

**Deuda pública y sistema financiero argentino.  
Una evaluación crítica de sus relaciones**

**Autores:**

Ignacio Trucco  
Candela Maccione

**Resumen**

El siguiente trabajo analiza el endeudamiento público del Estado argentino en relación con el balance consolidado del sistema financiero. Ante las numerosas alusiones públicas a la temática, en este caso de tratar de comprender la situación actual a la luz de ciclos largos vividos en la historia económica argentina en materia financiera. El trabajo sitúa el análisis empírico en el marco de un repaso teórico sobre el dinero endógeno y las regularidades esperables para un país periférico. Finalmente, se concluye mostrando que la situación actual, si bien muestra valores negativos, se encuentra muy lejos de los patrones que caracterizaron a la gran crisis financiera, cambiaria y monetaria que se desarrolló entre 1976 y 2001.

—¡Tessoro, tessoro, tessoro! —gritaba Gollum—. ¡Mi tessoro! ¡Oh mi Tessoro! —Y entonces, mientras alzaba los ojos para deleitarse en el botín, dio un paso de más, se tambaleó un instante en el borde, y luego, con un alarido, se precipitó en el vacío. Desde los abismos llegó su último lamento ¡Tessoro! y desapareció para siempre.

*(El señor de los anillos – J. R. R. Tolkien)*

Con una frecuencia relativamente alta (lo que debería despertar alguna sospecha razonable), se discute públicamente el rol de la deuda del Estado y, en particular, de las letras del Banco Central de la República Argentina en el sistema económico. Esta discusión suele desarrollarse sobre la base de una premisa básica: los empréstitos públicos preanuncian una catástrofe futura que, además, tiene la perversidad de ser escondida por un genio político tenebroso y arbitrario, que así usufructúa los beneficios de poder dilatar las consecuencias inevitables de la demagogia económica.

Es posible esperar este tipo de razonamientos en una estricta batalla ideológica, pero resulta absolutamente insuficiente y cargado de supuestos no razonables si se pretende abordar la cuestión con cierto grado de objetividad y sana distancia. En este breve informe se busca hacer una primera y limitada aproximación al papel de la deuda pública en su relación con la evolución de los activos y pasivos del sistema financiero destacando allí aspectos estructurales que sobrepasan los límites de la pura arbitrariedad política. Puesto de otro modo, se tiene por objetivo mostrar cómo estas variables se relacionan con realidades estructurales, como ser procesos cíclicos de mayor alcance o limitaciones externas no controlables, que deben servir de referencia para evaluar de un modo más realista la situación presente e incluso escenarios futuros.

En el marco de esta meta general, el trabajo se divide en dos partes. En primer lugar, se trata de clarificar ciertas relaciones que median entre la deuda pública, la creación de poder de compra

(es decir «dinero») y los ciclos económicos, poniendo particular atención al caso de las economías periféricas. En segundo lugar, se muestra la evolución de algunos indicadores relacionados con lo anterior, tomados del balance consolidados del sistema financiero publicado por el BCRA en una serie que se extiende desde mediados de 1940 hasta la actualidad. Si bien las estadísticas se muestran completas, el análisis se concentra sobre todo en el período que va desde 1976 a hasta la actualidad, en donde existe cierta estabilidad institucional en la organización del sistema financiero lo que facilita el análisis comparativo. Finalmente, se formulan algunas conclusiones que tratan de matizar las estridentes expresiones que suelen escucharse en relación con los temas aquí tratados.

### **Ese esquivo y espinoso objeto llamado «dinero»**

Una de las creencias más difundidas, tanto en la opinión pública como en el campo de la ciencia económica, es la de suponer que el dinero debe ser considerado como la cantidad de un algo. A lo que puede agregarse que ese algo tendría la consistencia de los objetos físicos observados en la naturaleza. Es decir, habría una cantidad de dinero cuyo valor puede fluctuar, cuya base real resultaría inamovible, así como la cantidad de ladrillos que sostienen un edificio. En el marco de este razonamiento, el dinero podría ser creado por una voluntad arbitraria pero, a la larga, se trataría de sólo una aparente variación nominal ya que, en términos reales, es decir, después del consecuente aumento de precios, la cantidad real de dinero se ajustaría a las necesidades del intercambio. El dinero papel sería un sustituto imperfecto, incluso una deformación (muchas veces de origen conspirativo-paranoide) de la forma monetaria perfecta, consustanciada con el elemento físico que le da consistencia, el metal. Una forma tan perfecta que encandila como el precioso anillo único forjado por Sauron.

