

Una visión monetaria y financiera de la Argentina: historia y pensamiento económico, 1880-2015.

Por Mario Rapoport¹ y Sebastián Guiñazú²

Resumen

La historia del sistema monetario argentino se caracteriza por la presencia permanente de ciclos y cambios bruscos en la configuración de sus instituciones financieras. Este artículo propone un recorrido por la historia monetaria del país dividida en cuatro grandes períodos, utilizando para su análisis conceptos desarrollados por el institucionalismo francófono y aportes realizados por economistas argentinos. Se indagan la vinculación del régimen de acumulación, la inserción internacional y la estructura productiva del país con los problemas persistentes en la moneda, tales como la inflación y la fuga de capitales.

Palabras claves: historia económica, historia del pensamiento económico, historia de instituciones financieras, inflación, mercado financiero.

Clasificación JEL: B50, E31, E44, G15, N16, N26

Monetary and financial vision of Argentina: history and economic thought, 1880-2015.

Abstract

The history of Argentine monetary system is characterized by the permanent presence of cycles and abrupt changes in the configuration of their financial institutions. This paper proposes a tour through country's monetary history divided in four large periods using concepts developed by francophone institutionalism and contributions made by Argentine economists. In addition, is studied the link of the accumulation regime, international integration and productive structure of the country with persistent problems in the currency, such as inflation and capital flight.

Key words: economic history, history of economic thoughts, history of financial institutions, inflation, financial market.

¹ Licenciado en Economía en la Universidad de Buenos Aires y doctor en Historia en la Universidad de París I-Sorbona, Francia. Director del Instituto de Estudios Históricos, Económicos, Sociales e Internacionales (IDEHESI) del Conicet-UBA. E-mail: mariooport@gmail.com

² Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires. Investigador del Instituto de Estudios Históricos, Económicos, Sociales e Internacionales (IDEHESI). E-mail: sebastianguinazu@gmail.com

*“Los principios de la soberanía no se negocian como mercancías
porque son un bien público”*
Michel Aglietta

1. Introducción

La cuestión monetaria en Argentina es una parte indisoluble de su historia económica, aunque casi siempre subordinada al régimen de acumulación, a las pujas políticas y al devenir del sector externo. La vinculación entre la moneda, la estructura productiva y las características de la inserción internacional, ha tenido diferentes modalidades en las distintas etapas de la historia del país.

En el modelo liberal o agroexportador de fines del siglo XIX y principios del siglo XX, la alternancia de regímenes de convertibilidad y de moneda inconvertible se amoldaron a los flujos de comercio y a los ingresos de capital, tanto en la forma de inversiones directas como de endeudamiento. Las políticas internas, sobre todo en materia cambiaria, eran muy permeables a las presiones de los sectores dominantes locales, especialmente los grandes terratenientes.

El proceso de industrialización, iniciado en el segundo tercio del siglo XX, modificó profundamente las pautas de la política monetaria. La creación de un Banco Central transformó las bases institucionales. Sin embargo, también aquí aparecen ciclos muy marcados. Los cuellos de botella en la balanza comercial dieron lugar a tensiones inflacionarias que derivaban en devaluaciones y políticas de ajuste que muchas veces se asociaron con medidas monetarias restrictivas. Pero, además, el modelo sustitutivo fue permanentemente cuestionado por sectores liberales que intentaron en numerosas ocasiones retornar al pasado agroexportador.

A partir del golpe de Estado militar de 1976, se desplegó un modelo de base rentística y financiera basado en el endeudamiento externo como en el anterior modelo agroexportador. Con el advenimiento de la democracia, el peso de la deuda siguió siendo determinante y produjo una crisis hiperinflacionaria. Esta se creyó superar en la década del noventa con un forzado tipo de cambio fijo entre el peso y el dólar norteamericano, ejecutándose a rajatabla las recomendaciones del Consenso de Washington y de los organismos financieros internacionales. Continuó el endeudamiento externo y se aplicaron políticas de liberalización, ajuste y venta de activos públicos, que junto a la desmonetización del sistema llevaron a la peor crisis del país.

A partir del nuevo siglo se volvieron a implementar políticas de protección industrial y se produjo el período de crecimiento más prolongado en la historia. Sin embargo, a poco más de una década del cambio de rumbo las tensiones inflacionarias aparecieron nuevamente y la cuestión monetaria volvió al centro del debate.

En este trabajo nos proponemos recorrer la historia del sistema monetario argentino utilizando como marco conceptual distintos ejes analíticos desarrollados por las teorías del institucionalismo francófono. Se resaltarán las particularidades del país en cuanto a las características de su estructura productiva y su condición periférica en el sistema de comercio internacional. El acento de la investigación estará puesto al mismo tiempo en la evolución de las instituciones monetarias como en los regímenes de acumulación y los sucesos políticos que les han dado forma en las distintas etapas históricas, así como también en los aportes de los principales economistas del país en relación a la cuestión monetaria desde una perspectiva propia.

2. Marco teórico

En cuanto al abordaje teórico, expondremos algunas de las herramientas conceptuales desarrolladas por el institucionalismo francófono y más precisamente por la Teoría de la Regulación (TR) en relación a la moneda.

Un concepto fundamental para la TR es el de modo de regulación. Éste puede definirse como el conjunto de procedimientos, comportamientos y conductas (individuales y colectivas), que esencialmente permiten asegurar la continuidad y la reproducción de las relaciones sociales fundamentales y conducir o guiar el proceso de acumulación de capital sin que dichos agentes se hayan puesto voluntariamente de acuerdo entre sí, o hayan internalizado los mecanismos que presenta la dinámica del sistema (Aglietta, 1976, Boyer 1989 y 2007). Otro concepto clave de la TR es el de régimen de acumulación. En términos de Aglietta (1976), el mismo se configura como un esquema o modelo de crecimiento de una economía nacional en una época dada e intenta conceptualizar la serie de determinaciones entre las condiciones de producción, la rentabilidad, los salarios y las condiciones de venta de las mercancías. Para Boyer (2007) el régimen de acumulación es el conjunto de regularidades que aseguran una progresión general y relativamente coherente de la acumulación del capital permitiendo reabsorber o extender en el tiempo las distorsiones y desequilibrios que nacen permanentemente del mismo proceso.

Las formas institucionales más importantes que configuran la relación entre el modo de regulación y el régimen de acumulación son: la moneda o restricción monetaria; el Estado; la formas de competencia de las unidades económicas en el mercado; la inserción del sistema productivo nacional dentro de la división internacional del trabajo, o “régimen internacional”; y la relación salarial (Boyer 1989).

En cuanto a la moneda propiamente dicha, la corriente institucionalista francófona se diferencia radicalmente de las teorías neoclásicas y cuantitativas. Los regulacionistas analizan los rasgos que definen a la moneda como su forma, modalidades de emisión, dinámica de su circulación o fundamentos de su valor, desde el estudio de los regímenes de acumulación. Consideran que esta es importante en la medida en que sus modalidades de emisión y circulación contribuyen a determinar el modelo de crecimiento de la economía (Guttman, 1996).

Mientras que los regulacionistas consideran que la moneda es una institución social, los economistas neoliberales u ortodoxos, como Friedman, no le dan ninguna, considerándola neutral y exógena al sistema de precios. La teoría de Friedman se basa, sobre todo, en una visión monetarista que reformula la teoría cuantitativa de la moneda expuesta por Irving Fischer y otros economistas.³ Según él, para frenar la inflación, el mayor de los males, es necesario simplemente controlar la emisión de moneda. Suponiendo que la velocidad de circulación de la moneda es estable, toda expansión de la oferta monetaria superior a la de los bienes redundará en un aumento de los precios pero no produce crecimiento. La moneda es, en este sentido, neutra. La intervención del Estado es siempre contraproducente porque la libertad de los mercados garantiza el equilibrio de la economía, aunque el neoliberalismo ha requerido en verdad una intervención muy activa del Estado

³ La teoría cuantitativa vincula la cantidad de dinero y su velocidad de circulación con el movimiento de los precios y la cantidad de transacciones. Friedman agrega que la demanda de dinero dependerá del coste de oportunidad de mantenerlo, en función de las tasas de interés de otros activos y de la riqueza del individuo.

para imponer sus ideas, como el apoyo a gobiernos dictatoriales (Pinochet, Videla) en América Latina.

Por el contrario, según Aglietta y Orleans (1982, 2002) la moneda no es un objeto pasivo sino que condensa y contiene, en la medida que le es posible, la violencia propia de las relaciones humanas dentro de las sociedades de orden mercantil. Según estos autores, la moneda cumple tres funciones específicas: la de ser unidad de cuenta, medio de circulación y medio de reserva o capacidad de atesoramiento. La moneda funda también la soberanía en la medida en que logra mantener la cohesión social, aunque nunca suprime la violencia esencial que las atraviesa. Ofrece una forma social en la que puede moverse, que es la restricción monetaria a la que se enfrentan los agentes.

