se dicten;
- b) Regular la cantidad de dinero y las tasas de interés y regular y orientar el crédito;

Entre otras que no hace a la cuestión del presente trabajo (este agregado en mío).

La presente regulación agrega un tinte social al tecnicismo de la anterior. Establece un mandato múltiple para el BCRA incluyendo dentro de sus finalidades la de promover, además de la estabilidad monetaria y financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

En el marco de sus funciones, autoriza a la Entidad a regular no sólo la cantidad de dinero, sino también la tasa de interés y el crédito. Y en este artículo, que es el artículo cuarto inciso b de la Ley, se incorpora un punto clave, que a la vista puede pasar desapercibido al presentarse carente de subrayados, mayúsculas, negrita o entre comillas (atento a su relevancia en el desarrollo del presente trabajo de investigación, nosotros utilizaremos todos estos recursos de impacto visual): **“ORIENTAR EL CRÉDITO”**.

El Banco Central tiene la facultad de orientar el crédito, es decir, de armar la cartera de créditos de las entidades financieras regidas por la Ley de Entidades Financieras, explicando así la segunda sujeción del sujeto financiero.

⁹ Ley Nro. 26.739. Sancionada en Marzo 27 de 2012.

6. INCIDENCIA DE UNA ESTRUCTURA TEMPORAL CORTOPLACISTA EN LA FINANCIACIÓN DE LAS ORGANIZACIONES Y SUS DECISIONES DE INVERSIÓN.

Una de las primeras medidas de orientación del crédito impulsadas por el BCRA, facultado por su Carta Orgánica modificada en 2012, se instrumentó mediante la Comunicación “A” 5319. Que, como hemos visto, obliga a las entidades financieras a destinar como mínimo el 5% de sus depósitos privados a inversiones productivas, con plazos superiores a los 36 meses y una tasa activa máxima determinada por el propio Banco Central, y orientada especialmente a micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs).

¿Cómo incide este nuevo escenario en la financiación de las organizaciones y sus decisiones de inversión? Veamos un caso práctico (hipotético)¹⁰.

El punto 3 inciso 3.1 de la Comunicación “A” 5319 enuncia las financiaciones elegibles: I) Proyectos de inversión destinados a la adquisición de bienes de capital; II) Construcción de instalaciones necesarias para la producción de bienes y/o servicios y la comercialización de bienes.

Supongamos el caso de una Pyme que se dedica a la prestación de servicios de transporte terrestre en todo el territorio nacional.

La empresa desea adquirir un vehículo (camión) 0 km. con el objeto principal de poder atender una mayor demanda y concretar nuevos negocios, y paralelamente, mejorar la cantidad y calidad de su parque móvil.

La empresa posee fondos disponibles que representan el 50% del precio de la unidad, debiendo buscar financiamiento externo por el restante 50%.

La unidad cotiza 1.5 millones de pesos, debiendo buscar asistencia financiera por la suma de \$750 mil pesos.

El mercado ofrece las siguientes condiciones: TNA 37.25%, CFT 53%, Plazo 48 meses.

Los socios o accionistas que aportan el 50% restante de la inversión, deberán exigir un retorno mayor por sus fondos, ya que no sólo tienen implícito el riesgo de crédito, es decir, el riesgo financiero de no pago, sino que también deben soportar implícito el costo empresario, sistemático o no sistemático. Supongamos que exigen una sobre tasa del 10%.

Por lo tanto, ponderando el costo de la financiación propia (al cual denominaremos Ke) que asciende al 63% (53% de CFT bancario más 10% adicional exigido por los socios o accionistas) con su respectiva participación (50%); y el costo de financiación externa (que

¹⁰ Cifras calculadas sobre la base de un simulador de créditos de un banco extranjero de primera línea con fuerte presencia en el mercado local.

denominaremos K_i) y que asciende al 53% (CFT bancario), con su respectiva participación, también del 50%, se obtiene un costo promedio ponderado de capital (llamado K_o) del 58%. Entonces:

$$K_e \text{ (costo ponderado de financiación propia)} = 0.50 \times 0.63 = 31.5\%$$

$$K_i \text{ (costo ponderado de financiación ajena)} = 0.50 \times 0.53 = 26.5\%$$

$$\mathbf{K_o \text{ (costo promedio ponderado total)} = 26.5\% + 31.5\% = 58\%}$$

Para que la inversión resulte viable, el empresario deberá obtener una tasa interna de retorno (TIR) de al menos un 58% (Ver Anexo IV).