Sin embargo, esta creencia contradice la realidad histórica y empírica prácticamente en todos los aspectos considerados. Por el contrario, si algo ha caracterizado al capitalismo moderno, ha sido, precisamente, separar y abstraer cada vez y con mayor profundidad el «dinero», en tanto relación social, de los medios físicos que la soportan. Incluso, en dicho proceso histórico, progresivo y convulsivo a la vez, la relación dineraria parece buscar la plasticidad necesaria para poder materializar la acumulación de capital a escala ampliada, con sus cíclicos de ascenso y declinación.

A partir de este punto pueden desmentirse otras premisas más específicas sumamente relevantes: no hay una única cantidad de dinero, no hay una única forma de dinero, no hay una única fuente de creación de dinero. En todo caso, podría decirse que el dinero, más que una cosa es una relación social, en la que se objetiva transitoriamente un poder de disposición, o de compra, que teñido por la especificidad que el mundo moderno le imprime.

Sin la necesidad de entrar de lleno en el desarrollo de los atributos históricos de las sociedades modernas, es posible tomar un punto más concreto y manejable para observar este problema: los modos en los que se crea dinero, los agentes que lo hacen, sus efectos sobre la economía real y los ciclos económicos. El análisis de esta cuestión se ha concentrado en el rol del sistema financiero en la creación de dinero formulándose allí al menos tres posibilidades, caracterizadas y resumidas por Richard Werner en su artículo *Can banks individually create money out of nothing? - The theories and the empirical evidence* (2014). Allí el autor expone tres distintas teorías que fueron predominantes en la literatura económica y realiza un estudio sobre la creación de dinero de examinando la contabilidad interna de un banco concreto durante el proceso de otorgamiento de un préstamo, tratando de constatar qué teoría se aproxima mejor a la operatoria real del banco.

Más allá de las consideraciones metodológicas del caso, el autor observa cómo hasta aproximadamente la década de 1930, la idea de que los bancos pueden crear individualmente dinero era relativamente usual, incluso dominante. Distintos autores como Schumpeter (1912), Moeller (1925), Macleod (1905) realizaron aportes en este sentido, en lo que Werner reúne bajo la etiqueta de *teoría de creación de crédito de la banca* (*the credit creation theory of banking*). Allí se argumenta que los bancos son capaces de crear dinero de la nada y que es esa la cualidad que los distingue de una institución meramente mediadora entre el ahorrista y el inversor: “un banco no es una oficina para ‘tomar prestado’ y ‘prestar’ dinero, sino que es una fábrica de crédito” (Macleod, 1891: II/2, 594, en Werner, 2014)

Posteriormente, durante la posguerra, algunos autores que antes habían propuesto a la teoría de creación de crédito empezaron a plantear dudas sobre su veracidad, y sentaron las bases de lo que luego sería *la teoría de la reserva fraccionaria* (*the fractional reserve theory*). Esta postula que los bancos individualmente son intermediarios y que no pueden crear dinero de forma independiente, pero sí podría hacerlo el sistema bancario en su conjunto. Algunos de sus mayores exponentes fueron Marshall (1888), Phillips (1920), Samuelson (1948) y Keynes (1930). Finalmente, el autor distingue *la teoría de la intermediación financiera* (*the financial intermediation theory*) que toma predominio a partir de la década de 1960 en adelante y es, en la actualidad, la corriente principal en la materia. Algunos de sus exponentes serían, el propio Keynes en cierta etapa de su ambivalente pensamiento sobre la cuestión, Gurley y Shaw (1960), Tobin (1963) y Romer (2006). Werner sintetiza que “para estos y la mayoría de los autores contemporáneos en economía y finanzas, los bancos son intermediarios financieros como otras empresas con características particulares en activos, con otras características (por ejemplo, con respecto al vencimiento, liquidez y cantidad/tamaño), o que se enfocan en monitorear a otros, pero **no crear crédito individual o colectivamente**” (Werner, 2014:11).