Aglietta y Orleans (1982, 2002) proponen como herramienta conceptual para concebir la moneda el *sistema Jerarquizado*, que es donde su ambivalencia se pone de manifiesto. Este implica un proceso de diferenciación que da un lugar a la iniciativa privada de instrumentos de financiación, así como la dependencia común respecto a la moneda central. En un extremo del sistema opera el Banco Central –*sistema Homogéneo*– como regulador del horizonte de financiamiento y del costo de los intereses del capital. En el otro extremo, en cambio, prevalece la fuerza y el poder de negociación de los privados como elemento regulador de las relaciones monetarias –*sistema Fraccionado*–. Mientras que este último es más propenso a las transferencias de propiedad, en el sistema Homogéneo el Banco Central tiene la potestad de monetizar los saldos deudores y socializar las pérdidas en la búsqueda ciertos objetivos económicos. De esta forma, a través de las modalidades de articulación entre el Banco Central y las monedas privadas son definidas las condiciones de socialización de la actividad productiva. La política monetaria surge entonces como resultado de una lucha entre fuerzas opuestas que emanan de los intereses privados (acreedores y deudores) por asegurar su reproducción. La configuración particular de las instituciones financieras codifica una jerarquización de las relaciones sociales que determinan un modelo de crecimiento.

La estabilización del sistema Jerarquizado traduce la formación de un modelo de crecimiento del cual se afirma una hegemonía social. No obstante, la violencia mercantil o el deseo de los agentes de apropiarse una parte mayor del ingreso nacional nunca desaparece. La posibilidad de una crisis está siempre latente. Aglietta y Orleans (1982) definen a la crisis inflacionista como el resultado de las tensiones producidas en el seno del modelo de crecimiento, ante las cuales el Banco Central reacciona posibilitando la financiación de los sectores deudores, impidiendo así su liquidación y provocando el alza de precios. Esto provoca una distorsión en los precios relativos ante lo cual los distintos sectores buscan hacer prevalecer su fuerza para no perder lugar en la distribución de la renta. Se desata así una actividad especulativa que atenta contra la producción y la estabilidad misma del sistema. La intensidad del proceso determina los efectos sobre la moneda, siendo uno de los posibles efectos la huida hacia otras divisas (Blanc, 2000).

Según la naturaleza y el alcance de una crisis, pueden ser afectados en distintos grados el modo de regulación y el régimen de acumulación (Aglietta, 1976; Boyer, 2007). En el primer caso, los encadenamientos coyunturales pueden ser desfavorables pero el régimen de acumulación no necesariamente corre peligro. En cambio, en el segundo caso es el mismo principio del régimen de acumulación lo que está en cuestión y esto significa un escalón de gravedad superior. Estas crisis ocasionarían el cambio del modo de desarrollo (Neffa, Panigo y López, 2010).

En cuanto al caso del sistema monetario argentino, entendemos que su estudio resulta interesante por el hecho de que en la historia del país pueden encontrarse marcadas alternancias en la predominancia de lo que Aglietta y Orleans consideran sistemas Homogéneos y Fraccionados. A su vez, por las características de su estructura productiva, con alta productividad del sector primario por la elevada fertilidad de sus tierras, y su carácter periférico en el mercado internacional, se destaca la mayor relevancia de algunos elementos, como la marcada dependencia del sector externo, la constante presencia de ciclos y el rol ambiguo del endeudamiento.

Por una cuestión metodológica basaremos nuestro análisis en una periodización de la historia argentina dividida en cuatro grandes etapas (Cuadro 1). A su vez, con el objetivo de enriquecer el abordaje teórico iremos presentado los debates que en materia monetaria han tenido lugar entre los principales economistas argentinos en forma paralela a la narración de los procesos históricos que les dieron forma.

Cuadro 1. Periodización histórica de la economía argentina y alternancia de sistemas monetarios (1880-2015)

	Modelo Agro-exportador	Período de Industrialización	Etapa neoliberal	Post-convertibilidad
Período	1880-1929	1930-1975	1976-2001	2002-2015
Régimen de acumulación	Crecimiento “hacia afuera” y acumulación extensiva basada en el aprovechamiento de la alta productividad de la tierra como producto de su elevada fertilidad.	Crecimiento “hacia adentro” basado en una industrialización destinada a abastecer el mercado interno. En un principio la acumulación fue intensiva y luego se intentó consolidar sectores extensivos.	Vuelta a un régimen de acumulación “hacia afuera” pero esta vez con predominancia del sector financiero. Consolidación de sectores de acumulación intensiva y destrucción de empresas medianas y pequeñas.	Reconstrucción del mercado interno y crecimiento “hacia adentro” con importante recuperación del sector industrial. Dependencia de las exportaciones de los sectores de acumulación extensiva .
Situación política	Período caracterizado por la conducción política de sectores conservadores, ligados a los intereses de los terratenientes rurales que se beneficiaban con el modelo-agro exportador.	Irrupción del peronismo en el escenario político y posterior proscripción. Inestabilidad política y presencia recurrente de golpes de estado.	Se inicia con un golpe militar. Las primeras reformas fueron impuestas a través del terrorismo de Estado y la persecución política. Alineamiento con EEUU y los organismos financieros internacionales.	Estabilización de la política luego de la crisis de 2001. Fuerte rechazo a las recomendaciones del FMI. Conflicto con fondos buitres por la reestructuración del a deuda externa.
Sistema monetario	Sistema Fraccionado: predominancia de sistema de Caja de Conversión y del poder privado	Sistema Centralizado: mayor participación del Estado en la dirección del crédito	Sistema Fraccionado: vuelta a la supremacía del sector privado con la convertibilidad como punto más elevado	Sistema Centralizado: intervención del Estado en la dirección del crédito como medida anticíclica
Principales problemas	Dependencia del precio de las materias primas y los flujos de capital internacionales.	Crisis <i>stop and go</i> . Problemas en la balanza comercial para acompañar el crecimiento. Tensiones inflacionarias recurrentes.	Vulnerabilidad extrema de los flujos de capital. Crecimiento exponencial de la deuda externa y presencia permanente de la fuga de capitales.	Reaparición de los problemas en el balance de pagos y las tensiones inflacionarias. Recurrentes corridas cambiarias y fuga de capitales.

3. Un recorrido histórico por el sistema monetario argentino

3.1. El modelo agroexportador: dependencia externa y crisis recurrentes

El modelo agroexportador prevaleció en Argentina desde la consolidación del Estado moderno, en 1880, hasta la crisis mundial de 1930. Este se caracterizó por su discontinuidad: atravesó distintas etapas supeditadas a condiciones internas y externas: 1880-1890 (primer proceso de expansión interrumpido por dos crisis importantes), 1890-1902 (estancamiento y recuperación de la crisis de 1890), 1903-1913 (período de mayor auge del modelo), 1914-1918 (soportando los problemas originados por la primera guerra mundial), 1919-1930 (nuevo despegue y declinación). En toda esa época la continua expansión monetaria fue fruto de permanentes déficits fiscales que el Estado cubría con endeudamiento. El eje principal giraba en torno al mantenimiento del valor de la moneda y a la posibilidad o no de realizar una política monetaria mediante una alternancia de regímenes de convertibilidad y de moneda inconvertible.

El modo de desarrollo agro-exportador, derivado de la alta productividad del suelo argentino, se caracterizó por un régimen de acumulación extensivo y de “crecimiento hacia afuera”, basado en la renta agraria y la inserción activa en el comercio internacional (Rapoport, 2012; Neffa, 1998). En cuanto a la estructura social, se destaca la formación de una minoría privilegiada, compuesta por los terratenientes y sectores de poder de la ciudad-puerto más importante del país, Buenos Aires.

La gran dificultad en la economía abierta consistía en que la emisión de dinero era dependiente de las fluctuaciones del balance de pagos, y en que la única forma de lograr cierta estabilidad era establecer un tipo de cambio fijo atándose al automatismo del patrón oro y al funcionamiento de una Caja de Conversión. El sistema, sin embargo, terminó en todos los casos en serias crisis financieras: en 1873, 1885, 1890 y 1913. La reapertura de la Caja realizada en 1927 finalizó en otro fracaso al sentirse los efectos de la crisis mundial de 1929. Cada etapa presentó particularidades, aunque pueden ser interpretadas en un marco conceptual común, puesto que sus rasgos predominantes tenían directa relación con los propios cimientos o características estructurales del modelo.

Sin embargo, ese sistema no tenía muchas posibilidades de éxito: su base no eran “ahorros acumulados”, sino el oro que entraba o se pensaba que iba a entrar, por los empréstitos extranjeros. El mantenimiento de la convertibilidad dependía de diversos factores que estuvieron lejos de concretarse. Un país cuya economía estaba tan estrechamente ligada al desarrollo del comercio exterior y que no era productor de oro sólo podía tener una moneda convertible con una balanza de pagos permanentemente favorable, lo que no iba a ser el caso. Por otra parte, la ausencia de un marco institucional sólido en el terreno financiero y bancario, y la existencia de intereses poderosos, como los productores agropecuarios y los exportadores que no veían con agrado la estabilidad de la tasa de cambio y preferían un papel moneda devaluado, contribuían a impedir el éxito de una política monetaria basada en la plena vigencia del patrón oro y la libre convertibilidad.

