





LA POLÍTICA FINANCIERA Y SU IMPACTO EN LA
ACUMULACIÓN: EL CASO ARGENTINO, 1977-2006



Juan Eduardo Santarcángelo
Juan Fal

**La política financiera y su
impacto en la acumulación:
el caso argentino, 1977-2006**

prometeo
libros



Universidad
Nacional de
General
Sarmiento



© Universidad Nacional de General Sarmiento, 2010
J.M. Gutiérrez 1150, Los Polvorines (B1613GSX)
Prov. de Buenos Aires, Argentina
Tel.: (54 11) 4469-7578
publicaciones@ungs.edu.ar
www.ungs.edu.ar/publicaciones

©De esta edición, Prometeo Libros, 2010
Pringles 521 (C11183AEJ), Ciudad Autónoma
de Buenos Aires, Argentina
Tel.: (54-11) 4862-6794 / Fax: (54-11) 4864-3297
info@prometeolibros.com
www.prometeoeditorial.com

Diseño, diagramación y edición técnica:
Taller de Edición
tallerdeedicion@speedy.com.ar
blancoynegro@interbourg.com.ar
(54 11) 15 3557 1492

ISBN: 950-9217-....
Hecho el depósito que marca la Ley 11.723
Prohibida su reproducción total o parcial
Derechos reservados

ÍNDICE

1. Introducción	11
2. La reforma financiera de 1977	13
2.1. Marco general	13
2.2. Los propósitos de la reforma financiera, sus principales medidas y su impacto en la economía	16
2.3. El nuevo orden económico y la llegada de la crisis	28
3. La política monetaria y cambiaria con la vuelta a la democracia	37
3.1. Marco general	37
3.2. El plan de Grinspun y su impacto en la economía argentina ..	39
3.3. El Plan Austral y su impacto en la economía	51
3.4. El Plan Primavera, continuidad del Plan Austral	60
4. La política financiera y su impacto en la economía (1989-2001) ...	63
4.1. Marco general	63
4.2. Principales medidas aplicadas en materia financiera durante el período 1989-2001	66
4.3. Efectos de la política financiera argentina (1991-2001)	69
4.4. La llegada de la crisis	79
5. Posconvertibilidad	81
5.1. La transición del nuevo milenio	81
5.2. El gobierno de Néstor Kirchner (2003-2006)	87
6. Conclusiones	95
7. Anexos	101
8. Bibliografía	105



Agradecimientos

Los autores agradecen los valiosos comentarios de Julia Cajal Grossi y de los evaluadores anónimos presentados por la comisión de publicaciones de la Universidad Nacional de General Sarmiento, que han posibilitado mejorar notoriamente la versión original del trabajo y, naturalmente, se los exime de toda responsabilidad por posibles errores u omisiones.



1. Introducción

Las principales transformaciones acontecidas en el capitalismo a nivel mundial y la alteración en la correlación de fuerzas de los principales actores locales y extranjeros acaecida durante la década de los setenta, determinaron transformaciones estructurales que no sólo impactaron en el ámbito económico, sino también en la esfera política, social y cultural de nuestro país. La Dictadura militar instaurada en marzo de 1976 y el entramado social que entorno a ella se fue alineando conformaron un bloque que modificó la correlación de fuerzas existentes, constituyéndose en actores relevantes en la aplicación de un conjunto de políticas económicas y sociales las cuales alcanzaron una dimensión e impacto refundacional de la economía argentina.

Habiendo ya pasado 34 años de aquel siniestro 24 de marzo no parecen quedar dudas que una de las principales políticas aplicadas por la Dictadura fue la financiera, la cual ha tendido a ser usualmente analizada por la literatura académica. Sin embargo, la mayoría de los trabajos relacionados con esta temática (con algunas pocas excepciones como Arnaudo, 1987; Basualdo, 2006) han tendido a concentrarse en reformas específicas (Damill et al. 2004; Deligianis, 1977; Fernández Canedo, 1985) o en el análisis de problemáticas puntuales (Carrera, 2004; Della Parlera y Taylor, 2001; Emery, 1972; FIEL, 1989; Frenkel y Rapetti, 2007), perdiendo de vista uno de los aspectos centrales que pretende rescatar el presente trabajo: la continuidad que el sistema financiero argentino presenta desde la Dictadura hasta nuestros días.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

En arreglo a lo dicho, el propósito del presente trabajo se basa en el análisis con una mirada de largo plazo de cuatro ejes centrales. El primero de ellos refiere a la organización financiera, es decir, a las reglas de juego para la autoridad monetaria (Banco Central de la República Argentina) y para el sistema financiero, estableciendo de esa manera los principios fundamentales a los que se ajustó su funcionamiento. El segundo, plantea los objetivos de política monetaria y cambiaria que, pese a ser esencialmente declarativos, constituyen la dirección hacia la cual tiende la política financiera. El tercero presenta el impacto de la política financiera sobre la economía y el proceso de acumulación. Finalmente se examinan las rupturas y continuidades que presenta la política financiera en la Argentina desde mediados de los años 1970 hasta la actualidad.

Para dar cuenta de estos ejes el trabajo se desarrolla en cinco secciones. En la siguiente se estudia la reforma financiera aplicada en 1977 por la dictadura y las transformaciones que sufrió la economía Argentina como consecuencia de dicha reforma. La tercera sección continúa con las principales medidas que en materia financiera se aplicaron durante el gobierno de Alfonsín, haciendo hincapié en la implementación de los diferentes planes económicos y su impacto en materia financiera (Grinspun, Austral y Primavera). En el cuarto apartado se trata el período de la convertibilidad, el cual abarca los años comprendidos entre 1991 y 2001 durante las presidencias de Menem y de De la Rúa. En quinto lugar se analiza la fase de la posconvertibilidad y las transformaciones que presenta el sector financiero en un marco de crecimiento sostenido a tasas anuales superiores a 8%. Por último, finalizamos el trabajo presentando nuestras principales conclusiones.

2. La reforma financiera de 1977

2.1. Marco general

El comienzo de los años 1970 estuvo signado por la existencia de gobiernos de facto y por la tensión generada por el posible retorno al país de Juan Domingo Perón, situación que era apoyada por los sectores populares. La llegada al gobierno del Partido Justicialista en 1973, con la victoria de Héctor Cámpora, permitió comenzar a poner en práctica diferentes medidas económicas que intentaron, de manera incipiente, reinstalar medidas en favor del sector industrial con el objetivo de poder reeditar la alianza entre la burguesía nacional y el sector obrero.

La política financiera formó parte de este grupo de medidas a partir de las cuales se intentó dirigir el crédito al sector real de la economía, no sólo porque existía una alianza entre el gobierno y los diferentes sectores de la industria sino, también, porque se sostenía la hipótesis de que la inflación —uno de los problemas más importantes en materia económica por aquellos años— se debía a la existencia de una oferta de bienes insuficiente. Fue así como el BCRA centralizó la totalidad de depósitos del sistema bancario de manera tal de poder tener un control sobre los agregados monetarios. Los bancos comerciales y demás entidades financieras se convertían en tomadoras de depósitos a cuenta y orden del BCRA¹.

¹ Cabe señalar que este sistema ya había sido puesto en práctica entre los años 1946 y 1957.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

La capacidad prestable de cada entidad financiera dependía de las asignaciones que obtuviera del Banco Central, teniendo poca relación la cantidad de fondos que recibían como depósitos.

Otro de los aspectos relevantes en materia financiera previos a la irrupción de la dictadura se había basado en el control de la tasa de interés por parte de la autoridad monetaria, derivando en la no injerencia de las entidades financieras sobre el valor nominal de dicha tasa. Con estas medidas, el BCRA había intentado establecer tasas de interés que favorecieran la toma de crédito por parte del sector industrial de manera de poder ayudar a su expansión. En los hechos, y dadas las altas tasas de inflación, lo que finalmente terminó ocurriendo fue que el control de la tasa de interés permitió que los sectores ahorristas subsidiaran a los sectores tomadores de deuda en tanto que la tasa de interés real resultó ser negativa.

La tercera característica importante había sido el bajo nivel de capital mínimo establecido por la autoridad monetaria para que las entidades financieras pudiesen funcionar. Hasta junio de 1977, una vez establecido el nivel de capital necesario para funcionar, las entidades financieras debían mantener una relación cifrada en 5% entre el capital de la entidad y el monto de los depósitos recibidos y otras obligaciones a su cargo.² Las entidades, en consecuencia, aumentaban su capital si el volumen de operaciones lo justificaba. Con esta medida el BCRA había intentado fomentar la cantidad de préstamos otorgados al sector productivo a través de facilitar las condiciones para las instalaciones de nuevas entidades financieras. Se creía que aumentando el número de entidades la capacidad prestable aumentaría considerablemente.

Finalmente, y con el objetivo de impedir cambios en la monetización de la economía, el sistema financiero se había caracterizado por controlar el endeudamiento externo de los privados (Arnaudo,

² Circular del BCRA B.818

1987; Deligiannis, 1979). El BCRA sostenía que en un esquema de tipo de cambio flotante no controlar el flujo de capitales imprimía una gran volatilidad al valor de la divisa, lo que presionaría sobre los precios. Por lo tanto, era central poseer el control absoluto de la entrada y salida de capitales ya que constituía una herramienta importante para el control de la inflación.

La organización de este sistema financiero encontraría su fin con la reforma financiera implementada en junio de 1977 a partir del dictado por parte de la Junta Militar de las leyes 21.495 —descentralización de depósitos— y 21.526 —ley de entidades financieras—, medidas que representarían una de las políticas más importantes en materia económica aplicadas por la última dictadura argentina. De esta manera, el gobierno de facto comenzaba a delinear la transformación económica, política y social más importante de los últimos treinta años. La reforma supuso un cambio radical en las condiciones de acumulación de capital en el país al modificar los cuatro aspectos fundamentales sobre los cuales había operado el sistema económico: la nacionalización de los depósitos, la tasa de interés controlada por el BCRA, la cantidad de capitales mínimos³ y el control sobre el endeudamiento externo de los privados⁴. Los cambios ya no sólo remitirían a cuestiones cuantitativas, como había ocurrido a lo largo de los años anteriores, sino también, y fundamentalmente, a aquellas de tipo cualitativas. Las características predominantes del sistema económico desaparecerían y, con ellas, el modelo sustitutivo de importaciones.

³ Por capitales mínimos se entiende al nivel de capital necesario establecido por el BCRA para que cada entidad financiera pueda funcionar como tal sin poner en riesgo la solvencia del sistema.

⁴ Para mayor información sobre los cambios que introdujo la reforma financiera sobre el sector real de la economía y sobre los grupos económicos en particular véase Basualdo, E. (2006).

2.2. Los propósitos de la reforma financiera, sus principales medidas y su impacto en la economía

En la visión de Martínez de Hoz⁵, las diferentes medidas financieras aplicadas previas a su mandato habían tenido consecuencias nefastas para el desarrollo económico argentino. Para el nuevo ministro de Economía, la regulación de la tasa de interés y la nacionalización de los depósitos habían sido las principales causas de la existencia de tasas de interés negativas y de la insuficiencia de crédito bancario⁶. Bajo este esquema, la actividad económica había ido prescindiendo del sistema financiero. El ahorro canalizado hacia el mismo era exiguo y por ende también el volumen de crédito disponible para la actividad productiva; principal razón, según el grupo de economistas vinculado al entonces ministro, que explicaba la inflación en el país.

Con la nueva ley de entidades financieras, el nuevo gobierno se propuso construir un sistema que ayudara a canalizar el ahorro público hacia los diferentes sectores productivos. Se apuntaba a conformar un sistema eficiente, solvente y competitivo que redujera el costo de provisión de servicios financieros a la comunidad y contribuyera a la movilización de recursos para el funcionamiento de la economía. En palabras de Martínez de Hoz, era también propósito de la reforma financiera incentivar el ahorro poniendo fin a un sistema que lo castigaba injustamente y lograr una inversión

⁵ Un análisis más detallado sobre los principales argumentos del equipo económico de Martínez de Hoz se encuentra en Martínez de Hoz, (1981).

⁶ Al respecto, Martínez de Hoz (1981) señala: “En el sistema de crédito dirigido y subsidiado, el rol de las instituciones financieras era irrelevante. Los bancos eran agentes del banco central que actuaban prácticamente sin riesgo, ya que los préstamos subsidiados con las tasas de interés menores a la inflación difícilmente resultaban incobrables, bastando que pasara el tiempo para que redujera significativamente el valor del capital a devolver” (p. 72).

más productiva para el país de ese ahorro nacional incrementado (Martínez de Hoz, 1981, p. 74).

Bajo este marco, las principales medidas implementadas con la nueva ley de entidades financieras y descentralización de depósitos giraron entorno a: 1) la autorización a los bancos a captar depósitos por su propia cuenta y no por cuenta del BCRA; 2) libertad para las entidades financieras en la determinación de las tasas de interés para depósitos y créditos; 3) los bancos comerciales poseían el derecho exclusivo para actuar como intermediarios monetarios y eran los únicos autorizados a recibir depósitos a la vista; 4) se establecieron aumentos en los niveles de capitales mínimos y se facultó al BCRA a remunerarlos cualquiera fuera el volumen de la operación⁷; 5) fueron extendidas las garantías del BCRA sobre depósitos en moneda nacional para que sean cubiertos en todas las instituciones autorizadas; 6) se liberalizaron las condiciones para la apertura de entidades financieras y filiales; 7) se dictaron nuevas regulaciones técnicas para la inmovilización de activos; 8) se dictaron normas sobre la relación entre la responsabilidad patrimonial y los depósitos; y entre aquella y los préstamos; 9) se recreó, a través del redescuento, el papel de prestamista de última instancia del BCRA; 10) se establecieron normas para la ponderación del riesgo implícito en las operaciones de crédito fijando regulaciones para su otorgamiento, así como para las garantías y demás obligaciones contingentes; 11) se redefinió el concepto de persona física y jurídica vinculada a las actividades financieras y de los grupos económicos; y 12) se modificó el

⁷ Con esta medida, las autoridades buscaron aumentar la solvencia del sistema, ya que entendían que el aumento del nivel de capitales necesarios para funcionar como entidad financiera, dejaría a las insolventes a un costado y lograría disminuir las prácticas delictivas, beneficiando, de esa manera, al sistema en general.

régimen de especialización de las entidades financieras establecido en 1968 por uno de universalidad⁸.

Además de las normas relacionadas a la regulación bancaria, el BCRA llevó a cabo una política monetaria y cambiaria determinada, en parte, por las normas antes comentadas, por la coyuntura económica y los objetivos de corto y mediano plazo establecidos por el gobierno. En este sentido, y dados los problemas inflacionarios, a partir junio de 1977 el BCRA lleva a cabo una política monetaria contractiva con el fin de desacelerar el crecimiento de los precios, además de ajustar el tipo de cambio y los salarios a la inflación. En materia cambiaria, el gobierno estableció el nivel de tipo de cambio de acuerdo con una política de crawling peg⁹, lo que determinó que tuviese que intervenir en el mercado comprando y vendiendo dólares.

Estas medidas se inscribieron en el marco de una política antiinflacionaria que buscó aumentar las tasas de interés para incrementar el ahorro y, de esa manera, disminuir la presión sobre el mercado de bienes. Se suponía que con la liberalización de las tasas de interés y una política monetaria contractiva, en un marco de apertura económica, se conseguirían tasas de interés reales positivas que estimularían la aparición del ahorro. Por otro lado, la existencia de un costo real de los créditos haría que operaciones improductivas (compra de bienes para ser revendidos en la fecha de vencimiento del crédito) dejaran de ser rentables, encauzando el ahorro hacia inversiones con productividad real positiva.

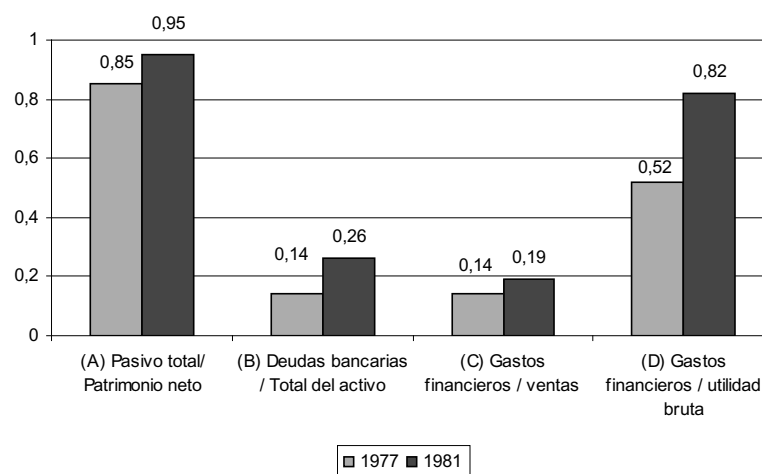
Los resultados de las medidas aplicadas fueron contrarios a los objetivos planteados por el nuevo gobierno. No sólo no se

⁸ Para un resumen específico de las principales medidas de la ley, véase Sourrouille, J.V. (1983).

⁹ Por política de “crawling peg”, se entiende a aquella política que determina el nivel de tipo de cambio siguiendo la inflación pasada.

consiguió favorecer la eficiencia financiera de las empresas, sino que el PBI y la inversión sufrieron un quiebre con relación a su comportamiento histórico. Como se puede observar en el Gráfico 1, los gastos financieros, ya sea que los relacionemos con las ventas como con la utilidad bruta aumentaron si comparamos los datos de los años 1977 y 1981. Esta situación se dio en el marco de una desmejora general de los principales indicadores contables del sector empresario, tal como puede observarse en la relación entre deudas bancarias y activo total, así como también, en el cociente entre pasivo total y patrimonio neto.

Gráfico 1: Indicadores financieros empresarios



Fuente: Fide.

Por su parte, la oferta monetaria, como puede observarse en el Cuadro 1, creció 229% durante 1977, resultado auspicioso si se lo compara con la tasa de crecimiento de 1976 (se vio incrementada en 332%), pero muy por encima de lo buscado por las autoridades monetarias.

Cuadro 1: Expansión monetaria (en miles de millones de pesos corrientes)

	Al 31.12.75	Tasa Anual %	Al 31.12.76	Tasa Anual %	Al 31.12.77	Tasa anual %	Al 31.12.78	Tasa anual %	Al 31.10.79	Tasa A. Equiv. %
Medios de Pago de Partic.	260,3	193,5	927,3	256,2	2085,6	124,9	5634,0	170,1	9765,0	93,5
Recursos Monetarios Priv.	375,9	159,2	1551,1	312,6	5157,3	231,6	14971,0	190,3	35824,0	184,9
Masa Monetaria	449,2	162,4	1938,6	331,6	6386,5	229,4	17870,0	179,8	42395,0	182,0

Fuente: Delgiannis, R. (1979) en base a estadísticas sobre bancos y monedas del BCRA y boletín estadístico del BCRA.

A poco de comenzar a aplicarse la reforma financiera y dado que los resultados no eran demasiados favorables, el BCRA, con el objetivo de mantener las metas monetarias en los niveles establecidos, anunció en diciembre de 1978 un programa de metas en materia de política cambiaria, arancelaria y monetaria. Respecto de esta última, se fijó que la expansión de los recursos monetarios de origen interno no sobrepasara, para los primeros nuevos meses del año, 45% de los recursos monetarios globales al mes de diciembre de 1978. Los resultados en términos de las pautas establecidas fueron auspiciosos ya que para el período antes mencionado el crecimiento fue de 49,6%.

En materia cambiaria, se estableció un esquema que consistió en la fijación pautada del tipo de cambio y de las devaluaciones futuras de acuerdo a un cronograma decreciente denominado popularmente como “tablita”. Esta medida, que se inició con una devaluación de 5,2%, preveía ajustes posteriores al precio del dólar. Con la nueva medida implementada, las autoridades esperaban que la tasa de interés local se igualara a la internacional¹⁰, eliminando de esa manera, la principal causa de los movimientos en el tipo de cambio.

Con relación a la política arancelaria, y para lograr que la competencia externa tuviera efectos sobre los precios internos, el

¹⁰ De acuerdo a este enfoque, el país se encontraba frente a un mercado de capitales perfecto; por lo cual, toda diferencia en el rendimiento de los activos financieros conduciría a un movimiento de capitales en diferentes sentidos provocando cambios en la tasa de interés hasta volver a igualarlos. Como consecuencia, la tasa de interés local tendería a igualarse a la tasa de interés internacional más la tasa devaluación esperada. Dado que se creía que esta última debería desaparecer, al menos el gobierno sostenía que con las diferentes medidas tomadas esto ocurriría, la tasa de interés local se igualaría a la internacional estabilizando, de esa manera, la entrada y salida de capitales, principal causa (según los miembros del gobierno) de las variaciones del tipo de cambio.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

gobierno llevó a cabo la reducción de los aranceles de productos importados, con el objetivo de presionar a los empresarios locales para que disminuyeran sus precios y se reactivara el consumo.

Sin embargo, y pese a que la política monetaria parecía encaminarse, la tasa de interés continuaba siendo elevada, con el consecuente impacto en el nivel de actividad, tal como puede observarse en el Cuadro 2.¹¹ Así, mientras el PBN descendió 4,4% entre 1977 y 1978, la inversión lo hizo 13%. Notemos, que los cambios en la inversión al considerar la totalidad del período dictatorial fueron alarmantes en tanto sufrió un descenso de 38%.