Tomando como ejemplo un banco de Alemania, Werner intentó mostrar las razones por las que la primera aproximación tiene características mucho más realistas en relación con las dos siguientes. Citamos en extenso el argumento central del autor:

“Se examinó si en el proceso de poner dinero a disposición del prestatario, el banco transfiere estos fondos desde otras cuentas (dentro o fuera del banco). En el proceso de hacer dinero prestado se encontró que no se transfirió el dinero de otras cuentas internas o externas, lo que resultó en un rechazo tanto de la teoría de la reserva fraccionaria como de la teoría de la intermediación financiera.

En cambio, se descubrió que el banco inventó recientemente los fondos al acreditar un depósito en la cuenta del prestatario, aunque tal depósito no se había realizado (...) **la oferta monetaria se crea como "polvo de hadas" producido por los bancos de la nada**” (Werner, 2014:16).

Más allá de la particularidad del ejemplo el cual, por cierto, resulta sumamente revelador e inquietante al menos para una perspectiva convencional, se trata de un argumento clave que puede generalizarse. En las economías modernas tienden a darse tres condiciones que, en conjunto, son históricamente novedosas: las deudas privadas pueden ser utilizadas como medio de cancelación o poder compra por parte de terceros no involucrados en la transacción original; estas deudas privadas se emiten bajo el lenguaje del dinero estatal, es decir, con el signo monetario sancionado estatalmente y con independencia de la disponibilidad de un activo de base sobre el que dicho crédito/deuda se emite; y, finalmente, no existe escasez *a priori* del signo monetario moderno, ya que su existencia se basa en la realidad del Estado y en la efectividad de éste a la hora de ejercer sus prerrogativas elementales: el monopolio de la violencia y la imposición tributaria. Se producen así, relaciones de correspondencia y

complementariedad entre los agentes privados y públicos que eliminan al Estado como única autoridad monetaria, que hacen desaparecer al dinero como una única cantidad natural y pulverizan la idea de que el dinero adquiere sólo la forma del circulante.

Las implicancias de una hipótesis de este tipo modifican hondamente las interpretaciones convencionales de fenómenos económicos muy elementales. Se mencionarán dos particularmente importantes a los fines de este trabajo:

Por un parte, el papel del Estado (hacienda + banca central) en el desarrollo de los ciclos económicos pierde definitivamente la prerrogativa de ser su causa y origen. No sólo es imposible en este contexto sostener que los Estados provocan los ciclos (gastando de más en tiempos electorales, por ejemplo, o por la simple codicia del rey enloquecido), o que tengan la capacidad para manejar el mercado fijando la tasa de interés con total y conspirativa arbitrariedad. Por el contrario, el Estado tiende a ser visto de un modo funcional, complementario y subsidiario de los procesos económicos macrosociales o de gran escala. Esto puede verse en la creación fiscal de demanda cuando esta se desploma por una contracción del gasto privado (finanzas funcionales), pero también puede verse en el plano financiero mediante la creación y colocación de activos (títulos públicos) en un contexto contractivo o de falta de liquidez.

En segundo lugar, la relación entre el mundo financiero y el real se torna más compleja pues la creación de poder de compra por parte del primero introduce una nueva fuente de gasto autónomo relacionado con la elevación del precio de los activos y el efecto riqueza que ello genera. El movimiento expansivo y contractivo de enormes masas de «dinero» descentralizadas pueden reducir fuertemente la importancia del déficit fiscal como fuente del gasto autónomo.