La emisión monetaria y la inflación interna favorecían a esos grupos porque los precios de los productos que vendían al mundo aumentaban con la devaluación de la moneda, mientras los salarios y otros costos pagados con moneda nacional crecían en menor proporción.

La marcada inestabilidad durante este período ha desatado números debates en el campo del pensamiento económico. Roberto Cortés Conde (1997) sostiene la tesis

monetarista al señalar que las recurrentes crisis del modelo agroexportador fueron originadas por emisiones monetarias y no por desequilibrios en el balance de pagos. Aplica el modelo de las “expectativas racionales”, según la cual por el aumento del crédito y la oferta monetaria el público compraba oro ante las perspectivas de devaluación de la moneda, producto de la mayor oferta monetaria. Lo cual conducía al agotamiento de las reservas y a la apreciación del peso.

Pero un contemporáneo a esa época, José Antonio Terry (1893), que fue ministro de Hacienda entre mediados de 1893 y 1894, planteaba la cuestión de una manera diferente: el desorden monetario, las crisis financieras y los procesos inflacionarios de entonces estaban estrechamente relacionados al endeudamiento externo, “En la expansión, los gobiernos y particulares realizan nuevas operaciones de crédito, y el dinero que ingresa al país por razón de empréstitos, es nuevo elemento de actividad y de especulación. Los bancos facilitan sus descuentos por razón del aumento en sus depósitos, el dinero se abarata, crece el valor de las cosas, se produce siempre más, pero en cambio también aumenta el consumo [...] el exceso de la importación sobre la exportación y el servicio de los capitales extranjeros obliga a la extracción de numerario y termina por producirse escasez o pobreza en el medio ambiente de la circulación”. Sobre la crisis de 1890, señaló en particular. “En proporción al derroche bancario, el lujo y los gastos improductivos se habían multiplicado. Todavía se descontaba el porvenir por millones [...] se había perdido la noción del dinero”

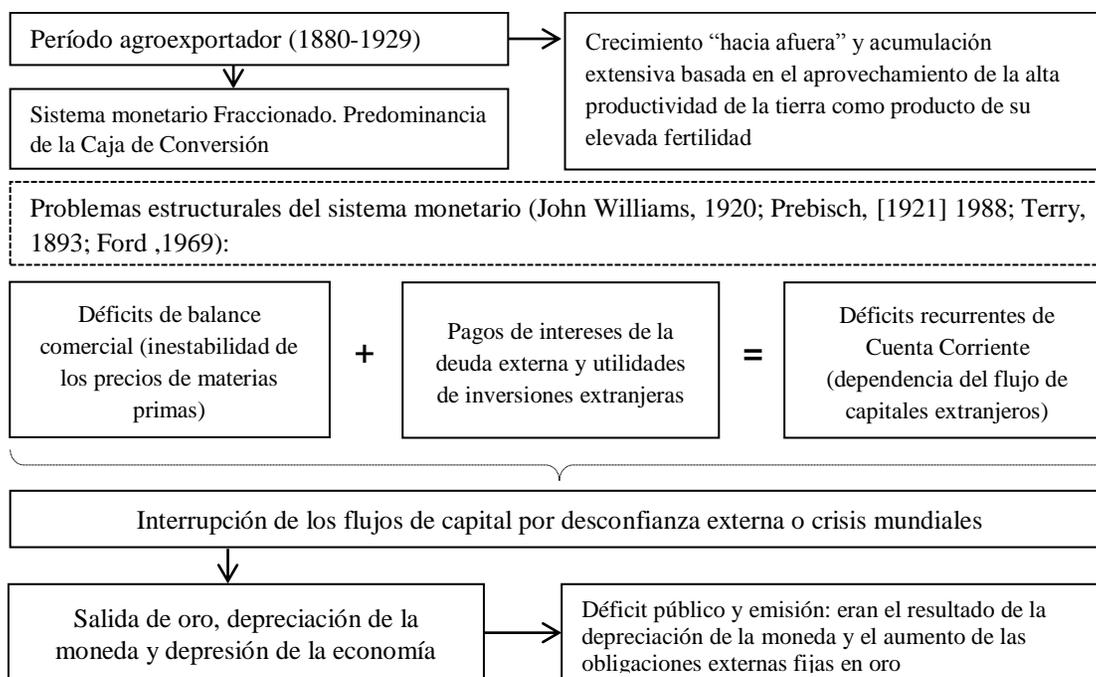
Las corrientes interpretativas sobre los desequilibrios internos, los mecanismos de ajuste de la balanza de pagos a que dieron lugar y sus repercusiones sobre el sistema monetario se ven plasmadas en los trabajos de autores como John Williams (1920), profesor de Harvard, Raúl Prebisch ([1921] 1988) y Alec Ford (1969), de la universidad de Leicester. Todos ellos visualizan la problemática desde distintas perspectivas basados, sin embargo, en una visión común que se ha definido como “estructuralista o de la balanza de pagos”, y que considera al endeudamiento externo como el principal responsable de las crisis y los desbordes monetarios aunque haya contribuido a la financiación de la estructura agroexportadora.

El ciclo cumplía, a grandes rasgos, la siguiente secuencia: la gran afluencia de capital externo, en calidad de empréstitos públicos y de colocaciones privadas, acrecentaba las reservas bancarias; el clima de bonanza favorecía el endeudamiento privado y la renovación de los plazos de las colocaciones financieras; incrementándose, a su vez, el volumen de las importaciones gracias al mayor consumo incentivado por la liberalidad del crédito. Pero la prosperidad tenía un límite y éste estaba marcado por la ampliación de los déficits comerciales argentinos y por la elevación de las tasas de interés en las plazas europeas.

Todas estas perturbaciones (o cualquiera de ellas) interrumpían la afluencia de capitales, mientras se imponía la necesidad de pagar en oro el aumento de las importaciones y los servicios financieros, que habían crecido durante el período de prosperidad previo. Ante la inevitable exportación de oro descendían las reservas bancarias y sobrevenía, entonces, el colapso, como resultado de una expansión no necesariamente vinculada al crecimiento real de la economía. Las perturbaciones eran, en definitiva, de origen externo y se reflejaban en la balanza de pagos que experimentaba continuos desequilibrios. En el proceso intervenían, por un lado, factores objetivos como los movimientos internacionales de capital y, por otro, factores subjetivos, como la confianza o la desconfianza sobre la evolución de las variables económicas y monetarias.

Prebisch ([1921] 1988) sostenía, y en ello basó en parte su teoría centro-periferia, que los ciclos económicos internos se encontraban atados a los de Gran Bretaña. Cuando se acumulaba liquidez en la metrópoli porque caían las tasas de rentabilidad, los capitales se dirigían al exterior en búsqueda de nuevas formas de valorización. Los recursos que se volcaban a países periféricos, como la Argentina, impulsaban así una fase ascendente del ciclo económico. Esta fase duraba hasta que dificultades en los lugares de inversión o la necesidad de reactivar su propia economía (subiendo las tasas de interés del Banco de Inglaterra), hacía que los capitales regresaran, dejando en la periferia altos niveles de endeudamiento y una crisis económica en ciernes.

Gráfico 1. Esquema estructuralista de los problemas del sistema monetario en el período agroexportador, 1880-1929.



3.2. La industrialización y la participación del Estado en el sistema monetario y financiero

El sistema de la Caja de Conversión se había revelado insuficiente para evitar la fuga de oro o la devaluación durante las crisis y su innegable rigidez en épocas de convertibilidad impedía el manejo de la política monetaria, mientras en momentos de inconvertibilidad fomentaba el emisionismo incontrolado.

Especialistas norteamericanos y británicos ya estaban asesorando desde comienzos de la década de 1930 a los países del continente en la creación del Banco Central, como el proyecto que un experto inglés, Sir Otto Niemeyer, había realizado para el Brasil o los elaborados por el estadounidense Kemmerer para varios países andinos. No es casual, entonces, que se invitara al mismo Niemeyer a venir a la Argentina en 1932, para realizar una evaluación del sistema financiero y aconsejar una serie de medidas necesarias para su

mejor funcionamiento, lo que dio lugar, en 1933, a la elaboración de un informe donde diseñaba los mecanismos del futuro Banco Central. Finalmente se aprobó, en mayo de 1935, un proyecto elaborado por Raúl Prebisch que, en su concepción de la política bancaria, difería de las propuestas de Niemeyer y fue discutido arduamente en el Congreso de la Nación.

La principal función del nuevo banco era la de mantener el valor de la moneda, para lo cual debería concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales. Por otra parte, se establecieron disposiciones para facilitar la amortiguación de los movimientos en el sector externo de la economía; en particular, para contrarrestar la volatilidad de las inversiones externas y su impacto sobre las variables monetarias. Con una temprana concepción anticíclica de la política monetaria, se preveía que el efectivo absorbido por el Banco Central en una fase expansiva podría ser devuelto a la circulación cuando la economía entrara en una fase contractiva (Lorenzutti, 1996; Arnaudo, 1987).