Cuadro 2: Cambios de las principales variables económicas (porcentaje de variación anual, con excepción de la tasa nominal de interés activa que está en valores nominales), de la IBIF y de las relaciones financieras (porcentajes al comienzo y al final del año)

¹¹ Cabe aclarar, que el aumento en el costo del endeudamiento va en detrimento de la inversión.

La política financiera y su impacto en la acumulación: el caso argentino, 1977-2006

Año	R	M _o	P	i	PBN	Inversión Bruta Fija (en % PBI)	P
1977	279.4	233.9	283.1	163.2	6.0	24.2	163.6
1978	132.8	106.9	221.1	129.2	-4.4	21.3	166.9
1979	112.7	85.1	229.4	117.0	7.1	21.5	156.2
1980	-79.6	79.1	108.7	79.1	1.4	22.9	96.9
1981	^{1/}	117.6	166.0	167.6	-6.2	18.8	104.2
1982	-314.5	771.5 ^{2/}	210.5	^{3/}	-5.7	16.6	189.5
1983	-525.4	358.8 ^{2/}	321.9	277.5 ^{4/}	3.1	15	613.6

Referencias:

R: Sector Externo (neto) del Banco Central de la República Argentina

M_o: Base Monetaria

P: Préstamos Bancarios al Sector Privado

i: Tasa Nominal de Interés por Depósitos a 30 días (promedio simple de valores mensuales, anualizado)

PBN: Producto Bruto Nacional

P: Precios Implícitos

Notas: ^{1/} Valor excesivamente grande. ^{2/} Definición análoga a la de los períodos de nacionalización. ^{3/} Año en el cual hay tasas reguladas y no reguladas. ^{4/} Tasa de mercado regulado.

Fuente: Arnaudo, A. (1987) "Cincuenta años de política financiera (1934-1983)" y Damill, Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1989) "Déficit fiscal, deuda externa y desequilibrio financiero".

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

Son varias las razones que explican los cambios en la tasa de interés. La política monetaria contractiva fue uno de los factores que condujo a esta situación en tanto que los recursos monetarios no crecieron al mismo ritmo que los precios implícitos, determinando una presión de la demanda de dinero por sobre la oferta. Fue así como durante el período 1977 y 1978 los recursos monetarios privados crecieron 107% mientras que los precios lo hicieron 167%. Lo particular de la situación, es que pese a realizar un esfuerzo importante para desmonetizar la economía y, de esa manera, frenar la inflación, los precios continuaron aumentando. A su vez, éstos superaron la tasa de devaluación prevista lo que presionó a una suba mayor de la tasa de interés local, la cual tendió a ubicarse por encima de los valores internacionales¹². Además, que la inflación corriera más rápido que las devaluaciones programadas generaba un problema por el lado del sector externo, en tanto apreciaba el tipo de cambio, provocando una caída del saldo comercial como puede observarse en el Cuadro 3. La dependencia del mercado de capitales internacionales se acentuaba cada vez más, ya que al sector real de la economía se le hacía cada de vez más difícil aportar las divisas necesarias para sostener el tipo de cambio.

Cuadro 3: Exportaciones e Importaciones (mill. de dólares)

Año	Exportaciones	Importaciones	Saldo
1977	5.651,8	3.831,5	1.820,3
1978	6.399,5	3.529,7	2.869,8
1979	7.809,9	6.168,8	1.641,1
1980	8.021,4	9.704,8	-1.683,4
1981	9.143,0	8.682,3	460,70

Fuente: Ferreres (2004).

¹² El que la inflación haya superado las tasas de devaluación previstas hizo que la devaluación esperada aumentara con el consecuente aumento de la tasa de interés.

Paralelamente, a la política monetaria contractiva y la inercia que esta supuso, existieron otras variables que ayudaron a aumentar la tasa de interés. La incertidumbre con respecto al futuro (que inclinó las preferencias hacia los depósitos a 30 días), el aumento en la toma de crédito por parte de las empresas públicas, la existencia de un nivel alto de efectivo mínimo y la garantía total por parte del Estado a los depósitos para toda clase de entidades suelen mencionarse como algunas de las variables que tuvieron directo impacto sobre la tasa de interés.

Dada la tasa de efectivo mínimo (45%), las entidades se veían obligadas a captar depósitos adicionales del público. También la captación se hacía obligatoria cuando el plazo más largo de los préstamos exigía mantener la contrapartida en depósitos que iban venciendo cada treinta días. En este esquema, la garantía estatal de los depósitos incentivó a que las entidades financieras se embarcaran en una política de competencia en base a aumentos permanentes de las tasas de interés ofrecidas a los ahorristas por sobre las tasas que abonaban los bancos más sólidos. De esa manera, como puede observarse en el Cuadro 4, se arrastró a la plaza a una verdadera escalada alcista en las tasas pasivas que repercutieron sobre las tasas activas.

Cuadro 4: Evolución de tasas de interés activas y pasivas a treinta días

Año	activa	pasiva
1977		
Junio	0,0743	0,0622
Julio	0,0757	0,0671
Agosto	0,082	0,0746
Septiembre	0,0917	0,0806
Octubre	0,1223	0,0946
Noviembre	0,1366	0,01038
Diciembre	0,1358	0,1057

Fuente: Deligiannis, R (1979), “Medidas alternativas del margen entre operaciones activas y pasivas”.

La conducta de las empresas privadas – fundamentalmente de carácter industrial – fue otra de las razones que colaboró en el aumento de la tasa de interés. Estas empresas incrementaron sus niveles de endeudamiento con el objetivo de incrementar el stock de bienes terminados y de esto modo sacar provecho de la inflación existente¹³.

A su vez, el propio aumento de la tasa, en un marco de libre movilidad de capitales, alimentó una espiral ascendente del costo de endeudamiento¹⁴. La entrada de capitales, producto del diferencial

¹³ Para mayor información, véase Basualdo, E. (2006).

¹⁴ Al respecto Basualdo, E. (2006) señala: “El incremento de la tasa de interés trajo aparejada una reformulación en la composición de la base monetaria ya que, por la magnitud que asumió la diferencial entre las tasas de interés internas y la vigente en el mercado internacional, rápidamente se expandió la entrada de capitales vinculado al endeudamiento externo del sector privado. De esta manera, al mismo tiempo que estabilizó la importancia del Estado en la creación de dinero, la incidencia del sector externo pasó a ser predominante en esta última” (p. 132).

positivo de tasa de interés (mayor la tasa local que la internacional), incentivó la demanda de dinero¹⁵, presionando a un mayor aumento en el costo del mismo. Finalmente, y producto del comportamiento empresarial que no tuvo reparos en incluir en sus costos los intereses, la inflación se aceleró, inutilizando¹⁶, de esa manera, la política monetaria aplicada hasta el momento.

La situación se tornó insostenible desde el punto de vista de la actividad económica. Mientras los préstamos al sector privado aumentaron 10% entre 1977 y 1978, la actividad industrial cayó 3,9% tal como puede observarse en el Cuadro 5.

Cuadro 5: Evolución del PBI, tasas de Inflación (en tasas de variación anual) y de préstamos y depósitos del sistema bancario (en millones de pesos)

Fecha	Depósitos	Indice	Préstamos	Indice	PBI	IPC
1975	2228	100	2058	100	-0,9	182,6
1976	2101	94	1784	86	-0,2	444,0
1977	3265	146	2551	124	6,0	176,0
1978	3579	161	3085	150	-3,9	175,5
1979	4391	197	3755	183	6,8	159,5

Fuente: Deligiannis, R (1979), en base a “Estado de las entidades bancarias” del BCRA, INDEC y CEPAL.

¹⁵ Recordemos, que para que los capitales provenientes del exterior puedan ser depositados en el país deben ser intercambiados por moneda local. Esto provoca el aumento en la demanda de moneda nacional.

¹⁶ Decimos que quedó inutilizada en tanto que el objetivo de la política monetaria había sido tratar de conseguir una tasa de interés real positiva de manera tal de incentivar el ahorro. Las altas tasas de inflación hicieron que la tasa de interés por momentos fuese negativa.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

Intentando tomar nota de la situación y con el objetivo de evitar la competencia entre los bancos por la captación de depósitos y de esa manera frenar la suba de la tasa de interés pasiva, en agosto de 1979 se sanciona la ley 22.051, mediante la cual se sustituyó el art. 21.526, el cual obligaba al BCRA a responder, en caso de que no lo hiciera el banco receptor de los fondos, por los depósitos de los ahorristas. En el mensaje que acompaña dicho texto se expresaba que la experiencia recogida desde 1977 en el proceso de reordenamiento y consolidación del sistema financiero aconsejaba proponer ciertas modificaciones del mismo que, sin abandonar sus objetivos principales, permitiesen introducir gradualmente un adecuado margen de flexibilidad en él. Se establecía que dicho régimen de garantía sería en adelante optativo y oneroso para las entidades financieras. Es decir, que para gozar de la garantía, estas entidades debían en el futuro adherirse expresamente al mismo y pagar un aporte fijado por el BCRA, que sería destinado a construir un fondo cuyos recursos se utilizarían en caso de que se debiese hacer efectiva la garantía. De este modo, el BCRA quedaba autorizado a establecer auditorías externas a las entidades financieras y a fijar la proporción de los depósitos que quedaba garantizada y el monto de los aportes del fondo.

2.3. El nuevo orden económico y la llegada de la crisis

Las características internas del país y del contexto internacional (caracterizado por una abundancia de capitales), determinaron que el sistema financiero pasara a tener un auge excepcional al abrigo de las altas tasas de interés en un marco de continuos quebrantos del sector productivo. Fue así como la Argentina, una vez instaurado el nuevo régimen económico, comienza a recorrer un nuevo camino sustentado en un diferente marco jurídico y en una nueva concepción de política financiera.

Las altas tasas de interés auspiciaron la entrada de capitales (por el diferencial positivo de la tasa de interés local respecto de la internacional) incentivando, de esa manera, nuevos aumentos de tasas. Esta situación determinó que los sectores empresarios argentinos encontraran más rentable valorizar su capital financieramente y no a través de la producción de bienes. La maniobra más simple consistía en tomar créditos en el exterior a tasas inferiores a las locales, depositarlo en el país – que pagaba tasas superiores – para luego fugar ese dinero al exterior el cual actuaba como garantía para la toma de nuevos préstamos¹⁷.

Ahora bien, para sostener este esquema, caracterizado por un tipo de cambio atrasado (con niveles pautados) y fuga permanente de capitales, fue necesario la existencia de un Estado que convalidara, a través del endeudamiento externo, las prácticas hasta aquí comentadas. Esto explica, en buena medida, el aumento en el endeudamiento externo del Estado, aumento que se da en forma paralela al crecimiento de la fuga de capitales¹⁸, tal cual puede observarse en el Cuadro 6. Ahora bien, no sólo se necesitó un Estado que se endeudase, sino también, un mercado de capitales dispuesto a prestarle, ya que el sector externo, deficitario por momento, no aportaba las divisas necesarias para sostener el tipo de cambio y la fuga de capitales.

¹⁷ Para más información sobre los distintos modos en los que operó el sector privado en el marco de la valorización financiera véase entre otros a Basualdo, E. (2006).

¹⁸ Para más información, véase Basualdo, E. (2006).

Cuadro 6: Evolución de los principales indicadores del sector externo, 1975-1982 (en miles de millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	Variación anual (T.a.a.)
Deuda Externa Total	7,8	8,3	9,6	12,5	19,1	27,2	35,6	43,6	27,9
Variación anual		0,5	1,3	2,9	6,6	8,1	8,4	8,0	-
Deuda Extern Pública	4,0	5,2	6,0	8,4	10,0	14,5	20,0	28,6	32,4
Variación anual		1,2	0,8	2,4	1,6	4,5	5,5	8,6	-
Deuda Externa Privada	3,8	3,1	3,6	4,1	9,1	12,7	15,6	15,0	21,7
Variación anual		-0,7	0,5	0,5	5,0	3,6	2,9	-0,6	-
Saldo Bza. Comercial		0,9	1,5	2,7	1,1	-2,5	-0,3	2,3	-
Reservas	0,6	1,8	4,0	6,0	10,5	7,7	3,9	3,2	27,0
Reservas netas	-1,3	1,3	4,0	6,0	10,5	7,7	-1,8	-5,8	-23,8
Fuga (acumulada)	3,9	5,4	6,3	8,1	11,2	16,0	23,8	30,2	34,0
Variación anual	1,2	1,4	1,0	1,8	3,1	16,0	4,7	7,8	6,5

Fuente: Basualdo, E. (2006), en base a datos del BCRA.

En el desarrollo de este proceso, caracterizado por su alta dependencia, fuga de capitales y cierres continuos de empresas ligadas a la producción de transables, fundamentalmente, ocurrieron dos hechos que marcaron el inicio de la caída del grupo económico encabezado por Martínez de Hoz. Por un lado, el cambio del contexto internacional, hecho central que determina el comienzo del derrumbe. Las nuevas medidas propuestas por EE.UU provocaron una suba de la tasa de interés internacional, revirtiendo el flujo financiero de los mercados emergentes, además de encarecer el crédito y el pago de los vencimientos sobre deuda ya contraída.

Por otra parte, a comienzo del año 1980 y producto de que algunos bancos se encontraban operando fuera de las normas y regulaciones vigentes, el Banco Central resuelve la liquidación del Banco de Intercambio Regional (BIR). La decisión adoptada por la autoridad monetaria desata una crisis con efecto cascada sobre el resto del sistema financiero, provocando la quiebra de 59 entidades financieras localizadas, en su mayoría, en las diferentes provincias (ver Cuadro 7)^{19 20}.

¹⁹ Cabe señalar, que el haber elevado el nivel de capitales mínimos necesarios para el funcionamiento como entidad financiera fue otra de las razones importantes que explican el descenso de la cantidad de las entidades financieras. Para mayor información al respecto véase Arnaudo, A. (1987).

²⁰ El Estado debió responder por los compromisos adquiridos por parte de las diferentes entidades financieras.

Cuadro 7: Cantidad de entidades financieras

Años	Bancos Comerciales			Compañías Financieras	Cajas de Crédito
	Nacionales	Provinciales **	Privados		
1967				60	
1970				112	
1971				128	457
1975	1	29	82	80	424
1980	1	29	179	135	92
1983	1	29	174	102	71

Fuente: Arnaldo, A. (2001): “El sistema financiero (1945-1983)”.

Sin embargo, las consecuencias de la crisis del BIR y del aumento de capitales mínimos, no se detienen con el cierre de entidades financieras. La creciente desconfianza que la crisis generó sobre el sistema, determinó que los ahorristas tendieran a dirigir sus ahorros a las entidades financieras de mayor tamaño (estatal y extranjero), las que se encontraban en los grandes centros urbanos. Además, en el contexto de alta incertidumbre en el que se vivía, el dinero pasa a ser dirigido hacia las zonas de fácil y rápida rentabilidad, postergando a las economías regionales y a las pequeñas y medianas empresas, cuyas posibilidades de acceso se vieron fuertemente condicionadas por el elevado nivel de tasas de interés. Es así como, ante la ausencia total de orientación del crédito, basada en la idea de la “libertad de mercado”, y siendo los grandes bancos los receptores de la gran mayoría de los depósitos, la concentración geográfica de los préstamos comienza a gestarse. En los cuadros 8 y 9 puede observarse que mientras en 1980 la Capital Federal captaba 52,1% de los depósitos del país y a su vez colocaba 54,3% de ellos, a fines de 1983 esos valores pasaron a ser 46,9% y 82% respectivamente.

Cuadro 8: Distribución geográfica de depósitos

	1980	IV Tr. 1983
Total General	100,0	100,0
Capital Federal	52,1	46,9
Total Interior	47,9	53,1

Fuente: Cefim (1984).

Con respecto al resto de país, el “total interior” muestra una tendencia contraria a la seguida por Capital Federal (en 1980 el interior captó 47,9% y colocó 45,7%, y en 1983 la relación pasó a ser de 53,1% y 17,8%).

Cuadro 9: Distribución geográfica de préstamos

	1980	IV Tr. 1983
Total General	100,0	100,0
Capital Federal	54,3	82,2
Total Interior	45,7	17,8

Fuente: Cefim (1984).

Los resultados expuestos resultan ser esclarecedores respecto de la concentración de préstamos. Claramente, luego del proceso iniciado por Martínez de Hoz, opera un traslado de fondos desde el interior hacia Capital Federal. Este proceso tuvo consecuencia negativas para el desarrollo de las economías regionales en tanto que el nivel de financiamiento disminuyó considerablemente.

La desconfianza generada sobre el sistema financiero presionó sobre el mercado cambiario poniendo en jaque la tablita cambiaria establecida por el ministro de Economía. Desde diferentes sectores comenzaron a presionar para eliminar el esquema cambiario im-

puesto por las nuevas autoridades económicas. En respuesta a estas demandas, Martínez de Hoz dispuso una modificación en el sistema impositivo. Se eliminaron los aportes patronales y el impuesto a la herencia. Sin embargo, los resultados obtenidos no fueron positivos. Las corridas hacia el dólar a fines de 1980 no pudieron ser frenadas con los anuncios de prolongación de “la tablita”. El 2 de febrero de 1981 se devaluó el peso 10% y una nueva tabla cambiaria se extiende por ocho meses más. La crisis financiera se ponía en marcha y, de su mano, comenzaba a colapsar el programa económico.

Detrás de estos desajustes macroeconómicos y cambios en el mercado financiero, ocurrió un episodio central en la historia económica argentina: la estatización de la deuda externa privada en el año 1982 como consecuencia de las presiones de los diferentes grupos económicos por un lado, y la alianza entre éstos y el Estado nacional, por el otro. En este marco, cerca de 14.000 millones de dólares fueron estatizados, lo que sumado a la deuda inicial alcanzó el monto de 40.000 millones de dólares²¹. Los mecanismos a través de los cuales se logró realizar esta transferencia fueron diversos. El primero de ellos fue el seguro de cambio, por el cual el BCRA le garantizó al deudor privado el tipo de cambio vigente al momento de establecer el contrato (en algunos casos contra garantía de pago futuro y en otros sin ningún tipo de garantía). Otro mecanismo utilizado fue el traspaso de deudas privadas a manos del BCRA. Es decir, el BCRA no se hacía responsable de una parte de la deuda, como era el caso del seguro de cambio, sino de la totalidad del pasivo. Por último, el BCRA también otorgó subsidios a los bancos para que éstos pudiesen cubrir sus quebrantos debido a la falta de pago del sector privado no financiero, pagando luego por los encajes tasas mayores que la cobrada por la deuda que los bancos

²¹ Para mayor información al respecto, véase Bekerman, M (1990); Basualdo, E. (2006).

mantenían con él. Este mecanismo significó un traspaso de deuda del sector privado al bancario y de éstos al BCRA. Si bien todos estos elementos fueron utilizados con diversa intensidad, todos ellos significaron un drenaje de recursos de la sociedad hacia ciertos grupos económicos (Basualdo, E. 2006), impactando negativamente en las finanzas públicas y en la capacidad de financiar proyectos productivos por parte del Estado.

El país había entrado en una nueva fase de su historia económica. La prueba más contundente de este cambio y su impacto sobre el desarrollo económico se encuentra en la evolución de las principales variables económicas. Así, mientras el PBI permaneció prácticamente constante entre 1977 y 1983 (se vio modificado sólo 0,2%) la inversión sufrió un caída de 33% para el mismo período; entre 1975 y 1981 la producción industrial descendió 17% mientras que el sector financiero creció 34%.



3. La política monetaria y cambiaria con la vuelta a la democracia

3.1. Marco general

A comienzos de la década de 1980 un conjunto de acontecimientos –la suba de la tasa de interés internacional, la caída en los precios de los productos agrícolas, entre los más relevantes- trajo aparejadas importantes modificaciones del contexto financiero internacional, abriendo una nueva etapa signada por una relativa escasez de capitales para los países latinoamericanos. El *default* de la deuda externa en 1982 por parte de la Argentina agravó la situación, determinando la desaparición de buena parte de los fondos internacionales que llegaban como inversión extranjera directa y en forma de préstamos. Este cambio modifica el papel del sector externo, que adquiere una mayor importancia, ya sea por que deja de aportar los fondos suficientes para financiar el déficit, como por la carga que deja en términos del pago de intereses que el país debía realizar.

En el marco de estas limitaciones asume el primer gobierno constitucional, encontrando un país inmerso en serios problemas económicos con niveles de desempleo, inflación y endeudamiento externo hasta ese momento inéditos para el país. El desempleo llegó a 5,5% de la PEA, la deuda externa (43.600 millones de dólares) representaba 64% del PBI y la inflación alcanzó 433%

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

anual. Paralelamente, y producto de las medidas tomadas durante el gobierno militar, el país se encontraba en una situación de gran dependencia externa. Necesitaba del mercado de capitales para hacer frente al pago de los servicios financieros y al aumento del déficit consolidado del sector público como consecuencia de la estatización de la deuda interna privada en el año 1982²².

Bajo estos acontecimientos iniciales, durante el gobierno radical se desarrollaron tres etapas de política monetaria. La primera de ellas fue encabezada por Bernardo Grinspun en los dos primeros años de gobierno; la segunda corresponde a la implementación del denominado Plan Austral, bajo la dirección de J.V. Sourrouille; y finalmente, el tercer programa fue el Plan Primavera llevado a cabo por el Dr. Pugliese y Jesús Rodríguez.