Estas ideas fueron exploradas y analizadas extensamente por la literatura a la que se suele denominar post keynesiana, quienes agregan un elemento: Los ciclos económicos no giran en torno a un producto potencial exógeno al sistema económico, dispuesto por el orden natural de las cosas. Por el contrario, la demanda, el poder de disposición objetivado y materializado, es capaz, incluso por definición, de movilizar recursos no utilizados y crear capacidad de producción de largo plazo. De hecho, esto describe bastante bien la historia de las relaciones capitalistas de producción en el mundo.

En el contexto argentino puede verse el trabajo de Matías De Lucchi publicado como *Documento de trabajo* del Centro de economía y finanzas para el desarrollo de la Argentina (CEFiDAr), en donde el autor indica que “el producto potencial se ajusta al nivel de la demanda efectiva a una tasa monetaria de interés exógena. Asimismo, es la cantidad de dinero que se ajusta al nivel de precios, y no al revés. Por último, no habiendo plena utilización de los recursos, esto es, con desempleo y con subutilización de la capacidad instalada, no hay motivos para inflación de demanda.

No obstante, lo que define al enfoque del dinero endógeno es un mecanismo bastante simple: los bancos comerciales pueden crear dinero independientemente de la autoridad monetaria” (De Lucchi, 2012).

En este marco es usual distinguir dos tipos de dinero: el dinero de la economía real, con el que se realizan transacciones que contribuyen a la actividad económica, y el dinero financiero, que es utilizado por bancos y otras instituciones financieras, pero que impacta en la economía real. En cualquier caso, es importante nota que los fondos que requiere una inversión para crecer y ampliar la capacidad instalada no provienen del ahorro de las personas sino de la creación de dinero del sistema financiero. Ello impulsa la demanda agregada y puede generar presiones

inflacionarias cuando, particularmente, se enfrentan cuellos de botella que trasladan la dinámica inflacionaria a la totalidad del sistema económico.

Estos cuellos de botella tienen particular interés en aquellos países que tienen estrechas limitaciones financieras, en relación con la posibilidad de expandir su capacidad de producción hasta ocupar plenamente su fuerza de trabajo disponible. Es el caso de los países periféricos que encuentran un límite estrecho en su balance de pagos y dependen de una manera muy significativa de los términos de intercambio con el resto del mundo. El caso argentino es un muy buen ejemplo de esta situación y fue fielmente retratado por la corriente estructuralista y el emblemático artículo de Oscar Braun y Leonard Joy (1981). En el marco de este modelo, el límite a la expansión económica de la periferia estaría definido por la dinámica de los términos de intercambio. En un contexto de declive o incluso de estancamiento de estos últimos, se llegará a un punto en el que “el creciente gasto en importaciones -que requiere el sector industrial atrasado para producir- no se cubre más con el valor de las exportaciones. Una crisis de balance de pagos conduce a la devaluación” (Braun y Joy, 1981:586) y por lo tanto a un estancamiento con desempleo, conflicto distributivo y e inflación cambiaria.

Las sucesivas devaluaciones originadas en estos cuellos de botella en la balanza de pagos, debida a la desigualdad estructural entre dinámica de las exportaciones de la periferia vs la de los países centrales, introducen una inestabilidad financiera adicional y la formación de activos de bajo riesgo en el sistema financiero, obligando al estado a suplir esta falta de demanda fiscal y financieramente (títulos públicos). Las sucesivas devaluaciones tienen por funcionalidad limitar el crecimiento interno y el consumo de divisas hasta el nivel impuesto por las exportaciones en condiciones limitadas de financiamiento de su desarrollo. Como lo expresan los autores citados: “no es razonable suponer en estas circunstancias que el empleo permanezca constante en el sector manufacturero mientras disminuye la demanda y los costos suben. El desempleo en aumento agravará la caída en la demanda interna sin que conduzca a caídas en los precios de los productos agropecuarios y manufacturados” (Braun y Joy, 1981:590).

No obstante lo anterior, se observaron en Argentina sucesivos procesos de expansión financiera sobre la base de ingresos de capitales. Sin embargo, estos fueron endeudamientos desconectados de la capacidad exportadora futura y por lo tanto se montaron sobre la dinámica de los términos de intercambio, haciendo que, en condiciones internacionales desfavorables, se conviertan en el prelude de una crisis más aguda en el futuro.