Entre los instrumentos de política monetaria que a lo largo de su historia el BCRA dispondría deben mencionarse las operaciones de mercado abierto (compra y venta de valores), la fijación de márgenes y tasas de redescuento, la modificación de los efectivos mínimos de los bancos y el control del crédito. Todos estos aspectos lo diferenciaban esencialmente del funcionamiento de la Caja de Conversión (Jiménez, 1968). Sin embargo, desde un principio se transgredieron algunas reglas iniciales con políticas heterodoxas. Así, por ejemplo, el empleo de las reservas para el pago de la deuda externa en lugar de recurrir a nuevos endeudamientos, constituye un recurso que fue utilizado a poco de crearse el nuevo banco.

Ya desde la crisis de 1930 existía la certidumbre de que el modelo agroexportador se había agotado como fórmula del crecimiento económico del país. Así, en una primera instancia fueron gobiernos conservadores los que comenzaron con una mutación del régimen de acumulación, ahora de “crecimiento hacia adentro”, basado en una industrialización sustitutiva de bienes de consumo dirigida al mercado interno (Rapoport, 2012; Neffa, 1998). La caída del comercio internacional había afectado los precios de las materias primas que exportaba el país por lo que la industrialización se impuso al principio como una necesidad. Sin embargo, el crecimiento de la industria estuvo acompañado también por un fuerte incremento en el número de proletarios que modificaron por completo la estructura social y política del país. Los gobiernos conservadores, que representaban los intereses de los sectores de las clases terratenientes rurales, no podrán contener las tensiones que emanaban del nuevo régimen de producción. La crisis política culminará con el golpe de estado de 1943 que allanará el camino a la presidencia del militar industrialista Juan Domingo Perón.

Un aspecto central de la política económica durante ésta etapa consistió en la mayor participación del Estado en la distribución del crédito. En 1944 se creó el Banco de Crédito Industrial Argentino (BCIA), que dos años más era responsable de un 20% del financiamiento bancario al sector industrial, participación que se incrementó en años posteriores, llegando a aportar hacia 1949 casi el 80% del crédito total concedido a las firmas del sector. La mayor parte de estos fondos provenían del IAPI (Instituto Argentino de Promoción del Intercambio) que era utilizado por el gobierno para captar divisas del comercio exterior, provenientes sobre todo del sector agropecuario, y transferirlas al sector industrial y a otras ramas de la economía.

En 1946 se modificó la Carta Orgánica del BCRA, estableciendo la nacionalización del mismo. La nueva normativa incluía la garantía del Estado de todos los depósitos efectuados tanto en bancos oficiales como privados. Con ello, se perseguía brindar una garantía absoluta a los depositantes, orientar la política crediticia hacia las actividades juzgadas por el gobierno como prioritarias, y reducir el costo del dinero mediante la disminución de las tasas de interés. Los resultados fueron, en principio, bastante auspiciosos, lográndose un control eficaz del destino del crédito y su asignación a los sectores escogidos por la estrategia gubernamental. El sector industrial, que en 1945 obtenía una tercera parte de los créditos totales, recibió, cuatro años más tarde, la mitad del apoyo crediticio bancario.

El Estado tenía también una influencia decisiva en la fijación de la tasa de interés, cuyos valores diferían según el destino de los préstamos. En ese punto, la industria recibió un apoyo particular, beneficiándose con tasas de interés inferiores a la tasa de inflación, hecho que encubría un subsidio a ese sector. En general, durante la gestión peronista se registraron tasas de interés reales negativas, hecho que favorecía la actividad productiva desde dos puntos de vista. Por un lado, se estimulaba la toma de créditos. Por el otro, se reducía el costo de oportunidad de dichas actividades frente a la alternativa de las colocaciones financieras.

Entre 1949 y 1951 surgieron tensiones en el modelo de crecimiento por una crisis de balanza de pagos, resultado de la caída de los términos de intercambio de los productos agrícolas, principal exportación del país, y dos sequías consecutivas que redujeron la oferta disponible. Así, el esquema de transferencia de la renta agraria se debió modificar y, como consecuencia de una nueva orientación en la política económica, también el sector agropecuario comenzó a gozar de mayor facilidad en el acceso al crédito. La dependencia de las divisas y los problemas en la balanza de pagos se vieron reflejados en una aceleración de la suba de precios. En 1952, tras la aplicación de restricciones en materia monetaria, se produjo un descenso de la tasa de inflación y una caída moderada del sector productivo. Se siguió una política mucho más controlada que en los años iniciales, a pesar de que nuevamente el gasto público ganó en importancia como factor de creación de medios de pago. Pero el proceso inflacionario, en 1954 y 1955, se redujo de manera notable.

Estas tensiones en el régimen de acumulación conspiraron contra la estabilidad del gobierno y sirvieron como caldo de cultivo para las facciones opositoras, conformadas principalmente por los grupos conservadores que habían quedado relegados con el ascenso del peronismo. En septiembre de 1955, tras un golpe de Estado, se inició una etapa de proscripción política del peronismo que durará hasta 1973. La política económica de la llamada “Revolución Libertadora” intentó promover la expansión económica con estabilidad. El fenómeno inflacionario, evaluado como una de las herencias más pesadas, era atribuido a dos factores: la creación excesiva de medios de pago, es decir, la emisión monetaria, y los aumentos masivos de precios y salarios.

La tarea específica del gobierno de facto se condicionaba al logro de la estabilidad de precios y la superación de los desequilibrios del sector externo en el corto plazo. Para ello, debía alcanzarse una *moneda sana* con un severo control en la evolución de la cantidad de dinero, la reducción del empleo en el sector público, una mayor racionalidad en las empresas del Estado y, en términos más generales, una disminución del gasto público.

El programa se inició con una fuerte devaluación. Paralelamente, se volvió a instaurar un mercado libre. En el sector monetario se practicó una profunda

reestructuración de la banca. Los depósitos se desestatizaron, mientras se decretó la autarquía del Banco Central. Los lineamientos monetarios del gobierno apuntaban a detener la expansión monetaria, a partir de una reducción del gasto público. De esa manera se lograría la estabilización.

La apertura hacia el comercio internacional y la búsqueda de mayor participación en los mercados de capitales llevaron a que la Argentina firmara los acuerdos de Bretton Woods, incorporándose así a los organismos financieros internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Complementariamente, el 2 de julio de 1956, la Argentina acordó con once países europeos reemplazar los convenios bilaterales por un sistema multilateral de pagos, que constituyeron el llamado “Club de París” (Rapoport, 2014a). Se firmó además un convenio con el Fondo Monetario Internacional que abrió la posibilidad para un crédito *Stand By*. Las condicionales para acceder a los créditos de los denominados planes de estabilización del FMI eran varias: una drástica reducción del déficit fiscal, la devaluación monetaria y la flotación cambiaria, la liberación de todo tipo de control de precios, las restricciones para otorgar aumentos salariales, el fomento a la inversión extranjera y al endeudamiento externo y la disminución de la protección arancelaria y fiscal (Brenta, 2013).

Durante los sucesivos gobiernos del período comprendido entre 1955 y 1976 se intentó instaurar en el país un régimen de acumulación intensivo, reorientando los esfuerzos al desarrollo de industrias de bienes de consumo durable y de insumos intermedios. Sin embargo, la persistencia de la restricción externa dio lugar a recurrentes crisis de balance de pagos. Estas se intentaban saltar a través de devaluaciones del tipo de cambio, que tuvieron lugar en los años 1959, 1962 y 1975, pero el alivio era sólo temporal ya que eran acompañadas por un proceso inflacionario y en el lapso de apenas unos años las presiones sobre el balance de pagos volvían a surgir (Rapoport, 2012). Este fenómeno, que escapa a los postulados de la economía neoclásica, fue estudiado por diversos economistas del país.

Según autores como Prebisch (1949), Olivera (1967), Diamand (1972) y Braun y Joy (1968), la inflación en los países periféricos durante los procesos de industrialización tenía en esa época una explicación distinta que la que atribuía a los aumentos salariales o la emisión monetaria su causa principal. El problema residía más bien en el sector externo y en una tendencia estructural hacia la escasez de divisas. Es que, a pesar de los esfuerzos por lograr la industrialización, el país exportaba sobre todo materias primas, con precios muy variables en el corto plazo y determinados en los mercados internacionales. A su vez, el crecimiento económico iba acompañado de un aumento de las importaciones de bienes industriales de capital e insumos de precios más estables. Mientras que los valores de las exportaciones subían y bajaban periódicamente, no ocurría lo mismo con las importaciones. Esto tornaba muy fluctuantes los saldos del comercio exterior y restringía, por lo tanto, la disponibilidad de divisas genuinas no provenientes del ingreso de capitales por préstamos o inversiones directas o especulativas.