Para lograr un entendimiento cabal de las diferentes políticas financieras aplicadas, resulta primero conveniente realizar un análisis pormenorizado de las principales características y contenidos de cada una de ellas. Con este objetivo, a continuación se pre-

²² Según Berkerman, M (1990): "A principios de julio 1982 se dispuso un reordenamiento del sistema financiero por el que se acordó a los bancos un préstamo para financiar sus carteras activas locales, al mismo tiempo que se fijó un efectivo mínimo de 100 % sobre los depósitos sujetos a encajes. Esto fue en la práctica un subsidio a los titulares de créditos, ya que las tasas a las que fueron refinanciadas sus deudas fueron menores a las pagadas por el BC. Puede verse que el conjunto de los redescuentos otorgados por el Banco Central en 1982 alcanza a casi 24 % del PBI, aunque parte de sus efectos expansivos es contrarrestado por los depósitos de las entidades financieras en cuentas especiales. En los hechos, se restituye la capacidad prestable de los depósitos por los redescuentos otorgados por el BC. Podemos ver entonces que a partir de 1982 tanto los redescuentos como el déficit público pasan a ser financiados vía expansión de la base monetaria y de los depósitos indisponibles de las instituciones financieras en el BC. Puede decirse entonces que a partir de 1982 los fuertes subsidios al sector privado —otorgados a partir de redescuentos de largo plazo— contribuyeron a reforzar el déficit consolidado del sector público..." (p. 538).

sentan los diferentes planes económicos llevados a cabo, poniendo el acento en las medidas de corte financiero.

3.2. El plan de Grinspun y su impacto en la economía argentina

En un contexto de gran algarabía política debido al retorno de la democracia, pero con una complicada situación económica, el nuevo ministro de Economía, Bernardo Grinspun, anuncia en 1984 su plan económico. El objetivo central, planteado en su primer discurso como ministro, era sacar a la economía argentina de la depresión y lograr una reactivación sostenible. Bajo este marco general, Grinspun manifestó que su objetivo particular era mantener un alto nivel de empleo mediante el estímulo a los diferentes componentes de la demanda. Para lograr dicho objetivo, se planteaba fomentar el crédito barato y aumentar el gasto público por un lado y combatir la inflación con una política de ingreso gradual que no descuidara la recomposición salarial por el otro. En materia tributaria, el nuevo equipo económico se proponía aumentar la recaudación evitando la evasión y fijando nuevos impuestos a la riqueza. Con relación a la deuda externa el objetivo estaba centrado en conseguir un acuerdo con los acreedores sin que esto significara comprometer los intereses del país en materia de crecimiento. En este marco, los objetivos centrales del nuevo equipo económico estaban puestos en tres grandes ejes: la reactivación económica, el ajuste salarial y la lucha antiinflacionaria. El nuevo gobierno nacía con una concepción diferente a la mantenida por el gobierno militar de fines de los años 1970.

En relación al mundo financiero, el titular del BCRA, Dr. García Vázquez, avanzó en una primera instancia, con un esquema coherente con la plataforma de la UCR y con los argumentos expuestos tanto en los discursos oficiales como en el programa económico.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

Entre los principales lineamientos, objetivos y medios para alcanzar la reforma financiera vertidos por la autoridad monetaria, podemos destacar tres. El primero de ellos buscaba aumentar el ahorro líquido, es decir la porción de ingreso que se mantiene en forma de dinero en todas sus variantes (billetes y monedas, cuentas corrientes, caja de ahorro, depósitos a plazo), con el objeto de revertir el bajo coeficiente de monetización (relación entre dinero M2 y PBI a precios nominales) que había alcanzado 12% en el último trimestre de 1983. La hipótesis del equipo técnico del BCRA se basaba en que el incremento del ahorro permitiría expandir la capacidad prestable del sistema económico. El segundo elemento del programa buscaba aumentar la asistencia crediticia al sector privado como elemento indispensable para la reactivación del aparato productivo, para lo cual resultaba necesario, según el equipo económico, aumentar el ahorro líquido. Por último, se buscaba reducir las tasas reales de interés hasta ubicarlas en niveles neutros para los ahorristas y ligeramente positivos para los tomadores de préstamos. Esto sólo sería posible, según el discurso oficial, en la medida en que se redujera la tasa de inflación (Cefim, 1984b).

En estos tres objetivos y sus respectivas fundamentaciones se resume el núcleo de la estrategia: para aumentar el volumen de la asistencia crediticia al sector privado y reducir la tasa de interés nominal, era necesario aumentar el ahorro líquido, reducir la inflación y el déficit fiscal. Ahora bien, en tanto el aumento del ahorro líquido requería la reducción de la inflación cuya causa fundamental radicaba en el déficit fiscal, según el diagnóstico oficial, el volumen de asistencia crediticia al sector privado y la reducción de las tasas de interés quedaban supeditados al control de las cuentas fiscales²³ (Cefim, 1984b).

²³ Resulta importante señalar, que los integrantes del equipo económico entendían que el proceso inflacionario desalentaba la tenencia de activos monetarios,

En términos cuantitativos, las metas del gobierno fueron reducir el déficit fiscal (en 10 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 1983 a fines de 1984), controlar el valor de las tasas de interés, disminuir el déficit de la Cuenta de Regulación Monetaria²⁴ y reducir el crecimiento de los agregados monetarios. En relación a éstos últimos, el BCRA procuró reducir el crecimiento de la base monetaria (que en 1983, en promedio, había sido de 12.5%) a 5% para 1984, disminución que fue alcanzada por medio de la reducción del déficit fiscal y del subsidio que pagaba el Banco Central por medio de la Cuenta de Regulación Monetaria. Por otra parte, el déficit de la Cuenta de Regulación Monetaria que había significado 4,5% del PBI a fines de octubre de 1983 se esperaba reducirlo a 2% para principios del año siguiente. Según el equipo económico, la reducción se haría mediante la disminución del efectivo mínimo, lo que posibilitaría un mayor crédito al sector privado en la medida en que se vaya reduciendo el financiamiento al gobierno. Por último, y en relación a las tasas de interés, el Banco Central esperaba llegar a fines de 1984 con valores cercanos a 4% mensual para las pasivas y 4,8% mensual para las activas.

En este marco, otro elemento importante a la hora de analizar el programa de Grinspun en relación al impacto de la política financiera en el desarrollo económico se encuentra en las políticas gubernamentales con relación a los créditos productivos. En este sentido, se establecieron diferentes mecanismos para direccionar el crédito al sector productivo, que pueden resumirse en las siguien-

impactando negativamente sobre el ahorro líquido. Esta es la razón por la cual el gobierno argumentaba la necesidad de bajar la inflación como herramienta indispensable para incrementar el ahorro.

²⁴ Cuenta a través de la cual el Estado nacional, por intermedio del Banco Central, remuneró encajes con una tasa de interés semejante a la pasiva libremente determinada por el mercado. Para mayor información al respecto, véase Roque B. Fernández (1986).

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

tes medidas económicas: 1) encajes diferenciados por regiones; 2) desafectación de fracciones del efectivo mínimo (llamadas también liberaciones condicionadas de encaje) para atender a determinadas ramas de actividad o tipos de empresas; 3) redescuentos para hacer frente a necesidades estacionales de las regiones y líneas especiales de crédito a la pequeña y median empresa; 4) se elimina la indexación en las operaciones a corto plazo; 5) se propone retomar la actividad de promoción de los bancos oficiales; y 6) se buscaba mejorar la eficiencia del sistema financiero a través de la reducción de los costos operativos de las entidades a través de un cambio en la estructura de depósitos²⁵. Otras de las medidas implementadas en términos de créditos, fue establecer una línea especial para las Pymes a través del BANADE y para el sector agropecuario a través del Banco Nación, además de redescuentos especiales para diferentes economías regionales con el objetivo de aumentar la capacidad prestable de las entidades financieras en determinadas zonas geográficas (algodón y azúcar).

En arreglo a estos objetivos, las primeras medidas adoptadas por el BCRA fueron reducir las tasas activas máximas de 15,5% a 12,5% en enero de 1984, y a 11% en febrero de 1985. La fijación de las tasas de interés se realizó mes a mes, como parte integrante de un paquete de variables cuya evolución determinaba el gobierno y que involucraba también al tipo de cambio, las tarifas y los salarios regulados²⁶. El gobierno también estableció encajes diferenciados

²⁵ La otra cuestión importante para mejorar la eficiencia del sistema consistía en lograr, a través de la superintendencia, una supervisión apropiada considerando que la actividad financiera constituye un servicio público. Para obtener este último resultado, las autoridades enviaron un proyecto al Congreso de la Nación sobre legislación penal para la actividad financiera. Para mayor información, véase Cefim (1984b).

²⁶ No se desarrollan temas vinculados con los ajustes de tarifas públicas y salarios, dado que el objetivo del trabajo consiste en dar cuenta de la política financiera

por región y por tipo de depósitos con la obligación expresa de colocar la mayor capacidad prestable resultante en las zonas en que fueron captados. También fue ampliado a 150 días el plazo mínimo de captación de depósitos ajustables a mediano plazo (por índice de precios minoristas) y depósitos ajustables con cláusula dólar (Cefim, 1984b).

Paralelamente a estas medidas, se estableció un nuevo instrumento de corto plazo para regular la liquidez de la plaza financiera; la herramienta utilizada fue la colocación de títulos públicos por parte del BCRA. Estas participaciones sólo podrían ser colocadas entre las entidades financieras por un plazo de entre siete y veintiocho días, a una tasa comunicada por el Banco Central diariamente al resto de las entidades financieras.

Pese a las dificultades del momento, tanto de índole local como internacional, algunas de las metas planteadas por la nueva gestión económica fueron alcanzadas, como la caída de la tasa de interés y el aumento en el volumen de depósitos. Como puede observarse en el Cuadro 10, la tasa por depósitos a 30 días experimentó una disminución de 14,5% a 12,5% y 11% mensual durante los primeros meses de gestión (entre diciembre del 1983 y febrero del 1984). También puede observarse que pese a haberse planteado como objetivo la obtención de tasas de interés real positiva para fomentar el ahorro, a lo largo de todo el año 1984 se consiguieron valores negativos en dicha variable. La razón de esto se encuentra en los altos valores alcanzados por la inflación.

aplicada durante los últimos treinta años.

Cuadro 10: Tasas de interés activas nominales y reales

	Tasas nominales ⁽¹⁾		Precios mayoristas nivel general (%)	Tasas reales	
	Activa regulada	Aceptaciones (%)		Activa regulada	Aceptaciones
1984					
Enero	12,5	15,7	11,4	1,0	3,9
Febrero	11,0	13,4	15,9	-4,2	-2,2
Marzo	11,0	13,8	18,4	-6,3	-3,9
Abril	14,0	18,4	19,7	-4,8	-1,1
Mayo	14,0	17,5	18,8	-4,0	-1,1
Junio	14,0	17,0	16,6	-2,2	0,3
Julio	17,0	17,9	15,5	1,3	2,1
Agosto	17,0	18,0	21,6	-3,8	-3,0
Septiembre	17,0	20,0	24,7	-6,2	-3,8
Octubre	19,0	26,1	15,2	3,3	9,4
Noviembre	19,0				

Referencias:

(1) Promedio mensual

Fuente: CEFIM (1984), Realidad Económica, N° 60 - 61, 5to. y 6to. Bimestre, en base a datos del BCRA y datos privados.

Sin embargo, pese a haber tenido tasas de interés real negativa, el volumen de depósitos aumentó a lo largo del todo el período. Sólo a modo de ejemplo, podemos decir que entre julio y agosto de 1984 los depósitos que más crecieron fueron los depósitos a plazos, habiendo registrado un aumento de 164%. Si analizamos la variación de los depósitos totales nos encontramos con que ésta alcanzó una variación positiva de 58% para el período mencionado.

El equipo económico estaba convencido sobre el impacto positivo que el aumento del ahorro tendría sobre la producción, solucionando, de esa manera, el problema del crecimiento y del empleo. Sin embargo, y pese al esfuerzo realizado en materia financiera, las medidas aplicadas no lograron conseguir en su totalidad los objetivos planteados inicialmente, encontrándose el gobierno con importantes problemas en materia de inflación y de crecimiento del PBI tal como puede observarse en los cuadros 11 y 12. El PBI sufrió una caída de 4,6 % mientras que la inflación, si bien redujo sus niveles de variación, no logró llegar a obtener los resultados deseados por las autoridades.

No caben dudas que la política financiera y fiscal llevada a cabo por el gobierno jugó un rol importante en la explicación de la inflación. Sin embargo, el equipo económico le prestó poca atención al creciente grado de oligopolización industrial del entramado manufacturero doméstico como causa de la inflación en la argentina. Dicha situación otorgó a los grupos económicos líderes de las ramas una significativa capacidad para determinar los precios de sus sector y, por esa vía, incidir sobre los precios relativos del conjunto de la economía local (Ortiz, R. y Schorr, M., 2006). En arreglo a lo dicho, resulta poco plausible negar esta situación como una de las causas importantes que explican las razones del fracaso de la política antiinflacionario llevada a cabo por el gobierno alfonsinista durante su primera etapa de gobierno²⁷.

²⁷ Explicar las causas de la inflación en la argentina exige abordar diferentes aristas explicativas, que sin duda exceden los objetivos del trabajo. Sin embargo,

Cuadro 11: Indicadores Macroeconómicos*

Año	Tasa de crecimiento del PBI	Inflación minorista	Salarios reales industriales	Tipo de cambio real	Desempleo (en % de la PEA)	Subempleo (en % de la PEA)
1983	2,6	433,6	106,5	155,8	5,5	5,9
1984	2,2	686,8	129,5	148,4	4,7	5,4
1985	-4,6	385,4	104,1	167,6	6,3	7,5

Fuente: Rapoport, (2000) en base a datos del BCRA.

* Si bien en el cuadro se incluye el año 1985, el valor presenta distorsiones ya que dicho valor incluye los efectos del Plan Austral que fue aplicado durante dicho año.

Los resultados negativos de la primera gestión económica encabezada por Grinspun no se agotaron en la cuestión inflacionaria. La evolución del mercado cambiario fue otro de los resultados adversos del primer gobierno constitucional. La necesidad de divisas para cancelar la deuda externa generó tensiones inflacionarias que, sumado a los altos intereses de la deuda pública y la incapacidad del sector externo por generar los recursos para afrontar el pago de la deuda, debilitaron la ya delicada situación de las finanzas²⁸. Este contexto resultó ser poco favorable al desarrollo de la actividad productiva, cuyo principal impacto puede ser observado en la evolución negativa de la tasa de inversión (caída de 18 % entre 1984 y 1985).

Cuadro 12: Evolución de la Inversión*

Año	IBIF	Tasa de variación	IBIF/PB
1983	27781,0	-0,7	20,9
1984	23497,0	-3,4	19,9
1985	15525,8	-17,8	17,6

Fuente: Rapoport, M. (2000) en base a datos de FIDE (1994). Informe económico N° 11

* Si bien en el cuadro se incluye el año 1985, el valor presenta distorsiones ya que dicho valor incluye los efectos del Plan Austral que fue aplicado durante dicho año.

resulta oportuno identificar algunos elementos que tiendan a explicar el proceso inflacionario argentino que, a pesar de su importancia, por lo general no han sido tenidos en cuenta en los análisis de este período de la historia. Para mayor información al respecto, véanse Azpiazu, Basualdo y Khavisse (2004); Basualdo, (2006); Ortiz y Schorr (2006).

²⁸ A lo largo de toda la década de 1980, los términos del intercambio se deterioran notablemente. Estos, además de un tipo de cambio no competitivo, determinaron que las exportaciones no aportaran las divisas necesarias para hacer frente al pago de la deuda externa. Para mayor información véase Rapoport, M. (2000).

No obstante lo ya comentado, cabe señalar, que además de las propias estrategias delineadas por el gobierno, las cuales incluyeron inconsistencias en la política económica, existieron otros factores que atentaron contra las políticas implementadas por el equipo económico. Entre las primeras, y pese a que el plan diseñado por el gobierno y las políticas implementadas suponen un cambio con relación a la dictadura militar en materia financiera, cuya principal diferencia se encuentra en la concepción sobre el rol del Estado en el fomento de determinados sectores productivos a través del diseño de un sistema financiero tendiente a beneficiar a determinadas actividades²⁹, la gestión del BCRA no acompañó coherentemente la posición desarrollada por Grinspun, resultando éste un elemento explicativo del fracaso de la política del gobierno y de la continuidad de la valorización financiera durante el período. Entre las principales inconsistencias entre el ministro de Economía y la autoridad del BCRA se encuentra la falta de un control severo de la fuga de capitales, la cual tendió a disminuir el ahorro líquido y, de esa manera, aumentar la brecha entre el ahorro interno y la inversión - impactando negativamente en la formación de capital y, por ende, en el crecimiento de la economía- y en la no contracción de la cuenta “Regulación Monetaria” del BCRA debido a la política desempeñada por el organismo encargado de desarrollar la política financiera³⁰.

²⁹ En este sentido, las medidas que tendieron a disminuir la tasa de interés, otorgar encajes diferenciados e implementar líneas especiales de crédito, apuntaron a conformar un sistema financiero orientado a garantizar la reactivación del sistema productivo y el desarrollo económico.

³⁰ Al respecto, Basualdo E. (2006) señala: “La persistencia y expansión de la incidencia de la licuación de la deuda interna de las fracciones dominantes presenta diversas aristas. A juzgar por el análisis del propio ministro de Economía a su gestión, a conducción económica de ese momento, tenía plena conciencia de que la contracción de la estas licuaciones —que se canalizan mediante la cuenta “regulación monetaria” del BCRA— asumía una importancia decisiva

En cuanto a los “otros” factores que influyeron en el fracaso de la estrategia económica del gobierno, resulta oportuno señalar que algunos de ellos se originaron en la naturaleza de los actores económicos predominantes luego de la experiencia militar, en el marco de un capitalismo local que se sostenía sobre pilares muy distintos de los que habían sustentado la sustitución de importaciones. En este sentido, puede afirmarse que la estructura económico-social resultante de la dictadura militar, al fortalecer en forma significativa a las fracciones dominantes y, fundamentalmente, al debilitar sustancialmente a las fracciones sociales dominantes subordinadas, complicó las posibilidades de aplicar una política económica de sesgo progresista como la impulsada por Grinspun (Ortiz, R. y Schorr, M., 2006)³¹.

Bajo este marco y dada la imposibilidad de poder afrontar la cancelación total de la deuda externa e interna, la presión de los diferentes sectores por recomponer su respectivo poder adquisitivo, sumado a los sectores acreedores de los bancos nacionales y para el éxito de toda la política económica, pero ésta no se concretó debido a la política desplegada por el BCRA, conducido por García Vázquez o, en palabras más llanas por el boicot de las autoridades del BCRA (...). Sin embargo, no fue únicamente una pugna dentro del partido de gobierno encarnada en una disputa entre el Ministerio de Economía y el BCRA, ni tampoco que los opositores a esta política económica fueron meros intérpretes de los intereses de los acreedores externos. Se trató de la primera expresión de un proceso complejo en que el convergieron las presiones ejercidas por los representantes políticos de los acreedores externos con la cooptación del partido de gobierno por parte de las fracciones internas dominantes (...)" (p. 229).

³¹ Cabe señalar, que no es objetivo del trabajo analizar las diferentes fracciones de poder en la Argentina y sus diferentes alianzas durante el gobierno de Alfonsín. Pese a esto, resulta imprescindible estudiar el comportamiento de los grupos económicos locales para poder lograr un entendimiento certero sobre los vaivenes de la economía Argentina durante el período bajo análisis. Para mayor información al respecto, véase Ortiz, R. y Schorr, M. (2006); Basualdo (2006), entre otros.

extranjeros, el país llega a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Fue así como la Argentina, hasta ese momento renuente a acordar con el mencionado organismo, firma a fines de 1984 un acuerdo Stand By, previo envío y acuerdo de un Memorándum y de una negociación con el comité de bancos acreedores³². El acuerdo implicó la puesta en marcha de una política monetaria y financiera restrictiva (con aumentos de tasas de interés) de modo de poder cumplir con los compromisos en materia de balanza de pagos y reducción del ritmo inflacionario (Cefim, 1984a). De este modo, el nuevo programa monetario dejó de lado el perfil a favor de los sectores de la economía real, para pasar a tener un carácter netamente ortodoxo, similar al que había planteado el equipo de Martínez de Hoz durante la última dictadura. En este sentido, las principales medidas adoptadas en materia financiera giraron entorno a una política monetaria contractiva y a la reducción del déficit cuasi-fiscal del BCRA³³. Como resultado de estas medidas, el país dio un giro de 180 grados en materia monetaria bajo el mismo gobierno radical. En el nuevo plan del BCRA el sector real de la economía deja de ocupar el lugar central que había tenido durante la primera etapa económica de la gestión radical.

A poco más de un año de haber asumido como ministro de Economía, Grinspun renuncia por sus discrepancias con el FMI y por la falta de solución a los problemas inflacionarios y de crecimiento. En su reemplazo asumió como ministro Juan Vital Sourrouille, economista de formación estructuralista, que admitía que el déficit fiscal financiado con emisión monetaria era una de las principales

³² Los puntos más importantes del acuerdo, hacen mención a un programa de tipo ortodoxo, esto es: 1) reducción de los salarios nominales; 2) control de precios; 3) reducción del gasto público; 4) reducción sostenida de la tasa de crecimiento de la moneda y el crédito.