En el marco de estas coordenadas generales, es posible separar una idea principal: que los movimientos cíclicos de las economías modernas no dependen de la arbitrariedad de una autoridad monetaria, sino que pueden establecerse en tres niveles diferentes. Ciclo de expansión, limitación y contracción que imponen los recursos; ciclos de expansión, limitación y contracción, que imprimen los movimientos financieros de creación y destrucción de poder de compra; y en particular los ciclos periféricos limitados por la evolución de los términos de intercambio. En este marco debe considerarse la funcionalidad de deuda pública y el déficit fiscal, incluso vista como parte del balance consolidado del sistema financiero, pues en dicho contexto será posible entender con mayor claridad en qué medida una economía se precipita sobre una situación crítica o no.

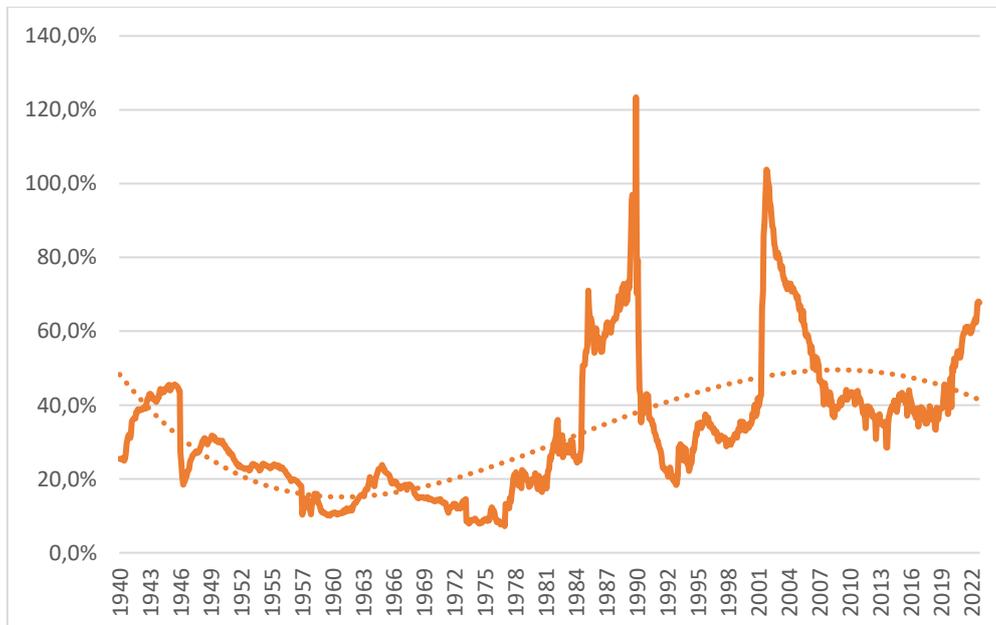
### La deuda pública argentina en el balance consolidado del sistema financiero nacional

Considerando las ideas desarrolladas previamente, es posible preguntarse cómo evolucionó la relación del sistema financiero con el sector público en el largo plazo a fin de encontrar claves de interpretación en un nivel más estructural. En este sentido, es posible tomar el balance consolidado del sistema financiero nacional, disponible en el BCRA, y evaluar algunos indicadores básicos para el período disponible que se extiende desde mediados de la década de 1940 hasta la actualidad.

En el gráfico 1, puede verse el indicador probablemente más importante que mide el porcentaje que representa el total de créditos otorgados al sector público, sobre los depósitos recibidos por parte del sistema financiero. En este caso, se consideran los depósitos del sector público y privado más las obligaciones del sistema financiero con el BCRA, una cuenta clave en momentos de crisis y falta de liquides del sistema financiero, por eso se lo denomina depósitos totales aumentados.