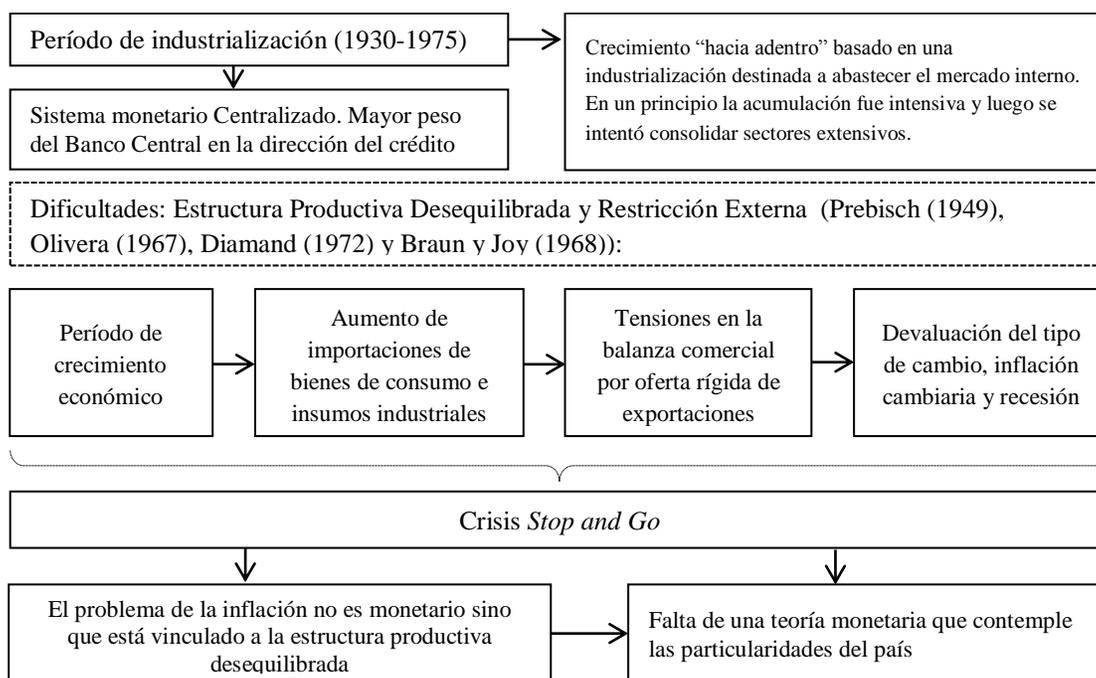
Por todo esto, cuando un país periférico emprendía un proceso de crecimiento, sus requerimientos de divisas para importar aumentaban fuertemente, mientras que sus exportaciones, sujetas a una oferta poco flexible, no lo hacían del mismo modo. Esto generaba una importante escasez de divisas y presiones sobre el tipo de cambio (Braun y Joy, 1968). Para recuperar el equilibrio externo, especialmente si el tipo de cambio se mantenía atrasado, se recurría a devaluar la moneda doméstica.

Sin embargo, en países como la Argentina, donde buena parte de los bienes exportables son al mismo tiempo productos de consumo básico, la inflación posterior a la

devaluación cambiaria también se producía porque los exportadores aumentaban sus precios de venta en el mercado interno en la misma proporción en que se incrementaban sus ingresos en divisas medidos en la moneda local (Olivera, 1967), mientras que las cantidades exportables variaban poco. En consecuencia, aplicar políticas antiinflacionarias contractivas, basadas en argumentos de tinte monetarista, no lograba más que exacerbar el proceso inflacionario. No se corregían los problemas de la oferta, sino sólo frenaba el crecimiento, dando lugar así a los denominados ciclos de *stop and go*.

Marcelo Diamand (1972) consideraba que los problemas de la industrialización tenían su raíz en la estructura productiva desequilibrada que caracterizaba al país. Según el autor, la imposibilidad del sector industrial de lograr un incremento acelerado de las exportaciones que acompañará el crecimiento de la economía no radicaba en su propia ineficiencia o baja productividad sino que, en realidad, era la alta productividad relativa de las actividades agropecuarias lo que impedía su desarrollo. Esto sucedía porque las divisas que ingresaban de las exportaciones primarias, favorecidas por la alta fertilidad de la tierra, ejercían presiones sobre el tipo de cambio elevándolo a un nivel mayor al que necesitaba la industria para poder competir en el mercado internacional. Según Diamand (1972), la falta de una teoría sobre el tipo de cambio y la moneda que contemple las particularidades de la estructura productiva desequilibrada era uno de los motivos principales de los ciclos que aquejaban al país e impedían su desarrollo.⁴

Gráfico 2. Esquema estructuralista de los problemas del sistema monetario en el período de industrialización, 1930-1975.



⁴ El autor popularizó la idea de describir la economía argentina como un “péndulo”, basado en la estructura desequilibrada y en la alternancia entre las políticas populares y ortodoxas centradas en la primacía del sector industrial o del agropecuario (Diamand, 1972).

3.3. El modelo rentístico-financiero: un régimen monetario al servicio de la especulación

A partir del golpe de Estado conservador de 1976, comenzaron a producirse profundos cambios en la estructura económica argentina, que terminaron por conformar un nuevo modelo económico basado en la acumulación rentística y financiera, la apertura irrestricta en busca de una inserción exportadora sustentada en el criterio de especialización en sectores con ventajas comparativas, el endeudamiento externo y el disciplinamiento social. En Argentina, las políticas neoliberales se implementaron tempranamente, antes aún que en Inglaterra y Estados Unidos, bajo el comando del ministro de Economía, José Alfredo Martínez de Hoz y de un equipo económico inspirado en las ideas de la escuela monetarista de la Universidad de Chicago (Rapoport, 2012).

La dictadura militar se propuso restablecer la hegemonía del mercado en la asignación de recursos, restringir la participación del Estado y abrir la competencia de los productos nacionales con los extranjeros, aunque ello significara sacrificar la industria local. En una primera etapa, de 1976 a 1978, se implementó un plan de ajuste ortodoxo, con devaluación, liberación de precios, congelamiento de salarios, facilidades para las importaciones, cese de la promoción de exportaciones industriales y una reforma financiera. El terrorismo de estado impidió todo tipo de resistencia social. Las élites agropecuarias, los grandes grupos económicos y financieros locales, y los intermediarios de las finanzas y el comercio internacionales fueron los beneficiarios inmediatos y de largo plazo de estas políticas.

El diagnóstico inicial que hicieron las autoridades económicas al asumir el poder señalaba a la inflación como problema principal. Para fundamentar sus políticas de estabilización recurrieron al “enfoque monetario del balance de pagos”, en el que la inflación no es atribuida exclusivamente a la oferta excesiva de dinero, sino al efecto simultáneo de una economía cerrada a las importaciones. En el caso de una economía abierta, el exceso de demanda provocado por la expansión monetaria puede derivarse a las importaciones, sin provocar inflación. En una economía con tipo de cambio fijo y perfecta flexibilidad de precios, el exceso de dinero estimula la importación, que obliga a la gente a desprenderse de moneda local para comprar divisas, de manera que la oferta monetaria se contrae y vuelve al nivel de equilibrio.

Este esquema, que debía conducir en el mediano plazo a niveles de inflación y tasas de interés convergentes con las de EEUU, tuvo en la práctica consecuencias negativas. Como ni los precios ni las tasas de interés eran todo lo elásticas que la teoría admitía, generaron un profundo retraso cambiario que desalentó la producción y estimuló la entrada masiva de capitales especulativos. El resultado fue un fuerte endeudamiento que a partir de ese momento condicionó las políticas económicas internas (Rapoport, 2014a).

Desde 1976, con una interrupción parcial durante el gobierno de Alfonsín, se implementó una política monetaria pasiva, en la que la cantidad de dinero se rigió casi exclusivamente por los movimientos de capitales. Cuando estos ingresaban, la cantidad de moneda se expandía, estimulando una coyuntura ascendente. En la etapa de reflujo, la masa monetaria se contraía –incluso más que la expansión previa, por cuanto los capitales salientes se habían valorizado y también retiraban sus ganancias–, acentuando la depresión.

De esta forma, los ciclos internos volvieron a estar determinados –como en la época agroexportadora– por los ciclos de los capitales financieros internacionales. La moneda actúa aquí de manera absolutamente procíclica, exacerbando auges y depresiones, mientras

estimula en todas sus etapas diferentes formas de endeudamiento público y privado. La economía argentina se volvió proclive a ingresar en burbujas especulativas sin una base productiva sólida, las que finalizaron en profundas crisis financieras y tuvieron fuertes repercusiones sociales.

En esta cuestión fue de vital importancia la reforma financiera de 1977, que ubicó al sector financiero en una posición hegemónica en términos de absorción y asignación de recursos. El nuevo *Régimen de Entidades Financieras* iniciaba un rumbo cuyo norte apuntaba a la liberalización del mercado interno y a una mayor vinculación con los mercados internacionales. Utilizando los términos conceptuales de Aglietta y Orleans, podríamos afirmar que estas reformas significaron una nueva prevalencia del sistema monetario Fraccionado. La Ley 21.495 autorizaba al Banco Central a restituir a las entidades financieras la facultad de captar depósitos por cuenta propia y fijar las tasas de interés activas y pasivas, sobre la base de la garantía de los depósitos otorgada a esas entidades. La función de intermediación monetaria se reservaba para ejercicio exclusivo de los bancos comerciales y se incorporaban normas sobre efectivos mínimo, modificables por el Banco Central en función de las necesidades de la política monetaria.