Bajo estas condiciones: Capital a financiar \$750.000 / TNA 37.25% / CFT 53% / Plazo 48 meses (Ver Anexo IV):

- a) Cuota pura promedio (capital + interés) = \$ 32.475
- b) Facturación anual exigida (para TIR mayor o igual a K_o) = \$ 518.142
- c) Si para el camión se estiman 60 viajes en el año (un promedio de 5 viajes mensuales), para alcanzar la facturación anual exigida y así hacer viable la inversión, la tarifa deberá ascender aproximadamente a \$8.600 por viaje.

Bajo estas condiciones: Capital a financiar \$750.000 / TNA 37.25% / CFT 53% / Plazo 48 meses; la cuota pura promedio (capital + interés) será de \$30.021,92 y el monto de facturación anual durante los cuatro años de vigencia del préstamo, para que la inversión resulte rentable (TIR mayor o igual al 58%) deberá ser de \$518.142. O sea, si el empresario hace 60 viajes en el año con ese camión (un promedio de 5 viajes mensuales), deberá cobrar \$8.636 por viaje. Sólo así cubrirá el costo del banco y el retorno empresarial, haciendo viable la inversión.

Supongamos ahora que la Pyme se financia con la línea de inversión productiva (a la TNA vigente al primer semestre del 2015 = 19%). Mantenemos el mismo esquema de financiación que el caso anterior: 50% capital propio, 50% financiación externa, y misma sobretasa para el accionista del 10%. Por su parte, el CFT asciende al 25%.

K_e (costo ponderado de financiación propia) = $0.50 \times 0.35 = 17.5\%$

K_i (costo ponderado de financiación ajena) = $0.50 \times 0.25 = 12.5\%$

K_o (costo promedio ponderado total) = $12.5\% + 17.5\% = 30\%$

Bajo estas nuevas condiciones: Capital a financiar \$750.000 / TNA 19% / CFT 25% / Plazo 48 meses (Ver Anexo V):

- a) Cuota pura promedio (capital + interés) = \$23.880
- b) Facturación anual exigida (para TIR mayor o igual a K_o) = \$346.222
- c) Si para el camión se estiman 60 viajes en el año (un promedio de 5 viajes mensuales), para alcanzar la facturación anual exigida y así hacer viable la inversión, la tarifa deberá ascender aproximadamente a \$5.770 por viaje.

En términos comparativos.

	CFT Mercado	CFT BCRA	Diferencia (%)
Cuota pura promedio	32.475	23.880	-26%
Facturación anual exigida	518.142	346.222	-33%
Cant. de viajes promedio mensuales	60	60	
Tarifa por viaje	8.636	5.770	-33%

Cuadro XXV
(Cifras en pesos).

El escenario financiado con línea de Inversión Productiva representará para la empresa un ahorro financiero mensual del 26% y un beneficio para la economía en su

conjunto, ya que significará un saldo ocioso de la empresa para invertir en nuevos negocios (más inversión) y un ahorro en el costo del transporte del 33% (paliativo inflacionario).

La empresa logrará la viabilidad de su inversión exigiendo un retorno del 30%, la mitad del escenario financiado bajo las condiciones del mercado (58%). Esta situación sin dudas afectará positivamente su decisión de inversión.