En este gráfico puede verse una tendencia de largo plazo que muestra una caída tendencial en el indicador, entre 1949 y 1977 con un mínimo en promedio en torno al 7% de los depósitos totales aumentados. Luego se observa un ciclo de ascenso de este indicador que se estabiliza en torno a 2007, en un nivel cercano al 35%. En dicho contexto, se agregan tres ciclos cortos asociados a tres momentos críticos particulares. La crisis de deuda que desemboca en la hiperinflación de 1989, la quiebra del sistema financiero en 2001/02 que demora hasta 2008 su corrección, y el tercero provocado por la caída de la economía nacional en el marco de la pandemia por coronavirus de 2020/21 y que todavía no se ha revertido.

**Gráfico 1:** Porcentaje de los créditos otorgados por el SF al sector público sobre los depósitos totales + las obligaciones con el BCRA



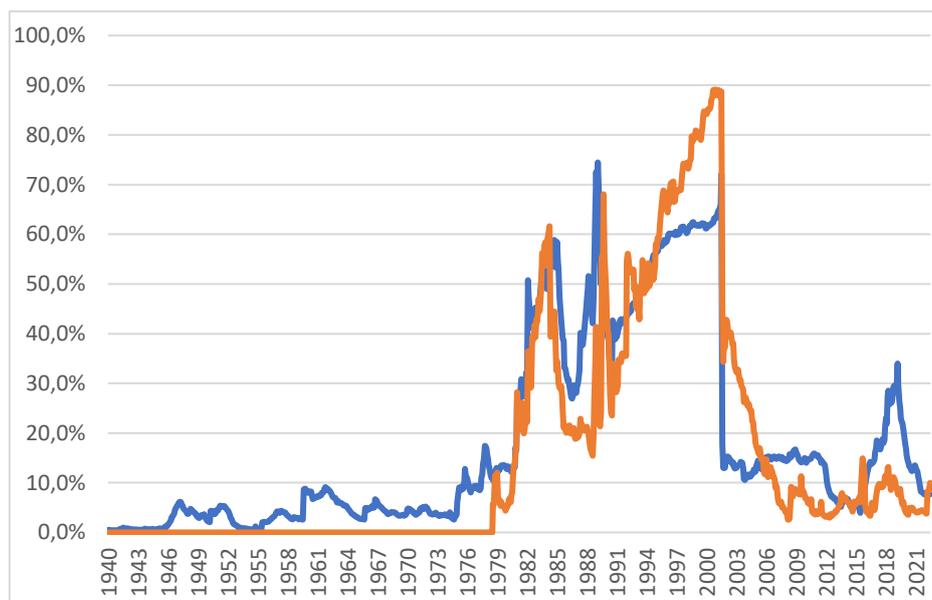
Este indicador puede recibir diferentes interpretaciones, incluso en el marco de las hipótesis desarrolladas previamente. No obstante, en términos generales, puede establecerse una

relación inversa con la capacidad de producción real de la economía nacional limitada, fundamentalmente, por el balance de pagos. En este sentido, resulta notable cómo el ciclo negativo parece encontrar un límite ante el cambio estructural ocurrido en los términos de intercambio a comienzos del siglo XXI, lo cual pone en contexto y matiza toda probabilidad de que la Argentina, enfrente una crisis comparable con aquella vista en la década de 1980 y sobre fines de la década de 1990.

Pueden tomarse dos indicadores adicionales, a fin de corroborar en qué medida la creciente relación crédito al sector público respecto de los depósitos en el sistema financiero, verificada en la actualidad, puede estar relacionada con una situación de crisis estructural que preanuncie, al menos, un cambio en el régimen monetario y o cambiario. En primer lugar, es posible comparar las ratios entre los créditos en moneda extranjera y en moneda nacional, otorgados por el sistema financiero tanto al sector público como privado (Gráfico 2). Esta situación es relevante ya que muestra en qué medida el sistema financiero está directamente atado a la suerte de la moneda nacional.