La autoridad económica, al impulsar la reforma se proponía asegurar a los depositantes tasas de interés positivas. De esa manera, los ahorristas incrementarían sus colocaciones en activos financieros cuasi líquidos y no presionarían tanto sobre el mercado de bienes, afirmándose que ese aumento del ahorro podría canalizarse hacia inversiones productivas sustentando la política antiinflacionaria (Deheza, 1981).

La reforma financiera tuvo un papel determinante sobre el conjunto de la economía, ya que la liberalización de los movimientos de fondos y de las tasas de interés modificó drásticamente las condiciones de rentabilidad de los distintos sectores económicos, afectando negativamente a las actividades productivas, incentivando la valorización especulativa y produciendo una hipertrofia del sector: entre 1978 y 1979 se autorizó la apertura de 1197 sucursales financieras, mientras el PBI per cápita se encontraba virtualmente estancado (Deheza, 1981). El actor principal del sistema pasaba a ser la figura del banco comercial, “entidad omnipotente facultada para hacer todo tipo de operaciones” (Arnaudo, 1987).

Tras el restablecimiento de la democracia y con el objeto de frenar la crisis económica, el problema del endeudamiento externo y el proceso inflacionario desencadenado desde mediados de la década del '70, los equipos económicos del presidente Raúl Alfonsín (1983-1989) encararon diferentes y contrapuestas medidas de política económica. Primero, se intentó negociar duramente, aunque sin éxito, con los organismos internacionales y se lanzó un programa para reactivar el mercado interno deprimido, que no logró la aceptación de los grandes grupos económicos. Eso dio pie para una reestructuración del gabinete y el lanzamiento del Plan Austral, cuyos objetivos apuntaban tan sólo a quebrar la inercia inflacionaria y, a partir de allí, intentar la recuperación. Sin embargo, este plan, con un cambio en el signo monetario –el austral en lugar del peso- y una relación inicialmente fija, no logró pasar a esa segunda etapa, pues la salida del congelamiento de precios planteado volvió a acelerar la inflación. Luego de varios retoques y con un contexto político cada vez más desfavorable, se buscó casi exclusivamente atenuar el proceso inflacionario con el Plan Primavera, pero tuvo una respuesta negativa por parte de las corporaciones económicas y en 1989, antes de las elecciones, estalló una aguda crisis hiperinflacionaria.

El compromiso de mantener bajo control la cantidad de dinero se veía contrariado por el creciente déficit fiscal y por la necesidad de comprar divisas para cancelar los compromisos externos, lo cual implicaba inyectar el contravalor en australes en el mercado. Esto obligaba a recurrir de manera casi abusiva a herramientas de política económica que podían ser explosivas en el mediano plazo, como tratar de esterilizar parte de la nueva masa monetaria con la colocación de títulos públicos, canjeando, en definitiva, deuda externa por deuda interna (Rapoport, 2014a).

Ahora bien, las tasas de interés crecientes y las dificultades en la oferta estimulaban la inflación, presionando otra vez sobre las tasas de interés nominales. Este círculo vicioso no pudo frenarse y se inició, entonces, una fuerte fuga de capitales. La nueva burbuja especulativa fue imparable, llevándose con ella, no sólo el valor de la moneda y el poder adquisitivo, sino también al gobierno radical, que perdió las elecciones en un clima de crisis generalizada. La deuda externa alcanzaba los 65 mil millones de dólares y la inflación llegó a más del 3.000% de incremento en 1989.

En julio de 1989 asumió la presidencia del país Carlos Menem (1989-1999), iniciando un experimento económico basado en el alineamiento automático de los principios del Consenso de Washington. El gobierno consideraba necesario “purgar”, en enero de 1990, al sistema de la masa de “riqueza” financiera “sobrante”. Esto fue lo que ocurrió con la implementación del llamado Plan Bonex; adelantándose a la convertibilidad y a la aceptación, en 1992, del Plan Brady propuesto por EEUU para la reestructuración de la deuda externa latinoamericana; y convirtiendo a buena parte de los depósitos e inversiones bancarias en títulos denominados en dólares a ser devueltos en diez años. Era otra forma, cuyo costo recaía esta vez en los clientes de los bancos, de resolver una crisis financiera, luego de la quiebra de varias instituciones bancarias a principios de la década del 80.

La novedad en los '90 fue la creciente sumisión de los bancos centrales latinoamericanos a los paquetes de estabilización del FMI, basado en políticas de deflación. Fue producto no sólo de la inestabilidad externa sino el resultado de otros dos procesos: “Primero, los grupos nacionales cosmopolitas cambiaron la composición de sus activos ampliando sus depósitos financieros en bancos extranjeros [...] Segundo había un consenso práctico entre los tecnócratas y economistas académicos que la mejor política para el Banco Central era la de seguir las políticas prescriptas por el FMI” (Aguilar, 2008: 93-94). En verdad, un tercer elemento entra en juego. La única garantía para los capitales extranjeros (y para las privatizaciones) fue esa casi dolarización o tasa de cambio fija, más conocida por el público como “convertibilidad”. La principal tarea del BCRA, era mantener esa ficción y asegurar, cuando fuera necesario, la fuga de capitales de sectores locales y firmas extranjeras.

Resuelto -al menos transitoriamente- el problema de la deuda interna y de la masa monetaria, las brevas estaban maduras para el retorno de un plan antiinflacionario que respondiera a las características de la nueva ortodoxia neoliberal. La inflación logró detenerse mediante la instauración abril de 1991 del Plan de Convertibilidad, implementado por Domingo Cavallo desde el ministerio de Economía.

Ese mismo año, la Carta Orgánica del Banco Central volvió a modificarse. Pero esta vez, con un funcionamiento de la institución de mayor similitud al de la Caja de Conversión, quedando anulada toda posibilidad de política monetaria activa para suavizar las fluctuaciones económicas. Por el contrario, cada crisis de los mercados externos -que en los años '90 fueron muchas: como la del “tequila” en 1995, la asiática en 1997, la rusa en

1998, la brasileña en 1999, la de las puntocom en 2000, por mencionar sólo las más importantes- resintió la producción y el empleo en la Argentina, pero el BCRA sólo actuó frente a ellas en salvaguarda del sistema financiero a pesar de los elevadísimos índices de desempleo, quiebras y caída de la producción.

Los encajes bancarios sobre los depósitos en moneda nacional fueron rebajados, mientras que se aumentaron los que afectaban a los depósitos en moneda extranjera, tratando de estimular las transacciones en pesos en lugar de las realizadas con divisas. Al igual que en épocas de la “tablita” de Martínez de Hoz, la apertura comercial y la liberalización de los flujos de capital acompañaron estas medidas. El tipo de cambio se convirtió entonces en el ancla del sistema de precios.

Se procuraba evitar que el Estado emitiera dinero para solventar el déficit público. La creación y la absorción de dinero quedaban limitadas al ingreso o egreso de divisas, lo que transformaba la oferta monetaria en una variable exógena, que no podía ser controlada por la política económica.

El cuadro se completa con una evolución decreciente pero positiva de los precios. El ancla cambiaria solamente afectaba a los precios de los productos “transables”, es decir, aquellos que se pueden importar y exportar o consumir dentro de las economías en las que se producen. Con un dólar fijo, si los precios internos se incrementan, las importaciones de este tipo de bienes se abaratan y los productores locales que no retornan al precio anterior son expulsados del mercado. Pero tal mecanismo no rige para los precios de los bienes “no transables” o servicios, que pueden seguir aumentando. Eso genera un periodo donde la inflación se mantiene y el tipo de cambio se retrasa, minando la competitividad de la industria frente a las importaciones, así como la de las exportaciones en los mercados externos (Brenta, 2014).

Este fenómeno, que ya había ocurrido durante la dictadura, se agravó de manera sistemática. La decisión de privatizar activos públicos como forma de cancelar parte de la deuda externa y acordar con los organismos de crédito internacionales una reestructuración de pasivos, obligó en los comienzos a mejorar la rentabilidad de las empresas del Estado, cuyas tarifas se elevaron. Por eso, la inflación inicial fue parte explícita del esquema impuesto y dio pie a la existencia de un desequilibrio comercial cubierto con deuda externa. Estas políticas contribuyeron a producir, junto con otras más específicas, una sistemática destrucción de la industria nacional, lo que sumado a la reestructuración de las empresas privatizadas generó un creciente desempleo.

En cuanto al sistema financiero en sí mismo, sus funciones y dimensión estuvieron siempre en cuestión en la Argentina y más aún en los últimos treinta años. Los ideólogos del liberalismo clamaron por la existencia de un número de entidades determinada por el mercado y de tasas de interés libres y elevadas; muy superiores a las tasas de rentabilidad de la actividad productiva. Esto se expresó en el predominio del sector financiero sobre el real, en el direccionamiento del crédito hacia las grandes empresas, y en la escasez y alto costo del financiamiento para las Pymes o los préstamos para la vivienda (Bleger, 2004).