³³ El superávit o déficit cuasi fiscal se origina en el resultado del BCRA, o sea en la diferencia entre el rendimiento de sus activos y el costo de sus pasivos.

causas de la inflación. Sin embargo, en su diagnóstico otro factor jugaba un rol preponderante en la explicación de las variaciones de precios en el corto plazo: las expectativas de inflación. De acuerdo al nuevo equipo económico, las expectativas eran la causa de que la inflación se repitiera de un mes a otro, en tanto que la inflación actual constituía un dato central en la toma de decisiones respecto del ajuste de precios de los meses subsiguientes.

En este marco, toda política antiinflacionaria que no diera cuenta de este problema estaba condenada al fracaso. Por lo tanto, lo que había que hacer era romper la inflación inercial, es decir, romper las expectativas de inflación. Para esto, diseñaron el denominado Plan Austral el cual incluyó un ajuste de precios aún más fuerte que el establecido en el memorándum firmado con el FMI.

3.3. El Plan Austral y su impacto en la economía

Con el cambio del ministro de Economía en el mes de febrero de 1985 las medidas tendientes a disputar el terreno ganado por la ortodoxia fueron dejadas de lado por el nuevo equipo económico, quedando muy claro que las diferentes políticas aplicadas no se plantearían revertir la estructura económica y social construida por la dictadura. El acuerdo con el FMI y la llegada de Sourrouille al Ministerio de Economía suponen un cambio radical en la estrategia de política económica. En el discurso de presentación del Plan Austral, Sourrouille señalaba lo siguiente: “La política de tratamiento drástico de la inflación, que el gobierno ha adoptado, procura actuar sobre los efectos de inercia como sobre los desequilibrios estructurales que le dan lugar (...). Se intentó más de una vez moderar la escalada de precios y salarios apelando a políticas concertadas o al congelamiento de precios y salarios. Estas experiencias terminaron en repetidas frustraciones porque descuidaron actuar al mismo tiempo sobre el componente principal de las presiones inflacionarias como es el desequilibrio de las finanzas públicas”.

De esta manera, el nuevo plan pasa a tener, como objetivo central, el freno de la inflación a través del control de las cuentas públicas. También se planteó como otro factor importante del nuevo plan el pago de la deuda externa, para lo cual, se adoptaron medidas tendientes a impulsar el control de las finanzas públicas y el desarrollo del sector exportador, de manera tal, de por garantizar la generación de divisas que permitieran dar cuenta de la deuda externa.

De esta manera y bajo la hipótesis de la inflación inercial, las autoridades económicas tenían claro que una vez lanzado el plan no podían incentivar ni permitir procesos inflacionarios. Fue así como antes de que el plan fuese anunciado, ajustaron diferentes precios que consideraban desfasados. El tipo de cambio se devaluó 15 % y las tarifas públicas se elevaron para poder cubrir los costos de las empresas.

Una vez mejorado el contexto local, el 14 de junio de 1985 se instaura el Plan Austral. Dentro de sus principales medidas³⁴, se crea una nueva moneda, se congelan todos los precios de la economía, y se establece un mecanismo de “desagio” para desindexar los contratos. En materia monetaria, se anunció que el BCRA dejaría de emitir para financiar al sector público, se redujeron las tasas de interés reguladas y se congeló el tipo de cambio, fijándolo en 0,80 centavos por dólar.

Los primeros resultados del plan con relación a la inflación y al déficit fiscal fueron contundentes. La inflación disminuyó y el déficit logró ser disminuido como consecuencia del aumento en la recaudación pasando el déficit global del sector público de 7,7% a 3,5% en un solo año (ver Cuadro 13).

³⁴ En el presente trabajo sólo se hará hincapié en las cuestiones financieras del plan austral. Para mayor información véase, Rapoport, M. (2000); Basualdo, E. (2006); Gerchunoff, P. y Llach, L. (1998); Mayo, A. (1985).

Cuadro 13: Finanzas Públicas en porcentajes del PBI

Tipo de déficit	Años				
	1985	1986	1987	1988	1989
Déficit operativo del sector público	4,8	2,4	4,8	5	6,2
Déficit cuasifiscal del BC	2,8	1,1	0,9	1,4	1,4
Déficit global del sector público	7,7	3,5	5,7	6,4	7,6

Fuente: Rapoport, M. (2000).

Sin embargo, la principal fuente de recursos con los que contaba Sourrouille para afrontar el pago de la deuda externa, se vería afectada por la caída de los precios internacionales. El precio de los cereales disminuyó producto de la venta subsidiada de EE.UU. a la URSS, lo que afectó el saldo de la balanza comercial y la rentabilidad de los productores.

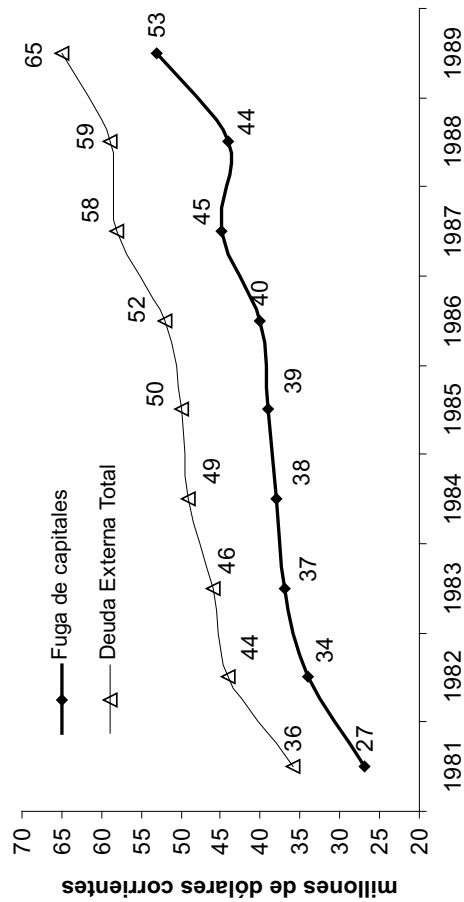
El éxito inicial escondía problemas estructurales debido a la falta de un proyecto que contemplara al sector real de la economía y a la influencia de los grupos económicos sobre el proceso de acumulación. En los argumentos del gobierno, se encontraba la idea de que la caída en la inversión se debía a la falta de estabilidad, lo que impedía que los agentes pudiesen ampliar su campo de planeamiento (Rapoport, M., 2000). De esta manera, el gobierno depositaba sus esperanzas en la estabilidad de precios. Ahora, en tanto el eje no había sido puesto en la producción, los problemas en materia de tasas de interés no desaparecieron.

Luego del primer impulso, y pese a que la tasa de crecimiento de los precios se viera fuertemente disminuida, comenzaron a visualizarse en el mediano plazo tensiones que empezarían a modificar la estructura de precios relativos. Similarmente, las tasas de interés activas nominales empezaron a mostrar una evolución por encima de lo esperado, lo que impactó negativamente en la reactivación económica en tanto que la evolución de la tasa superó los niveles de inflación. En este contexto, los más perjudicados resultaron ser los pequeños y medianos empresarios, debido a la menor capacidad de pago y acceso al crédito.

Ahora bien, las altas tasas de interés, no sólo impactaron en la producción por lo antes comentado, sino que posibilitaron reproducir la situación característica de la etapa liderada por Martínez de Hoz en cuanto al endeudamiento externo y fuga de capitales. Notemos, tal como puede observarse en el Gráfico 2, que el envío de capitales al exterior durante el gobierno de

Alfonsín alcanzó 16 mil millones de dólares corrientes llegando a representar 25% del total de la deuda externa del año 1989.

Gráfico 2: Evolución de la deuda externa total y de la fuga de capitales (saldo acumulado al final de cada período en miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Kulfas, M. y Schorr, M. (2003).

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

La maniobra llevada a cabo por los grupos económicos fue la misma que la utilizada por éstos mismos durante la dictadura militar³⁵. La política monetaria contractiva adoptó un rol importante a la hora de garantizar el diferencial de tasa de interés positivo, incentivando la fuga de capitales, cuya principal consecuencia fue el bajísimo nivel de acumulación de capital en el ámbito local, impactando en forma directa en la producción de bienes y en la generación de puestos de trabajo.

Asimismo, la propia suba en el costo del dinero incentivó la entrada de capitales provocando movimientos en el tipo de cambio, estimulando aún más la inflación. Para evitar la presión sobre el mercado cambiario, el gobierno de Alfonsín pasó a controlar la entrada y salida de capitales, para lo cual fijó plazos mínimos para créditos financieros y redujo el plazo máximo para la liquidación de divisas procedente de las exportaciones.

En abril de 1986, y debido a los problemas que estaba generando en la producción el cambio de la estructura de precios relativos, los responsables del Plan Austral decidieron flexibilizarlo, permitiendo un aumento de tarifas públicas y del precio de los combustibles; además, devaluaron la moneda con respecto al dólar, eliminaron los controles de precios, permitieron a las empresas ajustar sus márgenes de ganancias y transferir a precios los ajustes llevados a cabo en salarios y tarifas públicas. A partir de ese momento, la política de flexibilización se mantuvo a lo largo del tiempo con devaluaciones y reajuste periódico de las tarifas de los servicios públicos. Con estas nuevas medidas, el plan cambia de rumbo respecto del tema precios. Se pasa de una política de rigidez de precios a una de ajustes permanentes. En esta nueva etapa, no sólo se va a controlar

³⁵ La explicación sobre la maniobra utilizada por los grupos económicos para fugar capitales se encuentra en el apartado que analiza la dictadura militar.

el precio de los bienes, sino también, el de los salarios, el tipo de cambio, y el de las tasas de interés³⁶.

Los resultados económicos del año 1986 fueron mixtos. Por un lado, la caída del salario real y el incremento del consumo de los sectores de mayores recursos determinaron un crecimiento del PBI de 5%, y del producto industrial de 12%. Con relación al pago de la deuda externa, la situación se fue haciendo cada vez más apremiante, ya que el saldo de la balanza comercial disminuyó producto de la caída en los precios internacionales y en el volumen exportable (debido a inundaciones en zonas productoras de cereales). Como resultado de esto, a fines de dicho año, el gobierno endureció su política monetaria con la llegada al BCRA de José Luis Machinea. La política monetaria contractiva derivó en aumento de las tasas de interés revirtiendo la tendencia del año. Fue así como las tasas pasaron de -2,38% en agosto a 7,03% en diciembre. Por consiguiente, el nivel de billetes y monedas en poder del público descendió con respecto al PBI, pasando de representar 6,6% del PBI a representar 5,5%. Asimismo, la compra de divisas para efectuar el pago de la deuda externa, provocó un aumento de la oferta monetaria en poder del público, el cual se intentó esterilizar (para evitar tensiones inflacionarias) a partir de la suba de la tasa de interés.

³⁶ Para mayor información, véase Rapoport, M. (2000).

Cuadro 14: Activos monetarios en poder del público (en porcentajes del PBI)

Año	M ₁ Privado (Billetes y monedas + Dep. a la vista)	M ₂ (M ₁ + Dep. a plazos)
1980	7,6	25,0
1981	5,9	22,3
1982	5,3	17,4
1983	4,4	14,4
1984	3,9	12,5
1985	4,6	11,7
1986	6,6	18,2
1987	5,5	17,0
1988	3,6	14,5
1989	2,8	13,4

Fuente: Bleger, L. (1988).

Sin embargo, el haber puesto el acento en herramientas ortodoxas, como fue la política monetaria contractiva, no sólo tuvo impactos en las tasas de interés, sino también en las cuentas públicas a través del efecto recesivo que el aumento del costo del dinero impuso sobre la producción. De este modo, ante los desequilibrios en el sector externo y en las cuentas públicas, en febrero de 1987 el gobierno lanza un plan de estabilización para paliar la situación, a partir del cual, fueron congelados los salarios y los precios de determinados bienes. Esta medida se combinó con la devaluación de la moneda y la contracción de la oferta monetaria, la que trajo aparejada una recesión aún mayor. Los problemas de financiamiento del gobierno continuaron, lo que derivó en la emisión de deuda —bonos— ayudando a solucionar el problema en forma momentánea.

Sin embargo, la demanda de bonos y, por ende, la posibilidad del gobierno de encontrar financiamiento, dependía de las tasas de interés que el gobierno pudiese ofrecer. El esquema así planteado determinó una espiral: para el combate de la inflación se utilizó una política monetaria contractiva provocando aumentos en la tasa de interés. Este aumento en el costo del dinero impactó negativamente en la recaudación. Esta menor recaudación, incrementó la necesidad de emitir nuevos bonos que para ser demandados exigían una tasa de interés alentadora. A mayor tasa de interés, mayor necesidad de bonos. Este círculo vicioso hacía que la situación empeorara cada vez más.

En un marco de grandes dificultades fiscales e inflacionarias, el gobierno intentó profundizar las medidas enviando al congreso un proyecto de ley con un conjunto de reformas: se propuso una nueva ley de coparticipación federal, la reforma del régimen de promoción industrial, la desregulación de los servicios públicos, la reducción de la protección arancelaria, y la venta de 40% del paquete accionario de las empresas Aerolíneas Argentinas y ENTel. Las medidas propuestas fueron modificadas, y algunas rechazadas, cuyo principal resultado fue la pérdida de poder del gobierno de Alfonsín³⁷.

A principios de 1988, y luego de haber logrado un acuerdo con los acreedores externos, una pequeña corrida contra el austral, junto a una disminución del saldo comercial, determinaron el agotamiento de las reservas del BCRA, obligando al gobierno a suspender el pago de la deuda externa. Los orga-

³⁷ No es el objetivo central del trabajo dar cuenta de las formas de transferencias de ingresos desde el Estado al sector económico, pero resulta oportuno señalar que durante todo el período del gobierno de Alfonsín continuaron las transferencias desde el gobierno al capital concentrado, ya sea a través de los diferentes regímenes de promoción industrial como a través de la licuación de deuda privada.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

nismos multilaterales retiraron su apoyo, situación que derivó en el cambio del plan económico.

3.4. El Plan Primavera, continuidad del Plan Austral

En agosto de 1988, la Argentina se encontraba en recesión, en la que se combinaban la inflación de 400% en lo que iba del año, una desocupación de 6,5% de la PEA, y la deuda externa que llegaba a 58.500 millones de dólares. La situación era insostenible, y dada la extrema debilidad política en la cual se encontraba el gobierno, Alfonsín recurre a las cámaras empresarias con el objetivo de fortalecerse. Fue así como se gesta el nuevo plan económico, denominado “Primavera”, reflejando, de esa manera, los intereses de los sectores empresarios que apoyaron el nuevo plan³⁸.

Bajo este marco, y con la promesa del gobierno de no aplicar retenciones a los productos agropecuarios, se desdobló el mercado cambiario, quedando configurado en un mercado denominado “comercial” y otro “libre”. En el mercado comercial se liquidarían 50% de las exportaciones industriales y la totalidad de las exportaciones agropecuarias, mientras que en el mercado libre se liquidarían el restante 50% de las exportaciones manufactureras, las importaciones y los intereses de la deuda externa.

Con relación a la estrategia monetaria y al pago de deuda externa, el gobierno no modificó su política, obteniendo resultados similares a los conseguidos bajo el Plan Austral. La contracción monetaria sumada a la necesidad de colocación de deuda (bonos) derivó en tasas de interés demasiado altas. De este modo, y con el correr de los meses, el control de la oferta monetaria se fue debilitando producto de la necesidad de financiar el déficit y de la

³⁸ A modo de ejemplo, puede mencionarse el acuerdo realizado por Alfonsín con los productores rurales mediante el cual el gobierno se comprometía a no aplicar retenciones a las exportaciones. Para mayor información véase Rapoport, M. (2000).

caída en la demanda de los títulos públicos. Ante esta situación, se optó por la colocación forzosa de deuda en el sistema financiero, fundamentalmente, a través de encajes remunerados.

En un contexto recesivo e hiperinflacionario en mayo de 1989 asume como nuevo ministro de Economía Jesús Rodríguez, quien introduce el régimen de control de cambios y una regla de “crawling peg”. El nuevo plan estabilizador lanzado por el gobierno no tuvo el éxito esperado y en julio de ese mismo año los precios subieron 197%, los salarios 110% y las tarifas de gas, luz y teléfonos 700%. La situación se hacía insostenible, a partir de lo cual el gobierno decide llevar a cabo elecciones anticipadas.

Los planes llevados a cabo por el gobierno radical, reconocieron dos etapas diferenciadas en sus objetivos. Así, mientras el plan llevado a cabo por Grinspun se caracterizó por la aplicación de medidas que intentaron privilegiar la producción tomando en cuenta el poder de consumo de la clase trabajadora, los planes Austral y Primavera, de corte netamente ortodoxo, pusieron su eje en la lucha contra la inflación y en la concepción monetaria de la balanza de pagos. Si bien, en la lucha contra la inflación, las autoridades introdujeron elementos novedosos (como las “expectativas”), los resultados fueron nefastos. La participación de los asalariados en el ingreso cayó a 20% (desde 43% en 1974 y 27% en 1988), la monetización de la economía cayó a valores ínfimos (3,7% del PBI en el primer trimestre de 1989 y 1,7% en el segundo), la deuda pública interna creció en forma exponencial (a una tasa de 60% mensual promedio entre febrero y junio) y los ingresos de la Tesorería General de la Nación se redujeron violentamente en términos reales (Rapoport, M., 2000, p. 926).

El contexto internacional sumado al conjunto de medidas adoptadas profundizaron, durante la etapa radical, muchas de las tendencias generales de la economía instauradas a partir de la

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

última dictadura militar: valorización financiera, desindustrialización, desequilibrio fiscal, inflación, endeudamiento externo, fuga de capitales y bajo niveles de inversión, entre las principales. Sin duda que la política financiera cumplió un rol importante en la determinación del comportamiento de estas variables. Su identificación no supone negar la importancia de otras variables (como la cuestión fiscal, la promoción industrial, el comportamiento de los precios agropecuarios, o el contexto internacional). De lo que se trata es de rescatar variables que habitualmente no han sido tenidas en cuenta como relevantes en las diferentes explicaciones sobre el período bajo análisis³⁹.

³⁹ Entendemos que para lograr una explicación acabada sobre la evolución de la economía argentina durante los últimos treinta años, resulta indispensable analizar el comportamiento de los grupos económicos del capital concentrado local e internacional. Al respecto, véase Basualdo, E. (2006); Ortiz, R. y Schorr, M. (2006); Azpiazu, Basualdo y Khavisse (2004).

4. La política financiera y su impacto en la economía (1989-2001)

4.1. Marco general

La Argentina de fines de los años 1980 se había caracterizado por la desindustrialización, la fuga de capitales, la reducción de las fuerzas productivas nacionales, las inversiones especulativas y la hiperinflación⁴⁰. Como resultado de esto, el país estuvo sumergido en una severa estanflación económica, que derivó en un rápido incremento de los indicadores de pobreza e indigencia. En este contexto, asumió la administración conducida por Carlos Menem, que desde el comienzo mostró que la estrategia económica del nuevo gobierno se basaría en establecer una alianza con el poder económico local⁴¹.

Los primeros dos ministros de economía de este gobierno fueron miembros de uno de los principales conglomerados económicos del país (Bunge & Born), y en términos de políticas económicas las principales medidas incluyeron: la devaluación de la moneda, el congelamiento de sueldos y el aumento de las tarifas de los servicios públicos (ésta última medida fue adoptada con la idea de poder incrementar la recaudación). Los objetivos perseguidos por estas

⁴⁰ Para mayor detalle sobre las características del período previo a los años 1990 véanse Basualdo 2006; Rapoport (2000), Azpiazu y Nochteff (1994), entre otros.

⁴¹ Véanse Basualdo (2006); Azpiazu y Nochteff (1994).

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

políticas fueron tres: estabilizar la economía (reducir la inflación), mejorar la situación de la balanza de pagos (a través del aumento de las exportaciones y la reducción de las importaciones producto de la devaluación de la moneda) y reducir el déficit fiscal⁴².

El plan fue relativamente exitoso: la inflación fue reducida y la situación fiscal mejorada. Sin embargo, y dada la incapacidad de llevar a cabo el pago de la deuda externa, los acreedores empezaron a presionar al gobierno para que éste llevase a cabo una reforma de tipo estructural, lo que derivó en la asunción de Erman González como ministro de Economía. El cambio supuso mayor ortodoxia en materia económica, y entre las principales medidas adoptadas podemos mencionar el aumento en las desregulaciones de los mercados, la supresión en los controles de las instituciones y una mayor reducción del gasto público.

La situación económica no mejoró considerablemente y, en mayo de 1991, González fue reemplazado por Domingo Cavallo el cual puso en marcha un programa de reforma estructural basado en la implementación de dos instrumentos legales (Azpiazu, D., y Nochteff, H., 1998). Primero, la Ley de Emergencia Económica la cual permitió al ministro de Economía eliminar subsidios, reducir exenciones impositivas y cancelar transferencias. Segundo, la Ley de Reforma del Estado que posibilitó la intervención de las empresas públicas definiendo los objetivos, límites y normas del proceso de privatización.