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.
*Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.
Buenos Aires, Mayo 2015.*

7. CONSIDERACIONES FINALES.

El objeto de estudio se encuentra doblemente sujetado. En primer lugar, a decisiones coyunturales de política económica del Estado Nacional respecto a su rol en la economía, mediante el uso de sus herramientas fiscales y monetarias, con el fin de incentivar el ánimo privado que afecte la determinación de los niveles de empleo y consumo (sujeción indirecta). En segundo lugar, a decisiones del Banco Central de la República Argentina (BCRA) respecto a la determinación de tasas de interés y destino de sus fondos prestables (sujeción directa). Mediante la justificación de las hipótesis subalternas logramos arribar a la hipótesis general expuesta. A saber: **a) La desregulación financiera motivó la sujeción del sujeto financiero.** Con el 80% de sus fondos prestables destinados a actividades de corto plazo (menos de 1 año), asegurando el cobro del 53% de esos préstamos dentro del mes, con sólo un 10% de su cartera comprometida a actividades de largo plazo (+24 meses). Las consecuencias fueron inevitables. En economía se puede evitar cualquier cosa excepto las consecuencias. Efectivamente. **b) La estructura de financiación del objeto de estudio lo sujeta a los niveles de empleo (sujeción indirecta).** Con el 50% de su cartera orientada al consumo minorista (dependiente del empleo), y con el 35% de sus ingresos financieros derivados de intereses al consumo de las familias. **c) El empleo como consecuencia de una decisión política (en contextos turbulentos).** En escenarios de crisis o recesión económica, donde la inversión privada carece de los incentivos suficientes, sostenemos que es el Estado quien, por medio de la política fiscal y/o monetaria, debe alentar el ánimo empresarial, motivando la inversión y el empleo. **d) Incentivar la demanda efectiva favorece el ánimo empresarial, la inversión privada y el empleo.** Si el empresario observa que la gente tiene dinero y demanda productos y la eficiencia marginal del capital es superior a la tasa de interés, presumiblemente invertirá, producirá, y así podrá satisfacer tal demanda, generando empleo y apuntalando la demanda efectiva de la economía en su conjunto. **e) Es en tiempos de depresión cuando un Gobierno debe impulsar el gasto y recomponer la demanda mediante políticas activas.** La austeridad (en tanto ajuste) debe ir de la mano con la creación de empleo y la recomposición del ingreso. Si en tiempos de depresión se procede a un ajuste, la depresión será infinita.

Por su parte, el cumplimiento de los objetivos subordinados ha contribuido a entender la necesidad de imposición de reglas al sector financiero y su potencial impacto en la financiación de las organizaciones productivas. Al analizar la evolución de la estructura de financiación y el esquema de ingresos del objeto de estudio (**a**), decididamente orientado al consumo minorista de corto plazo y retribución inmediata (con un 80% de sus financiaciones en actividades de corto plazo, más de la tercera parte de sus ingresos financieros explicados por intereses al consumo de las familias y un débil compromiso para con los intereses del desarrollo nacional y la necesidad de financiación accesible de las

organizaciones productivas) y al comparar los puntos esenciales de la Carta Orgánica del Banco Central de 1992 respecto a su modificatoria del 2012 **(b)**, hemos establecido la relación causal entre el comportamiento financiero desregulado y la imposición de reglas de control directo **(c)**. La nueva ley, modificatoria de la carta Orgánica del BCRA, amplió el campo de acción de la Entidad, dotándolo de facultades no sólo para regular el comportamiento del sistema financiero, sino para influir en él; no sólo preservar el valor de la moneda y salvaguardar las funciones del dinero, sino para preservar la estabilidad monetaria, financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social, convirtiendo una estructura esencialmente técnica y pasiva, limitada a la observación de la evolución del crédito, en un armado activo con facultades múltiples para regular y orientar el crédito y la tasa de interés en sintonía con potenciales políticas nacionales de empleo y desarrollo económico equitativo (siempre, en teoría). La aplicación práctica de estas medidas ha renovado y facilitado el acceso al crédito a las empresas productivas **(d)**, obligando a las entidades financieras a destinar un porcentaje - determinado por el BCRA – de los depósitos del sector privado no financiero a la financiación de inversiones productivas orientado a Pymes, en pesos y a un plazo no inferior a los 36 meses. Desde su instrumentación en 2012 a la fecha, la Línea de Inversión Productiva ha permitido asignar préstamos por más de 120 mil millones de pesos, con tasa fija de financiación equivalente al 50% de las tasas vigentes de mercado, permitiendo a las empresas renovar sus expectativas y emprender nuevas inversiones, contribuyendo así a la generación de empleo. La primera sujeción de las entidades financieras, que motivó la escasez de crédito productivo, sentó las bases para la segunda sujeción del sujeto financiero, una sujeción directa en manos del Banco Central **(e)**, a priori necesaria a juzgar por el comportamiento desregulado del sector, donde los bancos supeditaron el largo plazo al corto plazo meramente rentista, haciendo descender prácticamente a cero la participación de los créditos hipotecarios en su estructura de financiación y manteniendo un muy bajo nivel de préstamos prendarios, y al mismo tiempo llevando al 50% la participación de los créditos al consumo. Bajo este contexto, y con el fin de reorientar el crédito hacia la economía real, el Estado sentó la base legal que permite al Banco Central orientar el crédito y regular la tasa de interés activa de las entidades financieras **(f)**. Entendiendo al consumo como fin último de todo proceso productivo y anzuelo de la inversión privada - ¿Para qué otra cosa invertirá un empresario si no es, en definitiva, para vender su producción? - **(g)**, asignamos al Estado la responsabilidad de generar un escenario que lo promueva, con el fin de alentar las inversiones privadas, moderando el ciclo en periodos de auge; y a los bancos, la responsabilidad de financiar esas inversiones, comprometiéndose con el contexto en el cual se desenvuelven, apostando al largo plazo y al crecimiento sostenido de la economía en su conjunto.