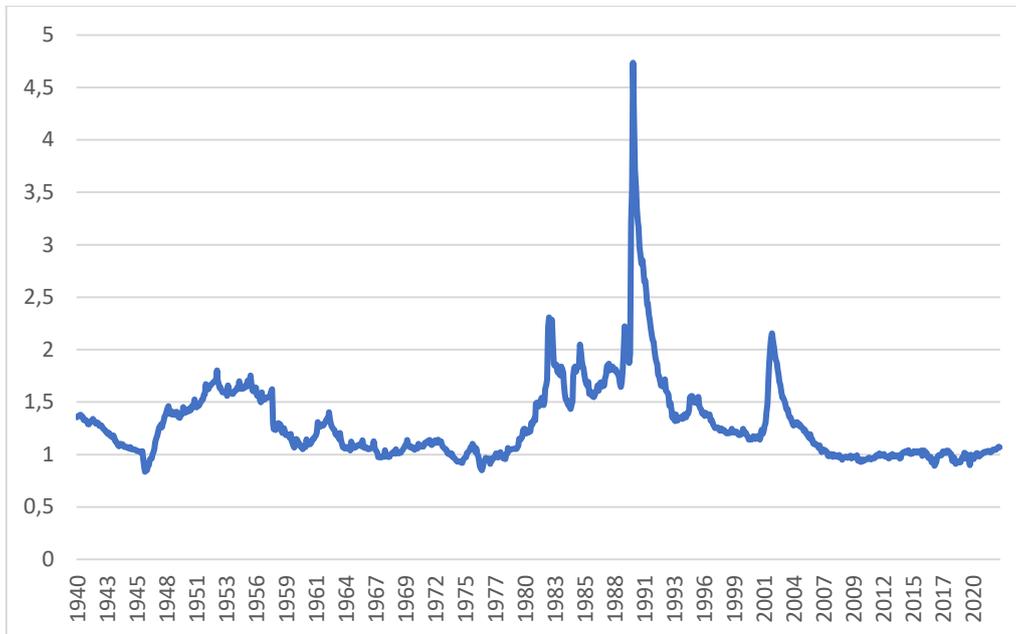
Como puede observarse estas ratios alcanzaron valores anormalmente altos en el período de crisis estructural abierto durante la década de 1980 y finalizado con la caída del régimen de convertibilidad y la recuperación estructural de los términos de intercambios. Incluso, con el período de recuperación, los mínimos recién vuelven a alcanzarse en el año 2008 y con la crisis de deuda de 2018-19, la ratio vuelve a elevarse pero en niveles no comparables con la época de la Gran Crisis (81-01). En noviembre de 2021, este indicador retorna a niveles de un dígito para el caso del sector privado. Este indicador ofrece una medida del orden de magnitud de la crisis actual y coordenadas adicionales sobre el punto en el que se encuentra la economía argentina. En ambos casos, evidentemente, el presente se distancia estructuralmente de la situación vivida en el período de la Gran Crisis (81-01).

**Gráfico 2:** Porcentajes de créditos otorgados por le SF en moneda extranjera sobre moneda nacional, al sector público (naranja) y al sector privado (azul)



Un segundo indicador que puede tomarse es la relación entre créditos y depósitos totales otorgados y recibidos por el sistema financiero (Gráfico 3). Este indicador puede ser considerado como un rasgo de inestabilidad estructural del sistema financiero cuando los créditos se desacoplan de los depósitos.

**Gráfico 3:** Ratio créditos totales sobre depósitos total en el sistema financiero consolidado



Este indicador vuelve a mostrar una diferencia estructural entre el período de la Gran Crisis, desarrollada entre 1980-2000, que termina de acomodarse recién en torno a finales de la primera década del segundo milenio. La crisis de deuda de 2018-19 y la inmediatamente posterior coronacrisis no parecen haber incidido, al menos por ahora, en el desarrollo este indicador en una forma comparable.

Finalmente, es posible indagar con un poco más de profundidad las razones por las que la deuda pública ha tenido una dinámica creciente en relación con los depósitos totales realizados en el sistema financiero, más allá de la observación propia del impacto de la crisis del coronavirus en las cuentas públicas. En este sentido, puede observarse el componente opuesto de la ecuación, a saber, la relación entre créditos al sector privado sobre depósitos del sector privado en el sistema financiero (Gráfico 4).