Con respecto a las principales medidas económicas, se destacan: la austeridad fiscal, la liberalización comercial y financiera, la desregulación de numerosos mercados, el establecimiento de la convertibilidad entre el peso y el dólar y la regulación bancaria (Santarcángelo, J., y Fal, J., 2007). En materia de política fiscal, las autoridades argentinas, fuertemente influenciadas por los agentes

⁴² Para mayor información al respecto, véase Santarcángelo, J. et al. (2007).

externos, avalaron la idea que el Estado estaba gastando el dinero de manera ineficiente lo que determinó la reducción del gasto público y, en un menor nivel, el aumento de los impuestos. Entre las medidas adoptadas para lograr la reducción del gasto se encuentran la privatización de empresas estatales.⁴³ Como resultado de dicho proceso, las empresas de petróleo, teléfonos, gas, electricidad, trenes, canales de televisión, industria del acero, puertos, entre otras, pasaron a manos privadas, en su mayor parte, entre 1990 y 1994. Por su parte, la liberalización económica y financiera fue promovida siguiendo la idea de que incentivaría las Inversiones Extranjeras Directas (IED) provocando una baja en los precios a través del aumento en la competencia. En este marco, muchos mercados fueron desregulados, siendo quizás el más emblemático el mercado de trabajo. En noviembre de 1991, la “Ley Nacional de Empleo”, apoyada por gran parte de los bloques políticos fue promovida, a partir de la cual, muchos de los beneficios conseguidos por la clase trabajadora fueron erradicados. Como resultado, los contratos basura fueron registrados en el mercado laboral argentino, los aportes de los patrones a la seguridad social fueron reducidos así como los gastos asociados a la indemnización, entre muchas otras regulaciones.

Por último, nos resta analizar el establecimiento de la convertibilidad entre el peso y el dólar y la regulación bancaria. A fin de poder esclarecer el impacto de dichas políticas sobre la acumulación, en la siguiente sección se presenta un pormenorizado análisis de sus principales características.

⁴³ A principios de los años 1990 comenzó un ambicioso plan de privatizaciones de empresas del Estado. Las privatizaciones le dieron a los compradores la oportunidad de adquirir activos que aseguraron beneficios extraordinarios (el monto total de los recursos pagados por los compradores fue cercano a 24.000 millones de dólares) a través de procedimientos ilícitos y a precios menores de su valor real.

4.2. Principales medidas aplicadas en materia financiera durante el período 1989-2001

En materia de política financiera, una de las medidas más importante adoptada por el nuevo gobierno fue la convertibilidad⁴⁴ de la moneda local por el dólar, que al igual que la reforma de la carta orgánica del Banco Central en 1992, fue establecida por ley sancionada por el Congreso de la Nación⁴⁵. Estos instrumentos legales fijaron la paridad cambiaria, obligando al Banco Central a mantener reservas en proporción no inferior a 80% de la base monetaria (el resto podía constituirse con títulos públicos)⁴⁶, eliminaron la posibilidad de aplicar redescuentos⁴⁷ y prohibieron la indexación de precios, entre las medidas más importantes.

Paralelamente a la sanción de la ley de convertibilidad, el nuevo gobierno desarrolló una de las reformas financieras más importantes del último medio siglo. Dicha reforma confió desde sus comienzos en las bondades del libre juego de los mercados de capitales. Fue así como el BCRA no estableció normas para controlar el endeudamiento externo de los bancos. El argumento de la

⁴⁴ Programas similares al plan de convertibilidad del año 1991 habían sido ya aplicados en el país bajo el nombre de caja de conversión entre los años 1899-1913 y 1927-1929. Al respecto Rapoport, M. (2000) señala: “En aquellas épocas el sistema monetario estaba caracterizado por la vigencia del patrón oro y el patrón cambio oro, respectivamente, de modo que los principios de la convertibilidad eran aceptados por una gran cantidad de países. En cambio, cuando se introdujo el nuevo plan no existía un sistema semejante a nivel mundial y la aplicación de mecanismos rígidos de conversión sólo se hallaban vigente en un reducido grupo de Estados, de poca importancia en el contexto internacional” (p. 974).

⁴⁵ Ley 23.928

⁴⁶ Los títulos del gobierno en cartera del BCRA podían elevarse a 30% de la base monetaria en situaciones de excepción. Esta cláusula no fue utilizada excepto en 1995 con la Crisis del Tequila.

⁴⁷ Heymann, D., (2000).

autoridad monetaria sostenía que la medida impulsaría el acceso al mercado de capitales internacionales, aumentaría la repatriación de activos financieros de residentes argentinos e incentivaría la llegada de bancos extranjeros.

La ley, acompañada de medidas de apertura al mercado y otras políticas económicas ortodoxas, tuvo un efecto aparentemente beneficioso sobre el curso de la economía argentina: el país recuperó la estabilidad y credibilidad ante los capitales internacionales y la inflación fue rápidamente controlada que, por un lapso de aproximadamente diez años, dejó de ocupar el lugar de problema recurrente en la economía.

Tres años más tarde, de la mano de la llamada Crisis del Tequila, se pone en duda la solvencia del sistema financiero, en tanto que la falta de regulación, al permitir la libre entrada y salida de capitales, derivó en la quiebra de algunos bancos con el consecuente impacto negativo en la volatilidad del mercado. Como consecuencia de esta crisis, la autoridad monetaria abandona la actitud pasiva que había tenido hasta ese entonces y dispone regulaciones de tipo prudencial así como mecanismos de supervisión bancaria de acuerdo a las normas de Basilea. En ese sentido, se aplicaron tres medidas. Primero, se aumentaron los requisitos de capitales mínimos colocándolos por encima de la regulación consensuada internacionalmente (Basilea). El argumento para implementar esta medida sostenía que la mayor volatilidad macroeconómica de los países emergentes y las consiguientes pérdidas bancarias exigían imponer requisitos de capitales mayores que los impulsados por Basilea, ya que de esa manera se le daría mayor confianza al sistema. Segundo, se aumentaron las tasas de exigencia aplicadas a los pasivos, pasando a ser de 20% para los depósitos en cuenta corriente, caja de ahorro y plazo fijo siempre que el plazo de vencimiento fuese inferior a los 90 días. Esta tasa disminuye a medida que aumenta el plazo de vencimiento de la

obligación llegando a ser de 0% para los pasivos superiores a un año. Las exigencias pueden constituirse en moneda local o extranjera y su remuneración es determinada por el mercado según el tipo de activo elegido por la entidad bancaria. Por último, se aplicaron normas que obligaron a los bancos a someterse a la evaluación de las calificadoras de riesgo autorizadas.

La Crisis del Tequila, ocurrida en diciembre de 1994, también impactó sobre el nivel de monetización de la economía, lo que derivó en un replanteo general por parte del gobierno sobre el rol de la bimonetización. Fue así como, bajo la premisa de que el país se encontraba desmonetizado y con un bajo nivel de ahorro, Domingo Cavallo y su equipo impulsaron la dolarización del sistema financiero. De esta manera el sector bancario quedó autorizado a recibir depósitos en dólares. Según el gobierno, esta medida tendría dos impactos positivos. Por un lado, la dolarización permitiría a los ahorristas protegerse de una devaluación sin sacar los fondos del sistema financiero y, por el otro, permitiría repatriar fondos de residentes argentinos.

Sin embargo, y dada la necesidad de divisas para impulsar la emisión de dinero, el equipo económico incentivó la extranjerización del sistema financiero facilitando las normas y controles para la conformación de conglomerados financieros (esta fue una de las razones de la llegada de “fondos de pensiones” y compañías de seguro) alrededor de bancos internacionales y servicios públicos⁴⁸. Desde el gobierno se sostuvo que la llegada de bancos internacionales dotaría de mayor estabilidad al sistema financiero y, ante una

⁴⁸ Al respecto L. Bleger (2004) señala: “La Argentina aplicó regulaciones sumamente permisivas para el ingreso de nuevos bancos extranjeros, tanto para la instalación de una nueva entidad como la compra de entidades de entidades financieras locales. Se llegó al extremo de financiar con fondos públicos (mediante el fondo fiduciario de capitalización bancaria) la adquisición de un banco local por parte de un gran banco internacional” (p. 462).

eventual crisis, las casas matrices actuarían como prestamistas de última instancia, dado los altos costos globales de reputación que supondría un incumplimiento de las obligaciones de las filiales locales (Bleger, 2004).

Finalmente, y con el objetivo de cerrar la reforma de la banca pública, Cavallo presionó para lograr la privatización de los bancos públicos provinciales con el argumento de eliminar la fuente de financiamiento de los estados provinciales, que usualmente se transformaban en quebrantos como consecuencia del no pago de los préstamos⁴⁹.

4.3. Efectos de la política financiera argentina (1991-2001)

La política atinente a la reformulación del mercado financiero aplicada durante la década de 1990 tuvo enorme impacto en la economía. En este sentido, consideramos que la convertibilidad, la regulación bancaria, la extranjerización del sistema financiero, y la bimonetización, fueron las políticas que mayor influencia ejercieron sobre la estructura económica.

La convertibilidad de la moneda nacional determinó que, en un mercado con apertura total de la cuenta corriente y sobrevaluación cambiaria, el conjunto de precios relativos se viera modificado en comparación con el existente durante la década de 1980. Este nuevo conjunto de precios abarató los productos importados por un lado, y sesgó la inversión real hacia los sectores no comerciables por el otro, incentivando tanto a capitales nacionales como extranjeros.

En relación a la extranjerización del sistema financiero, fueron varias las razones que explicaron la llegada de capitales extranjeros

⁴⁹ En este sentido, es importante remarcar que los organismos internacionales ejercieron una gran presión para lograr que los bancos provinciales se privatizaran.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

(IED)⁵⁰ y su bajo impacto en el comercio exterior, interesándonos en este apartado sólo aquellas relacionadas con la reforma financiera. Entre estas motivaciones, se encuentra el régimen de convertibilidad, el cual garantizó elevadas tasas de ganancias en dólares, en comparación con el resto de los países, debido a la sobrevaluación cambiaria, incentivando la llegada de IED por un lado, y un nulo impacto en las exportaciones por el otro, como consecuencia de que nuevo conjunto de precios relativos favoreció a los bienes no transables. En este sentido, gran parte de la IED llegada al país fue invertida en negocios asociados a la producción de bienes no transables en el mercado internacional, como fueron las empresas públicas privatizadas.

Lo dicho hasta aquí, determinó que el saldo de la cuenta corriente, luego de aplicada la ley de convertibilidad, adoptase valores negativos. Notemos cómo el saldo pasa de 4.359 millones de dólares en favor del país en 1991 a 1.396 millones de dólares negativos en 1992, manteniendo igual comportamiento hasta 1994.

Cuadro 15: Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares)

Año	Exportaciones	Importaciones	Saldo
1990	12.354	3.755,6	8.598,4
1991	11.978	7.618,9	4.359,1
1992	12.399	13.795	-1.396,0
1993	13.269	15.633	-2.364,0
1994	16.023	20.162	-4.138,9

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

⁵⁰ Entre las razones, podemos mencionar la abundancia de capitales internacionales y el fomento que las autoridades argentinas realizaron del mismo, a partir del impulso de nuevos nichos de negocios, como fueron las empresas privatizadas, entre otras actividades.

Otra prueba de lo expresado anteriormente, se encuentra en los datos sobre crecimiento para el período 1990-1994. Entre los sectores que mayor tasa de crecimiento tuvieron en dicho período (superior a 10%), se encuentran: intermediación financiera (20,34%); silvicultura (17,45%), servicios agrícolas y extracción de maderas, pecuarios a excepción de los veterinarios (15,31%), minas y canteras (13,75%), transporte, almacenamiento y comunicaciones (10,28%) y suministro de electricidad, gas y agua (10,83%) (Santarcángelo, J. y Fal, J. 2007, p. 9). Notemos cómo, con la excepción de minas y canteras y silvicultura, el resto fueron sectores no comerciables en el mercado internacional.

Sin embargo, el régimen de convertibilidad no agotó sus implicancias en la cuenta corriente. El no poder emitir dinero sin respaldo de divisas determinaba, que de no mediar entrada de capitales, todo saldo negativo en cuenta corriente fuese financiado con liquidación de reservas. Esta situación pudo ser sorteada los primeros años de la convertibilidad, debido a la entrada de capitales extranjeros en concepto de IED. Sin embargo, la situación se vio revertida producto de la fuga de capitales como consecuencia de la Crisis del Tequila que, en un marco de saldo negativo de cuenta corriente (durante 1994 el saldo fue de -4.138 millones de dólares), determinó una caída en el nivel de reservas de 11%, induciendo a la contracción de dinero (en 1994 las reservas del BCRA habían alcanzado 18.813 millones de dólares, pasando a 16.752 millones de dólares en 1995). Fue así como la base monetaria se redujo 18,75% (de 16.007 millones de dólares a 13.005 millones de dólares). De no haber aumentado el Estado su endeudamiento con el sector financiero en 10%, para cubrir parte de la caída de las reservas, la contracción hubiese sido muy superior.

El esquema de la convertibilidad, entonces, no sólo afectó al comercio exterior y por intermedio de él, a las actividades vinculadas,

sino también, a las cuentas públicas, en tanto que en un contexto de crisis, la caída de reservas se financió con endeudamiento público. Si el sector privado no aportaba divisas, sea por los resultados del sector externo como por la propia fuga de capitales, el Estado era quién debía hacerlo. De lo contrario, se reduciría la cantidad de moneda local en el mercado. Esta fue la situación a la que se enfrentó la Argentina a partir de 1991, situación que se acentuó con las crisis financieras de México, Brasil, Asia y Rusia hacia mediados y fines de la década de 1990.⁵¹ De esta manera se explica, en parte, el aumento de la deuda externa, que entre 1991 y 1995, pasó de 62.000 a 85.704 millones de dólares respectivamente.

En este sentido, el análisis de la composición del saldo de la Balanza de Pagos permite constatar que, efectivamente, el Estado fue el único sector con un saldo significativo y positivo mientras que, por el contrario, el del sector privado fue claramente negativo. Sin embargo, el saldo positivo estatal no sólo cubre el déficit privado sino que es el origen exclusivo de la constitución de la reserva de divisas que sostuvo la convertibilidad. Por otra parte, la composición de los movimientos de las cuentas estatales indica que ese saldo positivo es el resultado de un endeudamiento 58% más elevado que el pago de los intereses devengados (56.465 vs. 35.820 millones de dólares). Esto significa que este no fue un proceso en que el endeudamiento externo estatal dependía del pago de los intereses adeudados —porque en ese caso ambos tendrían que tener una magnitud equivalente— sino que, además, estaba en función del déficit externo del sector privado y de la constitución de reservas que sostenían el régimen convertible (Basualdo, E. 2006, pp. 326-327). En el Cuadro 16, puede observarse la balanza de pagos del sector privado y público según sus principales cuentas y movimientos.

⁵¹ La crisis mexicana (del Tequila) comienza con la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994. El resto de las crisis se dieron a lo largo del año 1999.

Cuadro 16: Balanza de pagos del sector público y privado (1992-2001)

	Sector público y BCRA	Sector financiero y no financiero	Total
Cuenta Corriente	-36.882	-51.733	-88.615
Saldo balanza comercial	0	41	41
Saldo servicios reales y otras transf.	-1.062	-31.904	-32.966
Saldo rentas de la Inversión	-35.820	-19.870	-55.690
Cuenta Capital y Financiera	69.979	25.663	95.642
Endeudamiento externo	56.465	42.771	99.236
Inversión extranjera directa	10.581	65.859	76.440
Inversión de cartera	3.508	-12.462	-8.954
Fuga de capitales	0	-72.819	-72.819
Otros flujos	-575	2.314	1.739
Saldo de Balanza de pagos	33.097	-26.070	7.027

Fuente: Basualdo, E. (2006).

Por otro lado, el aumento del endeudamiento externo y la deficitaria cuenta corriente, determinaron una suba en las tasas de interés (por aumento de la prima de riesgo), impactando negativamente en los sectores productivos debido al encarecimiento del costo del dinero⁵². En este marco, los aumentos de la deuda externa y la caída

⁵² Con relación a la determinación de la tasa de interés local, Damill, Frenkel y Juvenal (2004) señalan: “Como el mercado financiero está abierto en ambas direcciones hay arbitraje entre activos locales y externos, tal cual se mencionó. Las tasas de interés en moneda local puede expresarse como la suma de la tasa internacional en dólares que confronta el país más la tasa de devaluación pautada por la regla cambiaria (cero en los casos de tipo de cambio fijo), más un residuo que responde por el riesgo cambiario y el riesgo financiero local. A su vez, la tasa internacional que confronta el país puede descomponerse en dos términos: La tasa de interés que paga el gobierno de Estados Unidos —ésta es la base de la

de las reservas, no hicieron otra cosa que alimentar la suba de la prima de riesgo cambiario y la prima de riesgo país, variables que resultaron ser centrales en la evolución de la tasa de interés. Esta situación permitió que las tasas locales superasen a las internacionales, retroalimentando el propio proceso de endeudamiento.

Fue así como, a partir de la negociación del Plan Brady, se inicia un proceso en el que el crecimiento de la deuda externa privada fue impulsado por las posibilidades de obtener una significativa renta financiera debido a que la tasa de interés interna superó a la vigente en términos internacionales, lo cual dio lugar a un diferencial positivo, pero variable entre el rendimiento obtenido en el mercado interno y el costo de endeudarse en el exterior. La deuda estatal, impulsada por la eliminación de sus fuentes genuinas de ingreso, cumplió la función de proveer las divisas necesarias para que la fracción dominante local pudiera culminar el ciclo de la valorización financiera con la fuga de capitales al exterior (Basualdo, E., 2006, pp. 331 y 332).

A diferencia de la visión ortodoxa, la cual postula que la crisis económica argentina no tuvo sus raíces en cuestiones financieras y sí en aspectos fiscales, entendemos que la liberalización del mercado financiero y el régimen de convertibilidad impusieron una nueva lógica de funcionamiento a la economía, en tanto determinaron un nuevo esquema de precios relativos, cambios en las cuentas públicas, nuevas y más elevadas tasas de interés y un apoyo a la fuga

del mercado financiero internacional— más un residuo que compensa el riesgo de la deuda local emitida en dólares. Salvo para algunos instrumentos de deuda excepcionales, el piso de esta compensación es la prima que pagan los bonos de deuda en dólares del gobierno nacional, la llamada prima de riesgo país. La suma de la prima de riesgo cambiario más la prima de riesgo país —el precio agregado del riesgo de devaluación y de *default*— es la principal variable de cuyo aumento resulta la tendencia creciente de la tasa de interés local”.

de capitales. Estas son las razones que explican el deterioro de los diferentes sectores productivos durante la década de 1990.

Sin embargo, el tipo de cambio fijo y la liberalización del mercado de capitales, no fueron las únicas razones financieras que afectaron la acumulación de capital en la argentina. Los cambios en la regulación bancaria, mencionados en el apartado anterior, determinaron un cambio en la estructura financiera del país con consecuencias sobre el desarrollo económico. Esto derivó en la concentración de la estructura bancaria, con la consecuente caída de la participación en el sistema financiero de la banca pública (nacional, provincial y municipal), privada (en su gran mayoría regionales) y cooperativa. El correlato inmediato de esta situación, fue la menor cantidad de préstamos destinados a las provincias, impactando intensivamente en el desarrollo regional, fundamentalmente sobre las Pymes, cuyo acceso al crédito se vio restringido no sólo por las altas tasas y desaparición de fuentes de financiamiento en el lugar de origen, sino también, por el cambio de normas, a partir de las cuales, se endurecieron los requisitos formales de acceso a préstamos.

Lo que se observó con el cambio de regulación bancaria a partir de la Crisis del Tequila, fue un proceso de quiebra por un lado y fusión por el otro. Ambas cuestiones explican el proceso de concentración del capital financiero, que comienza con la quiebra de algunos bancos con la crisis mexicana y continúa con el cambio de normas del BCRA en lo atinente a la cantidad de capitales mínimos necesarios para poder funcionar como entidad financiera. El pequeño tamaño de algunos bancos junto al elevado requisito de capital mínimo, determinaron la inviabilidad de muchas entidades, obligándolas a cerrar sus puertas o fusionarse con bancos de mayor tamaño. Esto determinó una caída en la cantidad de entidades financieras a nivel provincial (las entidades más pequeñas se encontraban en las diferentes provincias).

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

Como puede observarse en el Cuadro 17, la cantidad de entidades financiera se redujo 41% entre diciembre de 1994 y julio de 1999, siendo los más afectados los bancos públicos que vieron reducidas 57% su cantidad, mientras que los de capital privado lo hicieron 37%. Hacia dentro del universo de bancos públicos, la peor partida la llevaron los de origen provincial o municipal, mientras que para aquellos bancos de carácter privado el peor resultado lo tuvieron los bancos cooperativos, cuya participación en el sector financiero cayó 92%. Los grandes ganadores de todo este proceso fueron los bancos extranjeros, que vieron aumentada su participación en el sistema financiero en 26%.