7.1 Expectativas y Propuestas.

La mayor participación de créditos al consumo en detrimento de la inversión productiva evidencia una espiral negativa y la generación de una burbuja financiera, es decir, fomentar al consumo desincentivando la inversión presumiblemente nos colocará en un escenario sin producción (o con producción cara), un mayor ajuste de costos por parte de las empresas, menor empleo, salario y demanda.

La desregulación, *la baja participación de fondos propios y el libre manejo de fondos ajenos*, llevaron a los bancos a asumir mayores riesgos (no así a los banqueros), atando su devenir a las vicisitudes del mercado laboral, que a su vez depende de políticas de Estado. Sin empleo no habrá consumo y sin consumo los bancos deberán reacomodar sus carteras. La pregunta es hacia dónde, ya que sin consumo no habrá inversión. Sólo habrá inversión si los empresarios avizoran demanda (y lógicamente, rentabilidad), y esa demanda que no es alentada por los empresarios, deberá serlo por el Estado. Por este motivo, teorizamos en que la banca en Argentina ha supeditado su porvenir a la coyuntura política.

Asimismo, para que el crecimiento de los últimos años se convierta en desarrollo, el Banco Central argentino deberá intensificar su política de orientación del crédito y regulación de la tasa de interés. Deberá desalentar la financiación al consumo inmediato, fomentando la financiación productiva de largo plazo, debiendo el consumo inmediato cancelarse con recurso inmediato (efectivo), derivado del salario.

Como objetivo de mediano y largo plazo, y siempre de manera gradual, paulatina, lenta aunque efectiva y decididamente, el Banco Central de la República Argentina debiera orientar el crédito de manera tal de acoplar los intereses financieros con el desarrollo estructural del país. Apuntar a una estructura de financiación de paridad consumo / producción, donde <<por cada peso que se consuma haya un peso que produzca>>.

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.
*Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.
Buenos Aires, Mayo 2015.*

8. ANEXOS.

Anexo I.

Rubros	2009	2010	2011	2012	2103	A/A	P/P
Indumentaria, calzado y marroquinería	3.861.963	5.122.757	6.890.619	8.445.289	10.981.271	30%	284%
Ropa y accesorios deportivos	641.903	1.031.143	1.409.000	1.641.999	1.948.857	33%	304%
Amoblamientos, decoración y textiles	400.288	525.368	647.518	669.550	777.917	19%	194%
Patio de comidas, alimentos y kioscos	893.328	1.240.655	1.762.838	2.222.842	2.794.890	33%	313%
Electrónicos, CD, electrodomésticos y PC	1.327.601	2.329.093	2.809.420	3.598.537	4.733.301	39%	357%
Juguetería	106.055	156.722	214.839	259.643	331.127	33%	312%
Librería y papelería	128.693	158.596	205.874	275.432	336.165	27%	261%
Diversión y esparcimiento	268.092	381.272	536.120	732.807	1.052.864	41%	393%
Perfumería y farmacia	272.951	372.937	453.186	514.853	650.139	25%	238%
	7.900.874				23.606.531	31%	295%

Cifras en miles de pesos.