En el marco del régimen de convertibilidad, para evitar una contracción de esa base monetaria resultaba indispensable que el gobierno proporcionara más divisas endeudándose. Esta lógica se reproducía y agravaba porque los ingresos de divisas gestionados por el Estado eran rápidamente fugados por el sector privado, que redujo sus pasivos y aumentó sus activos en el exterior a costa de un aumento colosal de la deuda externa pública (Gaggero *et al.*, 2015). La reducción de la liquidez elevaba las tasas de interés y, por esa vía, afectaba nuevamente los niveles de actividad económica. El

achicamiento del consumo y, sobre todo, de la inversión, repercutía sobre el nivel de importaciones. Aun así, el relajamiento en la balanza comercial era insuficiente para contrarrestar el pago de intereses y el considerable incremento en la remisión de dividendos.

La recesión se utilizó para cerrar estas brechas a través de políticas de ajuste recomendadas por el FMI (rebajas de sueldos y jubilaciones, contracción del gasto público, “impuestazo” a los sectores medios) a lo que se sumaban la contracción de las importaciones y el incremento de los saldos exportables. En marzo de 2001, a diez años del establecimiento de la convertibilidad, su autor, Domingo Cavallo retornó al ministerio de Economía para observar su agonía y posterior derrumbe. Tiempo tuvo para proclamar el déficit cero y negociar un ruinoso “Megacanje”.⁵

Pero el deterioro del sector público con el empeoramiento progresivo de sus finanzas, tenía una dimensión adicional en las disputas con las provincias que preanunciaba el fin del sistema. Acosadas por las restricciones financieras, éstas encontraron crecientes dificultades para financiar sus gastos, en tanto el gobierno nacional les reclamaba compromisos a fin de eliminar sus déficits. El conflicto fue aliviado parcialmente a través de la emisión de cuasimonedas, que permitieron a las provincias incrementar la liquidez pese a la escasez de dólares. Proliferaron las emisiones de más de 15 cuasimonedas, incluyendo una del Estado nacional: los Lecop, emitidos por el Banco Central. Los Lecop podían ser utilizados para pagar impuestos nacionales y bienes y servicios y, a diferencia de los Patacones, que con anterioridad había lanzado la Provincia de Buenos Aires, no devengaban interés (Schvarzer y Finkelstein, 2003).

**Cuadro 2. Emisiones de cuasimonedas hacia diciembre de 2002
(en millones de pesos según ente emisor).**

Título	Emisor	Monto
Lecop	Nación	3.225
Patacón	Buenos Aires	2.705
Lecor	Córdoba	800
Federal	Entre Ríos	237
Cecacor	Corrientes	206
Bocado	Tucumán	173
Quebracho	Chaco	100
Boncafor	Formosa	73
Petrom	Mendoza	70
Bono Público	Catamarca	32
La Rioja	La Rioja	17
Patacón I	Jujuy	6
Total		7.645

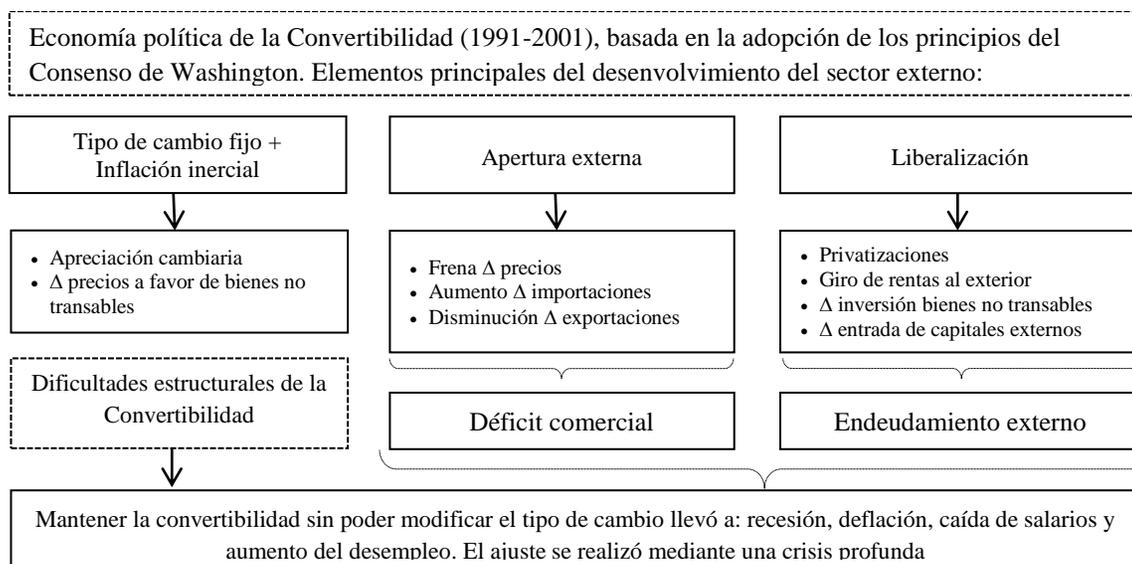
Fuente: Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2003)

⁵ El "Mecaganje" consistió en una operación financiera mediante la cual se postergaba los vencimientos de deuda próximos para más adelante, buscando generar un clima de confianza. Las tasas de interés implícitas resultaron ruinosas, llevando incluso a disputas judiciales debido a las acusaciones de ilegalidad (Rapoport, 2014a).

Aunque las cuasimonedas fueron muy cuestionadas por la visión ortodoxa, algunos analistas las juzgan de una manera mucho menos negativa. Ante una masa de dinero que se reducía rápidamente por la salida de capitales y que había hecho disminuir la base monetaria de 15.056 millones de pesos a 10.960 millones a lo largo de 2001, las monedas provinciales amortiguaban la caída de la demanda impulsada desde el gobierno nacional, dando algo de oxígeno a las finanzas provinciales. Por lo tanto, eran útiles para evitar una crisis aún más profunda (Sbatella, 2004).

El drenaje de depósitos puso al sistema al borde del colapso y obligó al gobierno a sancionar primero una “ley de intangibilidad de los depósitos” y a instaurar poco después el “corralito”, que implicaba restricciones al retiro de fondos de bancos. La adopción del corralito fue el reconocimiento de que la convertibilidad se había derrumbado por completo y la cadena de pagos estaba rota. La devaluación fue anunciada finalmente en enero del 2002. Pero la crisis era mucho más profunda que el sólo quiebre del régimen monetario, y dejaba secuelas de más largo plazo: el deterioro del capital físico y la desindustrialización; una crisis social sin precedentes con altos niveles de pobreza y desempleo; un endeudamiento externo asfixiante, que de 65 mil millones de dólares en 1983 pasó veinte años más tarde a 175 mil millones; y un derrumbe del sistema político.

Gráfico 3. Esquema de la economía política de la Convertibilidad, 1991-2002.



3.4. La recuperación económica y la persistencia de los problemas de la moneda

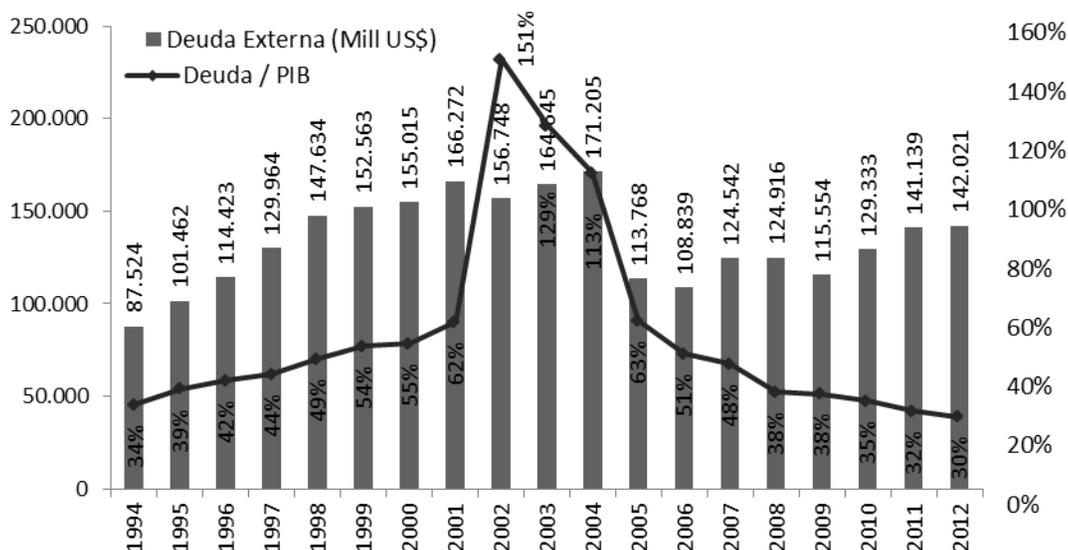
La profunda crisis económica y social de 2001 obligó a un replanteo integral de la economía argentina. El nuevo modelo se fundamentó en la mejora en la distribución del ingreso y la creación de empleo, que actuaron como dinamizadores de la demanda y por derrame de la producción en general.