Cuadro 17: Cambio en la estructura del mercado financiero

	Dic. 1994	Julio 1999
Cantidad de entidades financieras	205	121
Bancos	168	99
Bancos Públicos	33	14
Nacionales	4	2
Provinciales y Municipales	29	12
Bancos Privados	135	85
De capital nacional	66	43
Cooperativos	38	3
Extranjeros	31	39
Entidades no bancarias	37	22
Dotación de personal	122,76	105,243
Entidades por sucursal	4,309	5,037
Personal por casa bancaria	28,5	20,9

Fuente: Informe IEFE N° 100, edición especial (2000), p.14.

Sin embargo, en el proceso de concentración de entidades financieras no hay que dejar de remarcar la importancia que tuvo la desaparición del BCRA como prestamista de última instancia (consistente con la convertibilidad). Con la crisis mexicana, muchas entidades de bajo recursos, como las cooperativas y los bancos provinciales, podrían no haber cerrado sus puertas de haber contado con la asistencia del BCRA.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

Los principales cambios en el mundo financiero, ocasionados por las diferentes medidas aplicadas por Cavallo y su equipo, pueden ser observados a partir del Cuadro 18. El sector financiero pasó a estar caracterizado por la concentración bancaria, la bimonetización y la extranjerización del crédito (ambas permitidas e incentivadas desde el gobierno) y el aumento de las tasas de interés (activas y pasivas) como los rasgos más significativos ocurridos a partir de 1995.

Cuadro 18: Principales características del sistema financiero

	1990-1995	1995-1999
Características del mercado	Muchas entidades pequeñas Gran participación de bancos de capital nacional Pocas sucursales bancarias, con gran dotación de personal. Mercado atomizado con grandes casas matrices y pocas sucursales.	Pocas entidades de gran tamaño Predominio de bancos extranjeros Muchas sucursales por entidad bancaria con dotación de personal más reducida Mercado concentrado
Características de las entidades del sistema	Indicadores de eficiencia bajos, exceptuando el caso de los bancos líderes	Indicadores de eficiencia altos, que señalan una mejor performance.
Comportamiento de los depósitos frente a shocks externos	Abrupta caída durante el Tequila	Amesetamiento y leve descenso de los depósitos en pesos. Incremento de los depósitos en US\$.
Evolución de los préstamos	Tendencia ascendente. Destinado a grandes medianas y pequeñas empresas	Tendencia ascendente y estancamiento a partir de los dos últimos años. Destinado a grandes empresas
Composición de los préstamos	Principalmente en moneda local	Extranjerización del crédito
Composición de los depósitos	Incremento leve de los depósitos en US\$	Dolarización importante ante escenarios de incertidumbre
Tasa de interés activas	Abrupta caída con la implementación del régimen de tipo de cambio fijo. Tendencia leve al descenso.	Tendencia al alza y amesetamiento en diferentes niveles.
Tasa de interés pasiva	Abrupto descenso al comienzo. Amesetamiento posterior	Presenta pequeñas variaciones. Estable en niveles bajos.
Bancarización	Sin importantes cambios respecto a años anteriores.	Demanda adicional de los servicios bancarios en forma obligatoria.
Intervenciones y regulaciones del Banco Central	Débiles	Importante función reguladora. Exigencias basadas en las Normas de Basilea. Creación del Fondo Fiduciario.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e Informe IEFE (2000).

4.4. La llegada de la crisis

Transformadas las condiciones estructurales de la economía (por las cuestiones señaladas anteriormente), el país se enfrentaba a fines del milenio a una de las crisis más importantes del siglo XX. La Alianza por el Trabajo, la Justicia y la Educación, una coalición formada por la Unión Cívica Radical y el Frepaso llegó al poder bajo el liderazgo de Fernando De la Rúa. Poco después de asumir el gobierno en 1999, la estrategia económica fue clara y consistió en seguir los consejos del FMI y de los acreedores externos, a partir de lo cual, se aplicaron medidas ortodoxas que consistieron en mantener el tipo de cambio fijo y en una mayor flexibilización de los mercados así como en el recorte en los gastos del Estado, incluyendo, entre otras medidas, la reducción de los salarios de todos los trabajadores estatales en 13% (luego imitado por el sector privado) (Santarcángelo, J. y Fal, J., 2007, p. 14).

Los siguientes meses estuvieron caracterizados por la fuga de depósitos que ya había tenido lugar durante ese año (había sido retirado 25% del dinero en manos de los bancos). Para manejar esta situación, el 1° de diciembre, el ministro de Economía Domingo Cavallo introduce restricciones al retiro de efectivo y al depósito de los bancos, lo que actualmente es conocido como el “corralito”. Originalmente, las medidas tendrían lugar por un período de 90 días, hasta que el cambio de la deuda pública Argentina pudiese ser completado, pero el malestar popular y la crisis financiera determinaron que el 19 y 20 de diciembre se produjeran varios incidentes con militantes del movimiento de desocupados y manifestantes, así como saqueos en distintas provincias, a partir de lo cual, el gobierno decidió declarar el estado de sitio y reprimir las protestas, arrojando como resultado trágico la muerte de 35 personas (Santarcángelo, J. y Fal, J., 2007, p. 14).



5. Posconvertibilidad

5.1. La transición del nuevo milenio

En medio de la profunda crisis económica, social e institucional que vive el país a fines del milenio pasado, el presidente De la Rúa renuncia la noche del 21 de diciembre de 2001. La inestabilidad política era total y el país tuvo cinco presidentes provisorios en once días.⁵³ El último fue Eduardo Duhalde, el cual permaneció al frente del Poder Ejecutivo durante quince meses. En su corta permanencia como presidente las políticas aplicadas combinaron el abandono de una tasa de cambio fija junto al *default* de gran parte de la deuda pública. Además, el gobierno dictó la pesificación de los depósitos bancarios, determinando que todas las cuentas denominadas en dólares serían convertidas en pesos a la tasa oficial, haciéndose cargo el Estado de la diferencia entre lo que debía el deudor privado y lo que finalmente terminaría cancelando. Esta situación significó una enorme transferencia de recursos desde la población a los bancos y desde el Estado al sector empresario (Santarcángelo J. y Fal, J., 2007, p. 18).⁵⁴

⁵³ En la noche del 21 de diciembre Fernando De la Rúa renunció y fue sucedido por el senador Ramón Puerta, presidente del Senado, el cual renunció el 23 de diciembre de 2001. Puerta fue reemplazado por el también senador Rodríguez Saa el cual a su vez también renunció el 30 de diciembre y fue sucedido por el diputado Eduardo Camaño, quién estuvo solamente dos días en la Presidencia. Finalmente, el 1° de enero de 2002 Eduardo Duhalde es designado presidente por la Asamblea Legislativa, y sucedido por Néstor Kirchner el 25 de mayo de 2003 después de haber resultado electo en los comicios de un mes antes.

⁵⁴ Proceso denominado “pesificación asimétrica”.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

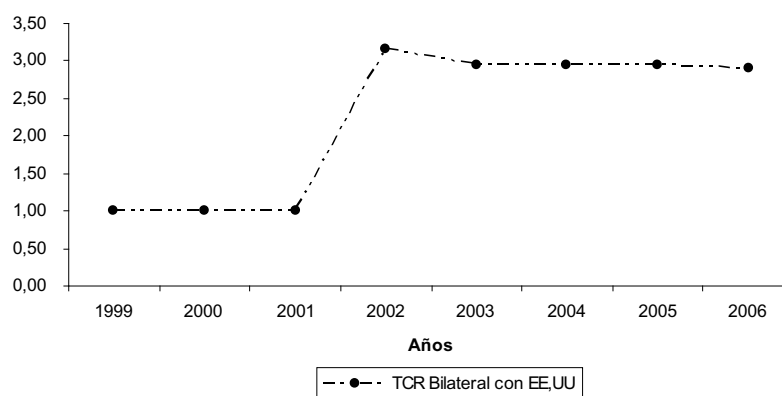
Durante los primeros meses, luego de la devaluación del peso ocurrida en enero de 2002, el gobierno apuntó a estabilizar el valor de la moneda y al sistema financiero, estableciendo un tipo de cambio dual y manteniendo a la vez controles de cambio y restricciones a la salida de fondos del sistema bancario (se trató de evitar que los depositantes sortearan el “corralito” a través de amparos dictados por el Poder Judicial). El equipo económico de Eduardo Duhalde, encabezado por Jorge Remes Lenicov, intentó en un comienzo mantener el nuevo tipo de cambio hasta que los precios domésticos absorbieran el impacto de la devaluación; sin embargo, y en parte producto de las presiones ejercidas por el FMI, el tipo de cambio fue liberado ocasionando una escalada en el precio del dólar. Debido a esta situación, y con el temor de la inflación detrás, el gobierno desarrolló dos políticas para garantizar un relativo nivel de liquidez de manera que los activos financieros no corrieran en búsqueda de la moneda estadounidense. La primera fue llevar a cabo una política monetaria relativamente contractiva, mientras que la segunda consistió en presionar a las autoridades legislativas y judiciales para que no desactivaran el “corralito”. Las autoridades entendían que, en un contexto inflacionario y recesivo, el exceso de dinero se volcaría a la compra de dólares lo que presionaría a una suba de su precio.

El temor a que la presión sobre el valor del dólar redundara en aumentos de precios generalizados llevó a las autoridades del BCRA a proponer un activo financiero alternativo, de manera que los tenedores de dinero se vieran desincentivados a tomar la divisa extranjera como reserva de valor. Fue así como se crearon las Letras del Banco Central (Lebac y Nobac). Asimismo, éstas funcionaron como herramientas que permitieron retirar dinero del mercado o aumentarlo en un marco de presión inflacionaria.⁵⁵ Estas medidas

⁵⁵ El BCRA por la venta de letras (Lebac) recibe dinero en moneda nacional, contrayendo de esa manera la oferta monetaria.

redundaron en la estabilidad del mercado cambiario, situación que puede ser apreciada en el Gráfico 3. Así, mientras en la década de 1990 el tipo de cambio real (TCR) se mantuvo constante, a partir de la devaluación y dada la decisión del público de correr hacia el dólar el valor relativo de éste llegó a 3,5 pesos.

Gráfico 3: Evolución del tipo de cambio real bilateral promedio con EE.UU



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La depreciación inicial del valor del peso significó una variación del tipo de cambio nominal de 205% durante los primeros seis meses de 2002. Igual tendencia sufrió el TCR, que pese al aumento de precios alcanzó a variar 180% durante el mismo período, alcanzando cierto nivel de estabilidad a partir de septiembre de 2002.⁵⁶

Con la asunción de Roberto Lavagna como ministro de Economía en junio de 2002 las medidas tendientes a garantizar un tipo de cambio estable se intensificaron. El nuevo ministro fortaleció el control de cambio de las transacciones externas⁵⁷ e intervino en

⁵⁶ Para mayor información al respecto véase Frenkel, R. y Rapetti, M. (2007).

⁵⁷ El control de cambio a las transacciones externas ya había sido aplicado en el mes de octubre de 2001.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

forma sistemática en el mercado cambiario. Además de fortalecer las medidas antes comentadas, que habían comenzado a aplicarse antes de la llegada de Lavagna al gabinete de Duhalde, el ministro estableció que las exportaciones superiores a un millón de dólares debían ser liquidadas en el BCRA. Con esta medida, el Banco pudo aumentar en forma considerable sus reservas y fortalecer las posibilidades de intervención en el mercado.

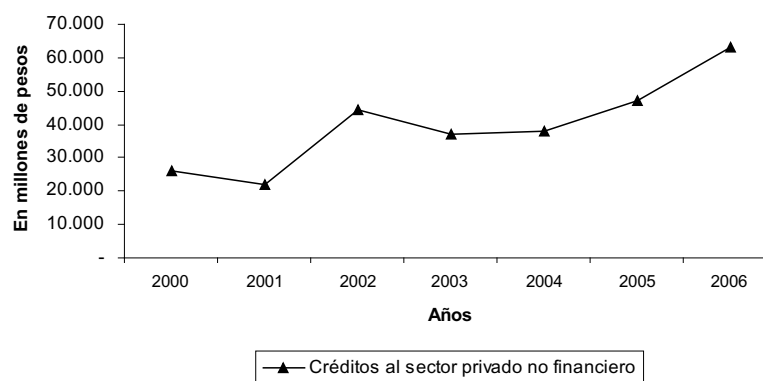
Paralelamente a estos instrumentos financieros mencionados el gobierno utilizó la vía legal para disminuir la presión sobre la divisa. En marzo de 2002 el Congreso Nacional sancionó la Ley 25.587 (“ley tapón”) para evitar que los depositantes retirasen el dinero de sus cuentas bancarias (atrapados por el corralito) y los dirigieran a la compra de dólares. La medida establecía que los depositantes sólo podrían retirar el dinero una vez que el proceso judicial hubiese concluido. Dado que la ley no tuvo éxito (se siguió retirando dinero) en agosto el Poder Ejecutivo emitió un decreto que prohibía por ciento veinte días la devolución de depósitos aun mediando amparos judiciales.

Finalmente, fue la propia estabilidad del mercado financiero y los excelentes rendimientos de los activos locales los que contribuyeron a frenar el aumento del dólar. Las Lebac a quince días ya habían alcanzado valores inusuales para la plaza local, llegando a obtener rendimientos de 115% en catorce días mientras que con los depósitos a plazo fijo de sesenta días solamente se obtenían valores cercanos a 40% (en julio de 2002 habían llegado a 39,48%). Con estos rendimientos el público se vio desincentivado a comprar dólares, lo que ayudó a ganar y mantener cierta estabilidad en el precio de la moneda local con relación a la divisa norteamericana.

Paralelamente al proceso financiero comentado, en el segundo semestre de 2002 la actividad económica comenzó a recuperarse lentamente. Sin embargo, dicha evolución no se vio financiada por el sector bancario debido al enorme cortocircuito que se

había generado entre los ciudadanos y el sistema bancario. Como resultado de esto la inversión fue financiada fundamentalmente por recursos individuales; y como puede observarse en el Gráfico 4 recién a partir del segundo semestre de 2003 los créditos al sector privado no financiero comenzaron a mostrar una leve mejoría.

Gráfico 4: Crédito al sector privado no financiero

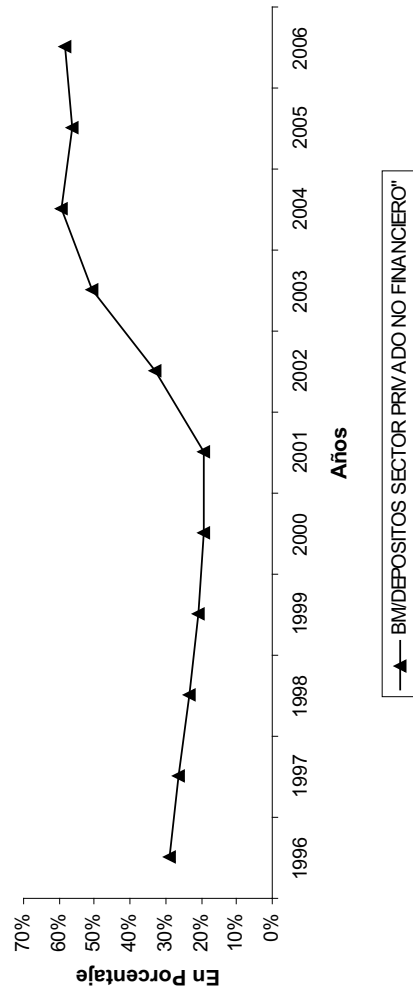


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La relación entre base monetaria y depósitos realizados por el sector privado no financiero (ver Gráfico 5) refuerza lo dicho anteriormente, ya que no sólo disminuyeron los créditos otorgados al sector privado no financiero sino que la base monetaria creció más que los depósitos, mostrando las preferencias del público en favor de aumentar las tenencias de dinero líquido. A principios de 2003 la volatilidad del tipo de cambio tendió a desaparecer, consolidando las bases para una mayor estabilidad de la economía.⁵⁸

⁵⁸ Para mayor información sobre el papel del sistema financiero en el proceso de crecimiento posterior a la crisis de 2001, véase Frenkel, R. y Rapetti, M. (2007).

Gráfico 5: Base monetaria con relación al total de créditos otorgados al sector privado no financiero



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

5.2 El gobierno de Néstor Kirchner (2003-2006)

El 25 de mayo de 2003 Néstor Kirchner asume como Presidente y el nuevo gobierno confirmó la continuidad de Lavagna al frente del Ministerio de Economía. El país se encontraba en un sendero de lenta recuperación guiado por el aumento de las exportaciones (competitivas en dólares debido a la devaluación). Las primeras medidas económicas estuvieron enfocadas a garantizar la continuidad de las políticas implementadas bajo la anterior administración, resolver los problemas de deuda externa y tratar de acumular reservas para realizar proyecciones de largo plazo (Santarcángelo, J. y Fal, J., 2007, p. 20).

En este marco, el primer objetivo llevado a cabo fue la reestructuración de la deuda externa. La cantidad de deuda reestructurada alcanzó el mayor monto defaultado en la historia (aproximadamente 93.000 millones de dólares), y el gobierno luego de una dura negociación obtuvo un acuerdo por el cual 76% de los títulos en *default* fueron cambiados por otros, con mayores plazos y a un valor nominal inferior (entre 25% y 35% del original) expresados en su gran mayoría en moneda local y ajustados por crecimiento del PBI y del IPC.⁵⁹ Una vez que el problema de la deuda estuvo bajo control, el gobierno decidió mantener las políticas económicas basadas en una alta tasa de cambio, aplicando un plan económico basado en tres principios fundamentales.⁶⁰ Primero, el establecimiento de una tasa de cambio competitiva que ayude al desarrollo de grupos económicos ligados a los mercados externos, que genere empleo y permita aumentar las reservas. El segundo principio fue

⁵⁹ Junto con esta reestructuración de la deuda, el gobierno realizó una activa política social para lo cual incrementó los fondos destinados a tales fines, otorgó créditos accesibles al sector empresario para ayudar a la reactivación económica e implementó un agresivo plan de recaudación impositiva.

⁶⁰ MECON, 2006, "Lineamientos Productivos", p. 13.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

la prudencia fiscal intentando proteger el proceso de la peligrosa reactivación de los desequilibrios internos y externos. Finalmente, el tercer principio que guió la política económica fue la mejora de la equidad distributiva claramente deteriorada durante la crisis.⁶¹

El mantenimiento de la paridad cambiaria en un rango de entre 2,9 y 3,2 pesos por cada dólar se logró a partir de una política monetaria basada en metas cuantitativas de creación monetaria. La misma comenzó con Prat Gay como presidente del BCRA a partir de 2003 luego del acuerdo logrado con el FMI. El programa de metas cuantitativas consistió en establecer determinadas metas monetarias, las que el BCRA se comprometió a cumplir a partir de mantener los agregados monetarios dentro de determinados márgenes.⁶²

Independientemente del acuerdo alcanzado con el FMI y el programa de metas cuantitativas, el gobierno estableció como objetivo central mantener el tipo de cambio real en niveles competitivos, en tanto lo consideró herramienta central del fomento de las exportaciones y, por ende, del nivel de actividad. El punto central de la política financiera impulsada por el gobierno hizo eje en el establecimiento de un tipo de cambio compatible con el sector exportador, para lo cual subordinó su política monetaria a la obtención de dicho objetivo. Una vez establecido el nivel del tipo de cambio en 3 pesos por un dólar, el BCRA desarrolló medidas tendientes a que dicho nivel permaneciera relativamente constante en el tiempo. Es así como intervino en el mercado financiero comprando y

⁶¹ Con respecto a la mejora en la equidad, se pueden señalar dos políticas aplicadas por el gobierno. Primero, un aumento de aproximadamente 12% en el nivel de los salarios de los jubilados; y, segundo, el aumento del salario de los empleados públicos que fue tomado como “benchmark” de discusión para los salarios del sector privado.

⁶² La idea detrás de este nuevo esquema es que existe una relación entre la cantidad de dinero y la inflación.

vendiendo dólares a fin de poder mantener el tipo de cambio. La principal herramienta utilizada para compatibilizar la política de metas cuantitativas con el establecimiento del tipo de cambio fue nuevamente la emisión de letras Lebac y Nobac permitiendo ello al BCRA regular la cantidad de dinero en el mercado.⁶³

Mejorada la situación fiscal del gobierno, las operaciones entre el BCRA y el tesoro fueron uno de los mecanismos utilizados para absorber dinero del mercado. Las compras de reservas internacionales con recursos fiscales significaron una reducción de 283 millones de pesos en el año 2005. El Banco Nación también ayudó a absorber dinero de la plaza a través de la compra de divisas⁶⁴.

En un marco de entrada de capitales, el gobierno comenzó a tener dificultades para garantizar de manera simultánea las metas monetarias y el tipo de cambio real competitivo, razón por la cual impuso restricciones a la cuenta de capitales del balance de pagos con el fin de disminuir la volatilidad del mercado cambiario. Fue así como se estableció un encaje no remunerativo de 30% por un período de tiempo de un año (365 días) a todos aquellos capitales que ingresaran al país. De esta manera el gobierno evitó exitosamente la entrada y salida especulativa de capitales, situación que de no cumplirse hubiese obligado a intervenir al BCRA en la compra y venta de divisas con el consecuente impacto en la cantidad de moneda local.⁶⁵

⁶³ La cancelación anticipada de redescuentos fue otra de las medidas utilizadas por el BCRA para retirar dinero del mercado.

⁶⁴ Para mayor información al respecto véase Frenkel y Rapetti 2007.