Fuente INDEC.

Anexo II.

<i>Periodo</i>	<i>Ventas totales</i>	<i>Var A/A</i>	<i>Bocas de Expendio</i>	<i>Var A/A</i>	<i>Ventas. Por OP</i>	<i>Var A/A</i>
2009	50.089.211		2.593		72,5	
2010	64.491.674	29%	3.257	26%	90,2	24%
2011	82.332.052	28%	3.996	23%	115	28%
2012	103.994.892	26%	4.830	21%	139,9	22%
2013	131.710.084	27%	5.533	15%	167,7	20%
	263%	27%	213%	21%	231%	23%

Cifras en miles de pesos.

Fuente INDEC.

Anexo III.

<i>Periodo</i>	<i>Ventas totales</i>	<i>Var. A/A</i>	<i>Personal ocupado</i>	<i>Var. A/A</i>
2009	9.578.415		16.193	
2010	14.755.219	54%	18.799	16%
2011	17.960.525	22%	18.659	-1%
2012	21.943.968	22%	18.965	2%
2013	29.214.258	33%	24.217	28%
	305%	32.75%	50%	

Cifras en miles de pesos.

Fuente INDEC.

Anexo IV.

Flujo de Fondos.

FF	Momento 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Flujo Neto	\$ -750.000	\$ 518.142	\$ 518.142	\$ 518.142	\$ 518.142

VAN \$ 0,01 > = 0 Se acepta el proyecto

TIR 58% > = Ko Se acepta el proyecto

COTIZADOR

Prestamos Prendarios

Valor Total Factura		CFT (TEA)	3,54%	52,632%
LTV		CFT (TEA) sin IVA	2,85%	40,716%
Monto d/Préstamo	\$ 750.000,00	T.E.M. %		3,062%
Plazo	Meses 48	T.E.Trim.%		9,185%
Periodicidad	Mensual	T.E.A %		37,250%
T.N.A. %	37,250%	Seguro de Vida		0,200%
Tipo de Cliente	Física			
I.V.A	Resp Inscriptas			
Valor Nominal P/Insc. Prenda	\$ 1.441.051,93			
Cuota Pura	\$ 30.021,92			
Cuota Promedio	\$ 32.474,06			

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.
*Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.
Buenos Aires, Mayo 2015.*

9. FUENTES CONSULTADAS.

- Keynes, John Maynard. Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero. 4ª edición. 1ª reimpresión – Buenos Aires : Fondo de Cultura Económica, 2012.
- Marx, Karl. Manifiesto del partido comunista : principios del comunismo / Karl Marx y Friedrich Engels. 1ª edición. 1ª reimpresión - Caseros : Gradifco, 2008.
- Marx, Karl. “La dominación británica en las Indias”, 1853
- Krugman, Paul. ¡Acabemos Ya con esta crisis! 1ª edición. 1ª reimpresión – Buenos Aires : Crítica, 2012.
- Stiglitz, Joseph E. Caída libre. 1ª edición – Buenos Aires : Aguilar, Altea, Taurus, Alfaguara, 2010.
- Kicillof, Axel. De Smith a Keynes : siete lecturas de historia del pensamiento económico : un análisis de los textos originales. 1ª edición – Buenos Aires : Eudeba, 2010.
- Feinmann, José Pablo. Timote. 3ª edición – Buenos Aires : Planeta, 2009.
- Feinmann, José Pablo. Peronismo – Tomo 1 -. 7ª edición – Buenos Aires : Planeta, 2013.
- <http://www.bancomundial.org/>
- Ley Nro. 24.144. Carta Orgánica BCRA. Régimen General.
Disponible en:
<http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/66194/texact.htm>
- Ley Nro. 26.739. Modificación de la Carta Orgánica BCRA.
Disponible en:
<http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/66194/texact.htm>
- CNV (Comisión Nacional de Valores). Grupo Financiero Galicia SA. Estados Contables Anuales (Completo).
Disponible en:

<http://www.cnv.gov.ar/InfoFinan/Zips.asp?CodiSoc=3353&DescriSoc=Grupo%20Financiero%20Galicia%20S.A.&TipoArchivo=1&TipoBalance=1&TipoDocum=1>

- Grupo Financiero Galicia. Relaciones con inversores. Resultados Financieros. Disponible en:
<http://www.gfgsa.com/es/Document/FinancialResultsList>
- CNV (Comisión Nacional de Valores). Banco Santander Río SA. Estados Contables Anuales (Completos). Disponible en:
<http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/Zips.asp?CodiSoc=5057&DescriSoc=Banco%20Santander%20Rio%20S.A.&Letra=B&Lang=0&EntidadOrigen=70118&TipoDocum=1&TipoArchivo=1&TipoBalance=1>
- Banco Santander Río SA. Balance e información trimestral. Sala de Prensa. Disponible en:
<https://www.santanderrio.com.ar/banco/online/personas/acerca-de-nosotros/sala-de-prensa>
- CNV (Comisión Nacional de Valores). BBVA Banco Francés SA. Estados Contables Anuales (Completos). Disponible en:
<http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/Zips.asp?Lang=0&CodiSoc=5008&DescriSoc=BBVA%20Banco%20Frances%20S.A.&TipoDocum=1&TipoArchivo=1&TipoBalance=1>
- BBVA Banco Francés SA. Relaciones con inversores. Datos financieros. Disponible en:
<https://www.bbvafrances.com.ar/relaciones-inversores/informacion-financiera/datos-financieros.jsp>
- Banco Central de la República Argentina (BCRA). Disponible en:
<http://www.bcra.gov.ar/>

- Conociendo al capital: Keynes y la crisis más profunda del sistema capitalista. Canal Encuentro. Argentina. (2013).
Disponibile en:
http://www.encuentro.gov.ar/sitios/encuentro/programas/ver?rec_id=118520
- Filosofía aquí y ahora. Temporada 1, Encuentro 8: Filosofía y Praxis. Canal Encuentro. Argentina. (2008).
Disponibile en:
http://www.encuentro.gov.ar/sitios/encuentro/programas/ver?rec_id=50213
- Filosofía aquí y ahora. Temporada 1, Encuentro 11: Foucault. Canal Encuentro. Argentina. (2008).
Disponibile en:
http://www.encuentro.gov.ar/sitios/encuentro/programas/ver?rec_id=50242
- Feinmann, José Pablo. “La sociedad de los lobos”. Página12. (2014).
Disponibile en:
<http://www.pagina12.com.ar/diario/contratapa/13-252149-2014-08-03.html>
- Feinmann, José Pablo. “Sobre relatos y grietas”. Página12. Abril 26 de 2015. Contratapa. P. 40.
- Seijo, Rubén Ernesto. “Plan regresivo. Las consecuencias económicas del 24 de marzo de 1976”. Página12. Marzo 22 de 2015. Suplemento Cash. P. 6-7.
- Zaiat, Alfredo. “Argenta vs. bancos”. Página12. Mayo 31 de 2015. Opinión. P. 14.
- García, Gustavo. “El BCRA irrumpe en el mercado de crédito”. Fortuna. Marzo 17 de 2012. P. 32-34.
- “Cómo evitar una segunda Gran Depresión”. Fortuna. Tomado de The Economist, traducido por Fortuna. Diciembre 24 de 2011. P. 44-48.
- “La hora de los heterodoxos y periféricos”. Fortuna. Tomado de The Economist, traducido por Fortuna. Enero 07 de 2021. P. 36-40.

U C E S – DEPARTAMENTO DE POSGRADO – Tesis de ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.

Doble Sujeción del Sujeto Financiero. “La regulación financiera como instrumento promotor en las decisiones de inversión de las organizaciones productivas”. Autor: Cabezas, Víctor Esteban. Tutor: Tapia, Gustavo.

Buenos Aires, Mayo 2015.