**Gráfico 4:** Ratio entre créditos totales otorgados al sector privado sobre depósitos del sector privado en el sistema financiero total.



Como puede verse, esta ratio oscila en el período de expansión de la economía argentina, hasta fines de los '70, en torno al 100. Luego se producen dos aceleraciones: una a comienzos de los '80 liderada por el aumento de los créditos en tiempos de la plata dulce, hasta el desplome total en enero de 1983 que corrige dicha ratio. La segunda en un contexto hiperinflacionario de indexación y su desplome total en enero de 1990. Sin embargo, lo curioso es el dato posterior. Si bien los créditos tienden a volver a su valor promedio de 100% de los depósitos, pero su descenso no se detiene luego de la depresión de 1998-2001, alcanzando un mínimo histórico en 2004, es decir, en plena recuperación. Puede leerse aquí que, se trata de una variable que tarda en reflejar la recuperación económica, probablemente precedida por la movilización de recursos fuera del sistema. La caída producida a partir de la crisis del sector externo en 2012, todavía no se ha detenido, ello tiene un peso significativo en la situación actual de elevada participación de títulos públicos en el activo del balance del sistema financiero. La recuperación de los términos de intercambio iniciada luego de la pandemia, todavía no hace ver sus efectos en este indicador, del mismo modo que nadie puede asegurar que el cambio en esta ratio sea el logro de un nuevo nivel ya alcanzado o el comienzo de una tendencia que recién comienza.

### A modo de cierre

Este breve informe no pretende ser un abordaje exhaustivo y en profundidad de una temática tan amplia y compleja. Por el contrario tuvo como objetivo principal mostrar los lineamientos de un enfoque poco frecuente, pero muy productivo en relación con las hipótesis más convencionales que inspiran los principales comentarios políticos y mediáticos al respecto. En este sentido, es posible desarrollar con mayor detalle, profundidad y análisis crítico la extensa bibliografía y debates que se ciñen sobre la problemática, así como también ampliar el análisis

empírico considerando otras variables tanto ligadas a la crisis de balance de pagos, como a la dinámica de las finanzas públicas y a la relación entre el dinero creado por los bancos en la dinámica de la demanda, entre otros muchos aspectos decisivos.

No obstante, es posible asumir como resultado que, en el marco del enfoque propuesto debe descartarse cualquier consideración suelta y descontextualizada del problema de la deuda pública, ya que su principal aspecto crítico no se refiere a la sostenibilidad sino al peso y función que tiene en como activo recibido por el sistema económico y en particular el sistema financiero. En este marco, pudo observarse que la situación actual en el peso del crédito público en el balance del SF, no indica que se haya superado definitivamente la crisis de deuda y la consecutiva coronacrisis, ni que la situación estructural de estancamiento esté definitivamente revertida. Sin embargo, sí es posible constatar que la caída se ha detenido y que el ciclo de la Gran Crisis que se inició a fines de la década de 1970 y comienzos de la de 1980, se ha agotado luego de la recuperación post 2002.

En este contexto, por lo tanto, por difícil e inestable que pueda ser la situación actual lejos se encuentra de ser el preludio de un cambio de régimen monetario y cambiario de gran magnitud, que suponga, por ejemplo, una hiperinflación o lo quiebra general del sistema económico y financiero. A lo que debe agregarse finalmente que, si los términos de intercambio consolidan su movimiento al alza, es posible que la Argentina se encuentre al inicio de una nueva fase de recuperación y revalorización, que se consolidará en la composición de cartera del SF cuando ya no haya dudas al respecto.

### **Bibliografía**

Braun, O. & Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico-Estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo económico*, 585-604.

De Lucchi, J. M. (2012). El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena. *CEFIDAR, documento de trabajo*, 44.

Werner, R. A. (2014). Can banks individually create money out of nothing?—The theories and the empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 36, 1-19.