⁶⁵ Cabe aclarar que la política monetaria y cambiaria seguida por el gobierno ha sido objeto de muchas críticas. La principal objeción que se le ha hecho gira entorno de una supuesta inconsistencia en el manejo y control simultáneo de la inflación y el tipo de cambio. Para mayor información véanse Amico (2007) y Frenkel y Rapetti (2007)..

El tipo de cambio alto le permitió al país incentivar la producción de bienes exportables, además de actuar como barrera arancelaria de los productos no transables y ganar grados de libertad con relación al mercado de capitales internacionales, lo que le permitió poder afrontar el pago de los servicios de la deuda externa. El esquema planteado determinó un incremento del nivel de actividad económica lo que, a su vez, permitió mejorar las condiciones de vida de la población.

La conclusión de la convertibilidad desembocó en la aplicación de una política de tipo de cambio alto, determinando la caída del salario real y la recomposición de la tasa de ganancia del sector privado. Dicha política, permitió que la Argentina recuperase el superávit de la balanza comercial, además de incentivar el aumento en la producción del resto de los sectores no transables.

Con la caída del régimen de tipo de cambio fijo el país pasó a tener una política monetaria activa, a diferencia de lo que había ocurrido durante la década de 1990 cuando el BCRA, al establecer una paridad fija, adoptó una política pasiva en términos monetarios. Esta es la principal diferencia con aquella década en materia monetaria y cambiaria. La devaluación de la moneda supuso un quiebre en materia financiera, lo que determinó un cambio en el conjunto de precios relativos de la economía beneficiando de esa manera a los sectores transables. Esta situación puede observarse en el Cuadro 19, donde se ve que el monto total exportado mejoró considerablemente. Notemos, que entre el período 2003-2006 las exportaciones crecieron 58%, mientras que entre 1996-2001⁶⁶ lo hicieron sólo 11%. Las exportaciones de mercancías en 2006 fueron 85% mayores que las de 1998, pico de expansión económica de la

⁶⁶ Última etapa de crecimiento continuo de las exportaciones previa al período 2003-2006.

década anterior. La importancia de estos números se ve reforzada si se adopta una visión de más largo plazo para analizar el saldo de exportaciones netas, pudiéndose así observar un aumento de 134% entre 2006 y el promedio 1990-2001.

**Cuadro 19: Saldo comercial de la Balanza de pagos
(1999-2006)**

Año	Expo	Impo	Saldo
1999	23.309	24.103	-795
2000	26.341	23.889	2.452
2001	26.543	19.158	7.385
2002	25.651	8.473,1	17.178
2003	29.566	13.118	16.448
2004	34.550	21.312	13.238
2005	40.106	27.302	12.804
2006	46.569	32.593	13.976

Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por el FMI y el MECON.

El tipo de cambio alto fomentó las exportaciones, además de actuar como barrera a la entrada de productos importados, situación que incentivó el aumento en la producción local de bienes no transables. De esta manera, muchas actividades en las que hubo que cerrar persianas durante los años 1990 volvieron cuando la situación pudo revertirse con el nuevo marco económico. Un ejemplo de esto puede observarse en los datos mostrados en el Cuadro 20, donde se ve que las actividades relacionadas con la producción de bienes tomaron una mayor cantidad de préstamos en relación al total de financiamiento otorgado por el sector bancario.

Cuadro 20: Préstamos otorgados por actividad (participación relativa de cada actividad en el total de préstamos)

Año	No identificada	Personas físicas en relación de dependencia laboral	Producción primaria	Industria manufacturera	Electricidad, gas y agua	Construcción	Comercio al por mayor y al por menor	Servicios	Total
2000	3,55	24,83	8,70	12,75	1,71	3,80	8,62	36,04	100,00
2001	3,88	25,68	8,66	11,01	1,71	3,36	7,28	38,42	100,00
2002	5,74	19,09	6,30	8,16	1,93	2,58	4,62	51,59	100,00
2003	7,65	16,10	5,78	7,65	1,47	2,15	3,90	55,32	100,00
2004	7,55	16,15	7,55	11,17	1,15	2,25	4,81	49,36	100,00
2005	4,36	21,84	9,90	15,40	1,03	2,29	5,76	39,43	100,00
2006	4,10	25,28	10,50	16,75	1,05	2,25	6,49	33,57	100,00

Fuente: Elaboración propia en base suministrados por el BCRA.

Como podemos ver en el Cuadro 20 la industria manufacturera y la producción primaria vieron incrementada su participación en el total de préstamos otorgados. Esta situación y la propia retroalimentación que generó, sumada a las mejoras en el sector externo explican el superávit fiscal del país, en tanto que la mejora de las condiciones económicas supone un mayor nivel de recaudación.

La etapa actual de la economía argentina, caracterizada entre otras cuestiones por los superávit gemelos (fiscal y externo), adopta características inéditas para el país. Sin duda que el quiebre de la política monetaria y cambiaria ayudó a conformar la situación actual. Ha sido central, a nuestro entender, el rol desempeñado por el gobierno a la hora de mantener el tipo de cambio en los niveles que lo ha hecho, no sólo por que le permitió afrontar la negociación con los acreedores externos y el pago de los servicios de la deuda externa en otras condiciones, sino también porque esto supuso un cambio en el conjunto de precios relativos incentivando la producción de bienes, esquema totalmente diferente al vivido desde mediados de los años 1970.

Parecieran no quedar dudas sobre el importante rol que le cabe a la política financiera de un país en la determinación del sendero de crecimiento y desarrollo económico. El establecer un esquema monetario que no privilegie la producción de bienes y servicios pareciera ser contrario al propio desarrollo. Salvo contadas excepciones este fue el eje sobre el cual se diseñó la política financiera en el país desde los años 1970 hasta la caída de la convertibilidad.



6. Conclusiones

Del análisis expuesto podemos concluir que la política financiera resulta clave a la hora de analizar los instrumentos que posee el sector público para hacer frente a las crisis y fomentar el desarrollo económico. Las políticas económicas aplicadas durante la última dictadura (1976-1983), y en particular sus medidas financieras, jugaron un papel central en el despliegue de un proceso de acumulación diferente del que el país había cultivado a lo largo de buena parte del siglo XX.

En este sentido la regulación bancaria en detrimento de las pequeñas entidades financieras, la política monetaria contractiva, el tipo de cambio sobrevaluado, la desregulación del mercado financiero (que permitió la libre entrada y salida de capitales) y la fijación de la inflación como principal objetivo de la política financiera confluyeron en el establecimiento de un esquema económico y financiero que alteró profundamente el modo de realizar y obtener ganancias.

Dadas las nuevas condiciones de la acumulación, básicamente desplegada en el espacio financiero, el Estado se ocupó de la puesta en práctica de las medidas necesarias para que tal proceso tuviera lugar. En este sentido, las políticas referidas ayudaron a mantener elevadas tasas de interés que llevaron a la mayor parte del sector empresario argentino a encontrar más rentable valorizar su capital financieramente que a través de la producción de bienes.

Como parte integral del mismo proceso el Estado, a principios de los años 1980, procedió a la estatización de gran parte

de la deuda privada, lo que implicó una enorme transferencia de recursos desde el Estado hacia los grupos económicos, posibilitó el proceso de valorización financiera en tanto mantuvo la tasa de interés local a valores superiores a los internacionales, además de ser un importante proveedor de recursos que fueron utilizados por el sector privado para ser valorizados (Basualdo, E., 2006), y llevó a cabo la desregulación de los mercados permitiendo la fuga de capitales, lo que significó un drenaje de recursos que minaron la capacidad de financiamiento del Estado. A partir de estos tres cuerpos de medidas, el Estado no sólo respondió a las necesidades del proceso de acumulación sino que parece haber sido el canal exclusivo a través del cual esta acumulación fue posible, en tanto resultado histórico de una lucha de clases de la que resultan victoriosos el capital financiero internacional y el local concentrado. Inauguradas las condiciones para la reproducción del capital, las características más salientes del nuevo escenario fueron la desindustrialización, el endeudamiento externo, la fuga de capitales, la pobreza y el desempleo.

Con la llegada del radicalismo al gobierno y la vuelta de la democracia, la argentina presenta tres etapas en materia financiera. La primera de ellas fue encabezada por Bernardo Grinspun durante los dos primeros años de gobierno, cuando los objetivos principales estuvieron centrados en la reactivación económica, el ajuste salarial y la lucha antiinflacionaria. Aunque parecen haber existido intentos por parte de este primer equipo económico por modificar los cimientos instaurados por la última dictadura, privilegiando dentro de sus objetivos a la producción, la configuración de fuerzas resultante del patrón de acumulación aún vigente hizo, en consonancia con el agravamiento de algunos problemas económicos, imposible aquella transformación. En este sentido la política financiera encarnó una nueva victoria del capital financiero, aparejándose con las medi-

das instauradas durante la dictadura. De esta manera, la acción del Estado sobrevive al régimen político, como las condiciones estructurales de la acumulación trascienden a las formas políticas que históricamente encarnan las luchas de clases.

En este marco surge la segunda etapa en materia financiera del gobierno radical, y que corresponde a la implementación del denominado Plan Austral, conducido por Juan Sourrouille. Luego de la firma a fines de 1984 de un acuerdo con el FMI, el nuevo programa monetario dejaba de lado el perfil en favor de la industria para centrarse en una política monetaria contractiva y en la reducción del déficit cuasi-fiscal del BCRA. Las metas principales fueron el freno a la inflación y el pago de la deuda externa, para lo cual se adoptaron medidas tendientes a impulsar el desarrollo del sector exportador de manera de garantizar la generación de divisas que permitieran afrontar los compromisos de la deuda externa. Con independencia de su restringido éxito, el Plan representaba, bajo una apariencia novedosa, la cristalización del proceso en pugna entre capital y trabajo y entre las distintas facciones del capital, favorable a los grandes conglomerados locales y al capital transnacional. Esta misma observación correspondió al análisis de otros tipos de políticas aplicadas durante el período bajo análisis.

En un contexto de grandes dificultades fiscales e inflacionarias se pone en marcha el tercer programa radical denominado Plan Primavera. El mismo fue un fiel reflejo de los intereses de los sectores empresarios que apoyaron su surgimiento, y su estrategia monetaria consistió en controlar la inflación, reducir la emisión monetaria y garantizar los recursos necesarios para poder pagar la deuda externa. En este sentido el gobierno no modificó su política financiera, obteniendo como consecuencia resultados similares a los conseguidos bajo el Plan Austral.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

La década de 1990 en materia financiera se caracterizó por el establecimiento de la convertibilidad con el dólar de la moneda local, por un lado, y por la aplicación de una de las reformas financieras más importantes del último medio siglo. Ambas medidas, a la vez que cosechaban cierto éxito en materia del control de la inflación, reeditaban su contenido “aggiornándolo” en arreglo a las nuevas características del patrón de acumulación instaurado unas décadas atrás. En este sentido es que se procedió a profundizar la apertura y liberalización del sector financiero, lo que implicó la instauración de una nueva lógica de funcionamiento en la economía, en tanto quedó determinado un nuevo esquema de precios relativos que tuvo un impacto devastador en numerosos sectores productivos durante la década. A través de estos dispositivos las políticas de los años 1990 parecían haberle dado un golpe mortal a los pequeños capitales nacionales, mientras que el gran capital de alcance internacional asistió a un período de expansión a muy bajo costo.

Este esquema político y económico le valió al Estado no sólo ingentes recursos propios sino también su parcial desmantelamiento, y una pérdida clara de posibilidades de impulsar desde su seno un proceso de desarrollo económico. En términos de la política financiera instaurada la imposibilidad de emitir dinero, en un marco de déficit comercial y fuga de capitales producto de las altas tasas de interés y la desregulación de la cuenta capital, provocó que el déficit progresivo de reservas necesarias para mantener el tipo de cambio solo fuera financiable mediante un enorme aumento del endeudamiento externo.

Con el cambio de siglo se le presentan a la acumulación nuevos desafíos. Las diferentes crisis ponen en evidencia la necesidad de resolver cuestiones tales como la situación de una creciente mano de obra excedente potencialmente capaz de jaquear la configuración vigente de poder y la necesidad de abrir nuevos espacios de

acumulación alternativos al vulnerado sistema financiero. En este marco es que se abandona el régimen de tipo de cambio fijo. La devaluación de la moneda supuso un quiebre en materia financiera, lo que a su vez determinó un cambio en el conjunto de precios relativos de la economía beneficiando, de esa manera, a los sectores transables, que pasaron a ser uno de los principales motores de la recuperación económica y de la fuente de recursos para el financiamiento de los gastos del Estado. Los superávits gemelos (fiscal y externo) que comienzan a registrarse, sin dudas están vinculados con el quiebre de la política monetaria y cambiaria que, entre otras cosas, permitió al gobierno afrontar la negociación con los acreedores externos y el pago de los servicios de la deuda externa en condiciones más ventajosas.

En términos generales, la observación de la evolución de las políticas financieras en Argentina en el último cuarto de siglo arroja como conclusión evidente que aquellas fueron fundamentalmente negativas para el desarrollo del país. En general, no sólo no se privilegió la producción de bienes y servicios sino que se favoreció la expansión de inversiones especulativas y la fuga de capitales. Tal resultado no debe ser entendido como la consecuencia contingente de un manejo ineficiente o fraudulento de la política financiera. Por el contrario, vale la pena interpretar esta evolución como el despliegue necesario de la acción del Estado que, bajo la forma de medidas específicas, expresa una configuración social propia de ciertas condiciones históricas de la acumulación. Sólo partiendo de la comprensión de la naturaleza de este fenómeno en toda su complejidad podremos explorar las posibilidades que el Estado tiene, a través de la política financiera, de convertirse en agente del desarrollo económico.



7. Anexos

Cuadro A: Leyes financieras sancionadas entre 1970-2006

Tipo	Número	Año	Política Financiera Argentina (1970-2006)
<u>Reformas financieras</u>			
L	20520	1973	ESTATIZA DEPÓSITOS EN ENTIDADES FINANCIERAS
L	20522	1973	EXPROPIA BANCOS EXTRANJEROS
L	20574	1973	MODIFICA FUNCIONAMIENTO ENTIDADES FINANCIERAS
L	20951	1974	NORMAS ESCRITURACIÓN BIENES EXPROPIADOS POR LEY 20.522
L	21526	1977	LEY DE BANCOS. NUEVO REGIMEN A PARTIR DEL DIA QUE COMIENZA A REGIR LA LEY 21495 DE DESCENTRALIZACION DE DEPÓSITOS BANCARIOS. DEROGACION DE LA LEY 18061 (Régimen Jurídico de las entidades financieras) Y COMPLEMENTARIAS.
L	21572	1977	CUENTA REGULACIÓN MONETARIA
L	23928	1991	CONVERTIBILIDAD DEL AUSTRAL SE DECLARA LA CONVERTIBILIDAD DEL AUSTRAL A PARTIR DEL 1 DE ABRIL DE 1991, A UNA RELACION DE: AUSTRALES 10.000 POR CADA DOLAR ESTADOUNIDENSE, PARA LA VENTA.
<u>Unidad monetaria, documentos monetarios, escala de conversión</u>			
L	22707	1983	CREA PESO ARGENTINO
L	24452	1995	LEY DE CHEQUES
<u>Depósitos en moneda nacional</u>			
L	19241	1971	EMPRESAS DEL ESTADO. DEPÓSITOS DE FONDOS EN BANCOS OFICIALES. LAS EMPRESAS COMERCIALES O INDUSTRIALES DEL ESTADO NACIONAL DEBERAN DEPOSITAR SUS FONDOS EN LOS BANCOS OFICIALES NACIONALES, PROVINCIALES Y MUNICIPALES.
L	19273	1971	SINDICATOS DEBEN DEPOSITAR FONDOS EN BANCOS OFICIALES
L	20663	1974	ENTIDADES FINANCIERAS - DEPÓSITOS A PLAZO FIJO
L	21495	1977	DESCENTRALIZA DEPÓSITOS
L	21988	1979	DEPÓSITOS DE FONDOS, CAJAS DE SUBSIDIOS FAMILIARES.
<u>Depósitos en moneda extranjera</u>			
L	22937	1983	PRÓRROGA VENCIMIENTO DE DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA
L	23758	1989	DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA. (DEROGADA SEGUN DECRETO 439/2001)
<u>Garantía depósitos</u>			
L	18939	1971	CREA FONDO NACIONAL DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS
L	22051	1979	GARANTÍA DE DEPÓSITOS, OPTATIVA Y ONEROSA
L	23472	1986	CREDITOS LABORALES -CREACION DE FONDO DE GARANTIA
L	24485	1995	SISTEMA DE SEGURO DE GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS. Creación. Modificación de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina y de la Ley de Entidades Financieras
<u>Tasas de interés e indexaciones</u>			
L	18934	1971	REPRIME USURA
L	21488	1976	AJUSTE DE CRÉDITO EN CONCURSOS CIVILES Y QUIEBRAS
L	22916	1983	IMPUESTO A INTERESES DE DEPÓSITOS A PLAZO FIJO Y A PREMIOS DEL PRODE
L	23496	1987	MODIFICACION DEL ARTICULO 2º DE LA LEY Nº 23.213 (AUMENTO DE LA TASA DEL IMPUESTO SOBRE LOS DEBITOS BANCARIOS, CREADO POR LEY 22.947, AL DOS (2) POR MIL)
L	23497	1987	MODIFICACION DE LA LEY Nº 22.916.
L	23898	1990	TASAS JUDICIALES
L	24467	1995	PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.
<u>Redescuentos, préstamos al sector público</u>			
L	19977	1972	AUTORIZA EMITIR BONO PARA CONSOLIDAR DEUDA PÚBLICA EN BCRA

Tipo	Número	Año	Política Financiera Argentina (1970-2006)
Banco Central			
L	20539	1973	CARTA ORGANICA. REGIMEN GENERAL
L	21364	1976	MODIFICA CARTA ORGANICA BCRA
L	21547	1977	MODIFICA CARTA ORGANICA BCRA
L	22467	1981	MODIFICA CARTA ORGANICA BCRA
L	24144	1992	CARTA ORGANICA. REGIMEN GENERAL
Entidades financieras			
L	19130	1971	MEDIDAS DE SEGURIDAD PARA LAS ENTIDADES FINANCIERAS DE TODO EL PAIS
L	19225	1971	BANCOS Y EMPRESAS DE SEGUROS NO PUEDEN ADQUIRIR O POSEER BONOS NACIONALES PARA I Y D Y BONEX
L	20523	1973	PROHIBE A ENTIDADES FINANCIERAS PARTICIPAR EN PROPIEDAD DE OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS
L	21311	1976	ENTIDADES FINANCIERAS PODRÁN RECIBIR POR CUENTA PROPIA PLAZOS FIJOS NOMINATIVOS TRANSFERIBLES AJUST.
L	22267	1980	RATIFICA INTERVENCIONES BANCARIAS. CREA FIGURA DE INTERVENCION
L	22529	1982	CONSOLIDACION Y REDIMENSIONAMIENTO SISTEMA FINANCIERO
L	22871	1983	APERTURA DE FILIALES DE ENTIDADES FINANCIERAS REQUIERE AUTORIZACION DEL BCRA
Banco de la Nación Argentina			
L	20461	1973	AUTORIZA A BNA A NO Oponer EXENCION INTERNACIONAL CUANDO CIRCUNSTANCIAS LO REQUIERAN
L	20521	1973	DIRECTORIOS REGIONALES EN BNA Y BANADE
L	20757	1974	MODIFICA CARTA ORGANICA BCRA
L	21351	1976	MODIFICA CARTA ORGANICA BCRA
Banco Hipotecario Nacional			
L	18748	1970	NO MAS FONDOS PREVISIONALES PARA FINANCIAR CREDITOS HIPOTECARIOS
L	19192	1971	INCORPORA DIRECCION GENERAL DE PRESTAMOS PERSONALES A BHN
L	21217	1975	PRESTAMOS HIPOTECARIOS A EMPRESAS RADICADAS EN INTERIOR
L	21362	1976	AUTORIZA A BHN A RECIBIR FONDOS MEDIANTE EMISION DE CEDULAS, BONOS Y OTROS VALORES MOBILIARIOS
L	21508	1977	ACTUALIZA CREDITOS DEL BHN
L	21828	1978	AUMENTA CAPITAL BHN
L	23370	1986	REGIMEN OPTATIVO PARA REFINANCIAR DEUDAS HIPOTECARIAS INDEXADAS
L	24143	1992	BHN OPERA COMO BANCO MAYORISTA
L	24514	1995	CEDULAS HIPOTECARIAS RURALES. EXIMISION DEL PAGO DE TRIBUTOS A TITULOS EMITIDOS POR EL BANCO DE LA NACION ARGENTINA
L	24626	1995	SISTEMA DE SEGURO OBLIGATORIO PARA CUBRIR EL RIESGO DE DESEMPLEO EN OPERACIONES CREDITICIAS INDIVIDUALES.
Banco Industrial (BANADE)			
L	18899	1970	TRANSFORMA BANCO INDUSTRIAL EN BANCO NACIONAL DE DESARROLLO (BANADE)
L	19063	1971	APRUEBA CARTA ORGANICA BANADE
L	19838	1972	TRASLADA SEDE BANADE A SAN FRANCISCO, CORDOBA
L	20758	1974	MODIFICA CARTA ORGANICA BANADE
L	21366	1976	AUMENTA CAPITAL BANADE
L	21629	1977	MODIFICA CARTA ORGANICA BANADE
L	21637	1977	AUMENTA CAPITAL BANADE
Caja Nacional de Ahorro Postal			
L	21963	1979	CAJA NACIONAL DE AHORRO Y SEGURO. CARTA ORGANICA
L	22201	1980	CONTRATACION SEGUROS EMPRESAS ESTADO OBLIGATORIAMENTE EN CNAS
L	24155	1992	PRIVATIZACION DE BANADE Y CAJA DE AHORRO
Otras			
L	19642	1972	TRANSFORM BANCO MUNICIPAL EN BANCO CIUDAD DE BUENOS AIRES
L	20226	1973	COMPANIAS DE SEGUROS PUEDEN TENER EN CARTERA VANAS
L	22493	1981	DISUELVE CAJA FEDERAL DE AHORRO Y PRESTAMO PARA VIVIENDA
L	24083	1995	FONDOS COMUNES DE INVERSION. Regimen Legal. Direccion y Administracion. Simulacra. Reglamento. Deposito. Bienes. Indivision. Certificados. Suscripcion y rescate. Tratamiento impositivo. Utilidades. Publicidad. Rescisión. Fiscalización. Sanciones. Derogaciones. Plazo.

Fuente: en base a información suministrada por De Pablo, J. C e Infoleg (www.infoleg.gov.ar)

La política financiera y su impacto en la acumulación: el caso argentino, 1977-2006

Cuadro B: Decretos financieros dictados entre 1970 y 1995

Tipo	Número	Año	Política Monetaria Argentina (1970-2006)
<u>Reformas financieras</u>			
D	1272	1977	RESTITUYE DEPOSITOS A ENTIDADES FINANCIERAS
D	36	1990	ENTIDADES FINANCIERAS - DEPOSITOS A PLAZO FIJO -CANJE POR BONOS EXTERNOS-
D	48	1990	DEUDA PUBLICA - AMPLIACIÓN DE LA EMISIÓN DE LOS TÍTULOS DENOMIADOS "BONOS EXTERNOS 1989"
D	99	1990	ENTIDADES FINANCIERAS - RESTITUCIÓN DE FONDOS: SE ADMITE LA RESTITUCIÓN DE FONDOS EN EFECTIVO POR IMPORTES SUPERIORES A UN MILLÓN DE AUSTRALES
D	296	1990	BONOS DE CRÉDITO: SE EXCLUYE DE LOS ALCANCES DEL ARTICULO 3 DEL DECRETO 36/90 A LOS BONOS DE CRÉDITO CUYA EMISIÓN FUERA DISPUESTA POR EL DECRETO 1333/89 (EMERGENCIA ECONOMICA - BONOS DE CRÉDITO)
D	340	1990	ENTIDADES FINANCIERAS - DEPOSITOS A PLAZO FIJO -CANJE POR BONOS EXTERNOS, EXCEPCIÓN: SE EXCLUYE DE LAS OPERACIONES DE CANJE A QUE SE REFIERE EL DECRETO 36/90, A LAS ASOCIACIONES, ESTABLECIMIENTOS O INSTITUTOS QUE SE EXPRESAN EN EL PRESENTE DECRETO
D	591	1990	ENTIDADES FINANCIERAS - BONOS DE CANCELACIÓN
D	2499	1990	BONOS EXTERNOS: SE ADOPTAN MEDIDAS PARA LA ENTREGA DE BONOS EXTERNOS EMITIDOS SEGUN LEY 19686
D	959	1991	CONVERTIBILIDAD DEL AUSTRAL- LEY 23928 - ALCANCES: PRECISIÓN DE LOS ALCANCES DE LA LEY 23.928 A LAS OPERACIONES FINANCIERAS CONTRAIDAS EN AUSTRALES AJUSTABLES
D	1088	1992	INEMBARGABILIDAD DE RESERVAS
D	2006	1992	INEMBARGABILIDAD DE RESERVAS - ALCANCES
D	1984	1993	ENTIDADES FINANCIERAS: SE RATIFICA LA RESOLUCIÓN DEL BCRA 21/90, QUE EXCLUYÓ EL CANJE A QUE ALUDE EL ARTÍCULO 1 DEL DECRETO 36/90 A DEPOSITOS A PLAZO FIJO EN AUSTRALES QUE SE ENCONTRASEN VIGENTES AL 28 DE DICIEMBRE DE 1989
<u>Unidad monetaria, documentos monetarios, escala de conversión</u>			
D	1096	1985	CREA AUSTRAL Y ESCALA DE CONVERSIÓN
D	1309	1985	EXTIENDE ESCALA DE CONVERSIÓN
D	1566	1985	EXTIENDE ESCALA DE CONVERSIÓN
D	1857	1985	EXTIENDE ESCALA DE CONVERSIÓN
D	2062	1985	EXTIENDE ESCALA DE CONVERSIÓN
D	2264	1985	EXTIENDE ESCALA DE CONVERSIÓN
D	128	1990	IMPUESTOS: SE SUSPENDE, TRANSITORIAMENTE, LA VIGENCIA AL IMPUESTO AL CHEQUE
D	2128	1991	MONEDA - CAMBIO DE DENOMINACIÓN Y VALOR DE LOS BILLETES DE CURSO LEGAL, A PARTIR DEL 1/1/92
<u>Depósitos en moneda nacional</u>			
D	2,663	1992	ADMINISTRACIÓN FINANCIERA Y DE LOS SISTEMAS DE CONTROL DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL: CUENTAS BANCARIAS OFICIALES. APERTURAS DE CUENTAS. REGISTRO DE CUENTAS OFICIALES. CIERRE DE LAS CUENTAS. NORMAS AL SISTEMA BANCARIO
D	1180	1994	ADMINISTRACIÓN PÚBLICA - SISTEMA DE PAGOS DE SALARIOS: SE ESTABLECE LA IMPLEMENTACION DE UN MECANISMO AUTOMÁTICO DE PAGO DE SALARIOS
<u>Depósitos en moneda extranjera</u>			
<u>Efectivos mínimos</u>			
<u>Garantía depósitos</u>			
D	540	1995	SISTEMA DE SEGURO DE GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS: SE REGLAMENTA LA ORGANIZACIÓN Y PUESTA EN FUNCIONAMIENTO.
<u>Tasas de interés e indexaciones</u>			
D	536	1971	AUMENTA TASA DE INTERÉS BONOS NACIONALES DE OBRAS PÚBLICAS
D	478	1972	AUMENTA TASA DE INTERÉS BONOS NACIONALES PARA OBRAS PÚBLICAS
D	1654	1975	AUMENTA TASA DE INTERÉS BONOS NACIONALES DE OBRAS PÚBLICAS
D	81	1976	AUMENTA TASA DE INTERÉS BONOS NACIONALES PARA OBRAS PÚBLICAS
D	736	1989	RENUNCIA DE MARIO CAMPORA (SECRETARIO DE ASUNTOS MULTILATERALES Y ESPECIALES DEL MINISTERIO DE RELACIONES EXTERIORES)
D	376	1994	CREDITOS DE HASTA 200 MILLONES PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

Tipo	Número	Año	Política Monetaria Argentina (1970-2006)
			<u>Políticas de crédito</u>
D	989	1981	CREA FONDO ESPECIAL DE AYUDA CREDITICIA
D	1938	1981	AMPLIA REFINANCIACION DE DEUDAS CON SISTEMA FINANCIERO
D	2653	1993	PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA: IMPLEMENTACION DEL PROGRAMA PARA EL MEJORAMIENTO DE LA COMPETITIVIDAD.
D	555	1996	IMPUESTOS A LAS GANANCIAS Y SOBRE BIENES PERSONALES. PERSONAS FISICAS Y SUCESIONES INDIVISAS. CERTIFICADO DE ACREDITACION DE CUMPLIMIENTO FISCAL.
			<u>Redescuentos, préstamos al sector público</u>
D	3236	1975	EMITE BONOS PATRIMONIALES PARA ENTIDADES FINANCIERAS
			<u>Tarjetas de crédito</u>
D	1669	1991	PRORROGA DEL IVA
			<u>Banco Central</u>
D	2494	1976	NORMAS PARA DESIGNAR DIRECTOR BCRA QUE REPRESENTA A BANCOS OFICIALES
D	731	1990	CREACION DEL INSTITUTO MOVILIZADOR DE ACTIVOS
D	500	1992	CONTRATOS BANCARIOS - SE APRUEBAN CONVENIOS
			<u>Entidades financieras</u>
D	889	1974	LLAMA A LICITACION PARA REVERTIR A BANCA NACIONAL, BANCOS EXTRANJEROS EXPROPIADOS
D	2616	1976	ENCOMIENDA A BCRA INSTRUMENTAR ACUERDOS PARA SOLUCIONAR DIFERENDOS EXISTENTES CON DIVERSOS BANCOS
D	1456	1993	SE DELIMITA LA APLICACION DE LA LEY N° 21.526 (LEY DE BANCOS) Y DE LA LEY N° 24.144 (CARTA ORGÁNICA DEL BANCO CENTRAL)
D	146	1994	SE DEROGAN Y SE SUSTITUYEN ARTICULOS DE LA LEY 21.526
D	13	1995	PROCESOS POR INFRACCIONES
D	445	1995	FONDO FIDUCIARIO DE CAPITALIZACION BANCARIA: CONSTITUCION. OBJETO. INTEGRACION. MODIFICACION DEL DECRETO N° 286/95 (FONDO FIDUCIARIO PARA EL DESARROLLO PROVINCIAL)
D	1043	1995	PROCEDIMIENTOS DE REESTRUCTURACION
			<u>Banco de la Nación Argentina</u>
D	52	1973	MODIFICA CARTA ORGÁNICA BNA
D	1504	1992	SE DISPONE LA FUSION POR ABSORCION DEL BANCO NACIONAL DE DESARROLLO
D	1002	1994	CRÉDITOS DE FOMENTO PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS
			<u>Banco Hipotecario Nacional</u>
D	1529	1976	AUTORIZA A BHN A EMITIR CÉDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS
D	481	1977	AUTORIZA EMISIÓN CÉDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS
D	327	1978	EMISIÓN DE CÉDULAS HIPOTECARIAS
D	246	1980	NUEVA SERIE CÉDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS
D	602	1981	NUEVA EMISIÓN DE CÉDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS
D	182	1982	RESCATA CÉDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS
D	120	1987	BHN NO PAGA IMPUESTO A GANANCIAS
D	1319	1990	INTERVENCION
D	2326	1992	VIVIENDA - EMISIÓN DE TÍTULOS DE AHORRO
D	1848	1993	EXENCION DE GRAVAMENES - CÉDULA HIPOTECARIA RURAL -
D	577	1994	SE AUTORIZA AL BANCO HIPOTECARIO A EMITIR OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN DOLARES ESTADOUNIDENSES HASTA CUBRIR LA SUMA DE 500 MILLONES.
D	959	1994	SE EXIME A LOS INTERESES Y DEMAS BENEFICIOS DERIVADOS DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ESPECIALES, EMITIDAS POR EL BANCO DE LA NACION, DEL IMPUESTO A LAS GANANCIAS.
D	1275	1994	SE EMITEN TÍTULOS PARA VIVIENDAS
D	1438	1994	SE TRANSFIERE AL BANCO HIPOTECARIO NACIONAL LA OPERATORIA DE AHORRO POSTAL ACTUALMENTE REALIZADA POR EL BANCO CAJA DE AHORRO S.A
D	7	1995	MODIFICACIONES SOBRE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS
D	139	1996	OBLIGACIONES NEGOCIABLES ESCRITURALES O CARTULARES - SE MODIFICA LA AUTORIZACION DE EMISION
			<u>Banco Industrial (BANADE)</u>
D	1737	1970	GARANTÍA A BANCO INDUSTRIAL, DE CRÉDITOS OTORGADOS A EMPRESAS EN DIFICULTADES
D	5014	1971	CRÉDITOS BIRA NO EXIGEN PAGO PREVIO APORTES JUBILATORIOS
D	53	1973	MODIFICA CARTA ORGÁNICA BANADE
D	1027	1993	SE DECLARA DISUELTO Y EN ESTADO DE LIQUIDACION AL BANCO NACIONAL DE DESARROLLO. EL BANADE QUEDA SUJETO A PRIVATIZACION.
			<u>Caja Nacional de Ahorro Postal</u>
D	2514	1991	PRIVATIZACIONES DE LA CAJA DE AHORRO Y DE BANADE. REFORMA DEL ESTADO.
D	82	1993	PRIVATIZACION DE LA CAJA NACIONAL DE AHORRO Y SEGURO
D	2715	1993	PRIVATIZACIONES: REORGANIZACION EMPRESARIA DE LA CAJA NACIONAL DE AHORRO Y SEGURO. REORDENAMIENTO DE LAS NORMAS QUE RIGEN SU ACTIVIDAD. DISPOSICIONES GENERALES.
			<u>Otras</u>
D	332	1974	APERTURA DE NUEVOS BANCOS DE INVERSION
D	1988	1988	BONO A FAVOR BANCO PROVINCIA DE BUENOS AIRES
D	1917	1991	REORGANIZACION DE LA BANCA OFICIAL DE ACUERDO A INSTRUCCIONES QUE AL EFECTO IMPARTA EL MINISTERIO DE ECONOMIA
D	720	1995	SISTEMA NACIONAL DE INVERSIONES PUBLICAS: SE ESTABLECE LA AUTORIDAD DE APLICACION DE LA LEY N° 24.345. SE CREA EL BANCO DE PROYECTOS DE INVERSION PÚBLICA (BAPIN)

8. Bibliografía

- Amico, F. (2007), “Política monetaria y cambiaria en la Argentina de la posconvertibilidad”, Primeras Jornadas de Economía Política, Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Arceo, E. (2003), *Argentina en la periferia próspera. Renta internacional, dominación oligárquica y modo de acumulación*, Buenos Aires, UNQ-FLACSO-IDEP.
- Azpiazu, D., Basualdo, E. y Khavisse, M. (2004), *El nuevo poder económico en la Argentina de los años ochenta*. Edición definitiva, Buenos Aires, Siglo XXI.
- Azpiazu, D. y Nochteff, H. (1994), *El desarrollo ausente*, Buenos Aires, FLACSO.
- Azpiazu, D., Nochteff, H. (1998): “La democracia condicionada. Quince años de economía”, en Lejtman, R. (comp.), *Quince años de democracia. Ensayos sobre la nueva república*, Grupo Editorial Norma
- Arnaudo, A. (1987), *Cincuenta años de política financiera en Argentina (1934-1983)*, El Ateneo, Buenos Aires.
- Baliño, T. (1982), “La reforma monetaria y bancaria Argentina de 1946-57: ¿Un caso de encaje bancario total?”, en *Documento de Trabajo N° 47 (Premio Rodrigo Gómez 1978)*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.
- Basualdo, E. (2006), *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*, FLACSO-Siglo XXI.
- Basualdo, E., Schorr, M. y Lozano, C. (2002), *Las transferencias de recursos a la cúpula económica durante la administración Duhalde. El nuevo plan social del gobierno*, Instituto de Estudios y Formación CTA, Buenos Aires.
- Bekerman, M. (1990), “El impacto fiscal del pago de la deuda externa. La experiencia argentina, 1980-1986”, en *Desarrollo Económico*, Vol. 29, N° 116, IDES.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

- Bleger, L. (1986), “El plan austral y el sistema financiero”, en revista *Realidad Económica*, N° 68, IADE.
- Bleger, L. (2004), “Argentina, laboratorio de la financiarización de las economías en desarrollo”, en Boyer, R. y Neffa, J. (coord.), *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas*, Miño y Dávila y Ceil-Piette, Buenos Aires.
- Boyer, R. (1989), *La teoría de la regulación. Un análisis crítico*, SECYT-CONICET-CNRS-Humanitas, Buenos Aires.
- Carrera, J. (2004), “Las lecciones de la caja de conversión de Argentina”, en Boyer, R. y Neffa, J. (coord.), *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas*, Miño y Dávila y Ceil-Piette, Buenos Aires.
- CEFIM (1984a), “Los efectos del memorando de entendimiento”, en revista *Realidad Económica*, N° 60-61, IADE.
- CEFIM (1984b), “Los primeros pasos de la nueva conducción”, en revista *Realidad Económica*, N° 56, IADE.
- Cibils, A. (2006), *La política monetaria 2000-2006*, Serie Análisis de Coyuntura N° 11, CIEPP, Buenos Aires.
- Cibils, A. (2003), “Oportunidad perdida”, en Suplemento Cash, Febrero, Página 12, Buenos Aires, Argentina.
- Cibils, A. (2005), “Régimen de política monetaria de metas de inflación. Nuevo consenso ortodoxo”, Suplemento Cash, Junio, Página 12, Buenos Aires, Argentina.
- Damill, M., Fanelli, J.M., Frenkel, R. y Rozenwurcel, G. (1989), “Déficit fiscal, deuda externa y desequilibrio financiero”, Tesis, en CEDES.
- Damill, M., Frenkel, R. y Juvenal, L. (2004), “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina”, en Boyer, R. y Neffa, J. (coord.), *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas*, Miño y Dávila y Ceil-Piette, Buenos Aires.
- Deligiannis, M. (1977), *La política financiera a partir de junio de 1977*, Documento de Trabajo N° 22, CEDES, Buenos Aires.
- Della Paolera, G. y Taylor, A. (2001), *Tensando el ancla. La caja de conversión argentina y la búsqueda de estabilidad macroeconómica, 1880-1995*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.

- Documentos del Simposio de Buenos Aires (1972), “El sistema financiero argentino”, Tomo I, Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital, Grupo Nacional Argentino.
- Emery, R. (1972), “El uso de políticas de tasas de interés como estímulo para el crecimiento económico”, en *Política y Economía* N° 10/11, García Martínez, C. y Olarra Jiménez, R. (editores).
- Fernández, Roque B. (1986), “Los costos de intermediación financiera en el sistema bancario privado de Argentina”, en *Libertas* N° 5, Instituto Universitario ESEADE.
- Fernández Canedo, D. (1985), “Evaluación del plan austral”, en *Realidad Económica* N° 65, IADE.
- FIEL (1989), *El control de cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento*, Manantial, Buenos Aires.
- FMI–BID–CEMLA, *Financiamiento del desarrollo*, Vol.1, Biblioteca Financiera.
- Frenkel, R. y Rapetti M. (2007), “Política cambiaria y monetaria después del colapso de la convertibilidad”, en *Ensayos Económicos* N° 46, Investigaciones Económicas, BCRA.
- Gaggero, J. (2004), “La cuestión fiscal, huella de la historia política y económica”, en Boyer, R. y Neffa, J. (coord.), *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas*, Miño y Dávila (editores) y Ceil-Piette.
- Gerchunoff, P. y Llach, L. (1998), *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*, Ariel Sociedad Económica.
- Ibarra, F. (1972), “Estadísticas del sistema financiero argentino”, en *Programa latinoamericano para el desarrollo de mercados de capital*, Grupo Nacional Argentino.
- IEFE (2000), “Sector financiero: la niña mimada de la convertibilidad”, Informe N° 100, ed. esp., pp. 142-154.
- Kulfas, M. y Schorr, M. (2003), *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*, Buenos Aires, CIEPP / OSDE.
- Martínez de Hoz, J. (1981), *Bases para una Argentina moderna (1976-80)*, s/e, Buenos Aires.

Juan Eduardo Santarcángelo y Juan Fal

- Mayo, A. (1985), "El Plan Sourrouille", en *Realidad Económica* N° 63, IADE.
- Nogués, P. (1982), "Política comercial y cambiaria: una evaluación cuantitativa de la experiencia argentina durante 1976-1981 (versión preliminar)", en *Anales*, AAEP, La Plata.
- Ortiz, R. y Schorr, M. (2006) "La economía política del gobierno de Alfonsín: creciente subordinación al poder económico durante la década perdida", en Alfredo Pucciarelli (coord.), *Los años de Alfonsín, ¿el poder de la democracia o la democracia del poder?*, Siglo XXI, Buenos Aires.
- Rapoport, M. (2000), *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)*, Macchi editores, Buenos Aires.
- Santarcángelo, J. y Fal, J., (2007), *El crecimiento económico en la Argentina (1990-2006)*, Documento de trabajo del área de Economía Política del Instituto de Industria de la Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Sbatella, J. (2004), "Crisis fiscal y rol de la moneda. La experiencia argentina de la década de 1990", en Boyer, R. y Neffa, J. (coord.), *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas*, Miño y Dávila (editores), Ceil-Piette.
- Schelkle, W. (2001), "La teoría monetarista del desarrollo", en Thield, R. (editor), *Teoría del desarrollo. Nuevos enfoques y problemas*, Nueva Sociedad, Caracas.
- Szpigiel, D. (1985), *La reforma financiera*, Dirección Nacional de Modelos e Indicadores Económicos. Secretaría de Planificación. Presidencia de la Nación.
- Toccheti, Y. y Vigas, P. (1996), "La política económica de Martínez de Hoz y su relación con el modelo económico actual", en *Anuario*, FCEconómicas, Universidad Nacional de la Patagonia San Juan Bosco, Trelew.
- Vitelli, G. (1986), *Cuarenta años de inflación en la Argentina: 1945-1985*, Ensayo Crítico, Legasa, Buenos Aires.