Las primeras medidas tomadas luego de la crisis consistieron, en primer lugar, en a modificar la paridad cambiaria y luego liberar el mercado de divisas. Sin anclas, parecía

evidente una corrida en los precios, por eso, a poco de andar, se introdujeron retenciones a las exportaciones. Estas, además de actuar como amortiguador de la inflación, permitieron al Estado captar recursos “dolarizados” e introducir un tributo que recaía en quienes más se beneficiaban por la devaluación. Por otra parte, la compresión del mercado interno producida por la caída del ingreso y la desocupación sin precedentes actuaban, en definitiva, como un ancla temporal que iría dosificando en los años siguientes la transferencia parcial a precios de la devaluación.

Mientras tanto, comenzó una dura negociación de la deuda externa, que incluyó un default inicial de las deudas con acreedores privados y una amenaza de cesación de pagos a los organismos de crédito internacionales. Finalmente, la deuda se reestructuró con reprogramación en los pagos y quita en los montos, disminuyendo en el 2009 a menos de un 40% del PIB. A fines de 2005, se canceló también anticipadamente la deuda que se tenía con el FMI, en una clara maniobra política con el objetivo de ganar grados de libertad a la hora de ejercer la política económica (Rapoport, 2014a).

Gráfico 4. Evolución de la Deuda Externa Argentina, 1994-2012.



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC y Ministerio de Economía

A contramano del régimen de acumulación de la convertibilidad, a partir de 2003 se inició un modelo de crecimiento liderado por el aumento del empleo y los salarios (Abeles, 2009). Este esquema se fundamentó en la mejora de la distribución del ingreso, como resultado de los incrementos salariales y la creación de puestos de trabajo. El nuevo régimen de acumulación fue acompañado de diversas transformaciones en el modo de regulación entre las que se destacan los cambios en la relación salarial y una mayor intervención del Estado (Neffa, Panigo y Lopez, 2010). Mediante este esquema macroeconómico entre 2003 y 2014 la economía argentina registró el proceso de crecimiento más importante de su historia.

En cuanto al sistema financiero, la primera gran reforma de este período fue la sanción de la Ley 25.562, que se produjo inmediatamente después de la salida de la convertibilidad. Esta le devolvía al BCRA la potestad de fijar las tasas de interés y demás

condiciones generales de las operaciones crediticias, actuar como prestamista de última instancia y permitirle nuevamente las facultades de emitir billetes y otorgar redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria. Otra reforma importante se produjo en 2003, con la Ley 25.780, que habilitaba al Banco Central a realizar adelantos transitorios al Gobierno Nacional hasta una cantidad equivalente al 12% de la base monetaria y, además, a otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses. Esto significó la recuperación de herramientas de política económica que habían sido descartadas en la convertibilidad.

Bajo este nuevo esquema, a mediados de 2003 comenzaron a observarse señales de recuperación asociados al nuevo tipo de cambio alto. La devaluación supuso una protección de hecho para la producción local al encarecer las compras al exterior. Actividades que durante la convertibilidad no eran rentables volvieron a realizarse. Asimismo, ciertas industrias locales lograron colocar sus productos en el exterior.

En 2005 se produjo un quiebre, a partir de ese entonces el sistema macroeconómico argentino se caracterizó por un régimen de tipo de cambio múltiple. Este esquema fue acompañado de distintas medidas: se gravaron de manera creciente las exportaciones, especialmente las del agro, desacoplando los precios externos de los internos; se regularon los cupos de exportación de alimentos para garantizar el abastecimiento interno y contener la dinámica de precios; se combinó la protección cambiaria para la industria con protección para-arancelaria. Un rasgo distintivo del nuevo modelo económico fue que el proceso de crecimiento se dio en un marco superávit de balance de pagos. Para que esto sea posible se combinaron dos factores: el esquema de tipo de cambios múltiples que permitía contar con un tipo de cambio alto para la industria, a la par que se mantenía uno menor para el agro por vía de las retenciones, y el alza de los precios de los commodities que permitía un ingreso extraordinario de divisas (Brenta, 2014).

A partir de los efectos de la crisis financiera global de 2008 este escenario cambió en forma significativa. En principio, es de destacar que, a diferencia de la mayoría de los países de la región, el impacto en Argentina por el canal financiero no jugó un rol preponderante, ya que el nuevo modelo de desarrollo no dependía de los flujos de capitales internacionales. Sin embargo, la crisis significó un golpe duro a través del canal comercial. Como resultado de la recesión económica mundial y la caída en el precio de las materias primas, las exportaciones del país dejaron de incrementarse y la actividad económica se desaceleró fuertemente.

A partir de esta nueva situación, el gobierno decidió, en 2012, modificar la Carta Orgánica del BCRA para otorgarle un rol más comprometido con el desarrollo económico. Se incluyeron como nuevas finalidades de la institución proteger el empleo y el desarrollo con equidad social. Una de las medidas tomadas en este marco fue la disposición del BCRA de crear la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” (LICIP), que obligaba a las entidades financieras que operarán en el país a destinar, como mínimo, un monto equivalente al 5% del promedio mensual de los saldos diarios de los depósitos del sector privado no financiero en pesos al financiamiento de proyectos de inversión. Otra medida similar fue la modificación de la normativa que regula a las aseguradoras del país, comprometiéndolas a invertir un porcentaje de sus carteras en proyectos productivos o de infraestructura.

No obstante, lo cierto es que más allá de estas medidas contra-cíclicas, una serie de factores económicos y políticos pondrán en jaque nuevamente el régimen de acumulación.

En cuanto a las cuestiones económicas, las reformas llevadas adelante en este período no bastarán para transformar la estructura productiva del país, por lo que este nuevo intento de avanzar en un proceso de industrialización terminará topándose con dificultades similares a las señaladas anteriormente en relación a la restricción externa (Abeles, Lavarello y Montagu, 2013; Schorr y Waimer, 2014).

Al igual que en la primera industrialización, el período de prosperidad iniciado en 2003, impulsado por la recuperación de la demanda y la reconstrucción de empresas medianas y pequeñas, generó también un fuerte crecimiento de las importaciones, tanto de productos para consumo final como de bienes de capital e insumos para la industria. La balanza comercial fue superavitaria durante esta época, pero la caída de las exportaciones, la fuga de capitales⁶ y el pago de intereses sobre la deuda externa harán que, a partir de 2011, aparezca un déficit en dólares en el balance de pagos. A su vez, por una combinación de cuestiones fiscales y estructurales, el país padeció de elevada inflación desde el año 2007 (oculta en parte por el manejo de cifras por parte del Instituto de Estadísticas y Censos). Esto obligó a controles de cambio y políticas que produjeron fuertes críticas.

Para el año 2013, ante estas dificultades en la balanza de pagos y en el terreno fiscal, el gobierno parecía encaminarse a recurrir nuevamente al crédito externo. En octubre de ese año se decidió pagar U\$S 677 millones al CIADI y, en 2014, otros U\$S 9.700 millones al Club de París, de forma tal de cerrar los conflictos en flanco externo y, de esa manera, poder volver a recurrir al endeudamiento. Más allá de lo acertado o no de esa política, lo cierto es que la soberanía se verá severamente afectada, esta vez por el accionar de los fondos buitres y la complicidad de la justicia norteamericana (Rapoport, 2014a).

En febrero de 2012, un fallo de la justicia de Nueva York, ejecutado por el juez Thomas Griesa, ordenó al país abonar la totalidad del valor nominal de bonos defaulteados más los intereses impagos al fondo buitres NML Capital, propiedad de Elliot Management. Estos habían adquirido títulos en 2008 por 48,7 millones de dólares mientras que el monto actual que exigen cobrar asciende a más de 1.300 millones.⁷ Ante la negativa del gobierno argentino de ceder ante este fallo, el juez Griesa declaró al país en desacato. No sólo esto. Mediante una interpretación tendenciosa de la cláusula *pari passu* de los bonos, este juez consideró que si Argentina no le pagaba a los buitres tampoco podía hacerlo con el resto de los acreedores que si habían entrado al canje, incluso a aquellos poseedores de bonos cuya jurisdicción sea la propia Argentina o Europa. Esta situación inédita dejó al país en una especie de default técnico y estrechó considerablemente el margen de política (Rapoport, 2014a).

4. Conclusiones

El caso argentino, como el de casi todos los países en desarrollo, resalta un elemento fundamental en el análisis de la moneda y sus crisis: el factor externo. La inserción periférica del país en el mundo es clave para entender los vaivenes de la moneda y las dificultades que genera la construcción de un sistema monetario. La violencia de las transacciones no pasa solamente por el orden interno sino que están ligadas a la evolución

⁶ Geggero (*et al.*, 2015) señala un pico de fuga de capitales en 2011 por más de 10 mil millones de dólares.

⁷ El monto actual a abonar, según NML Capital, sería cercano a los 2 mil millones de dólares. Asimismo, el valor nominal de la totalidad de bonos defaulteados en poder de *holdout* ascenderían a más de 15 mil millones de dólares.

del comercio exterior y al flujo de capitales que arriban al país, con el correspondiente endeudamiento. De modo que un elemento esencial a estudiar especialmente es el comportamiento de la balanza de pagos, los tipos de cambio y sus vínculos con la estructura productiva y financiera vigente en cada período. En este caso la inestabilidad del régimen de acumulación, que se articula con su grado de dependencia externa y con las fluctuaciones de la economía internacional, agrega un supuesto más al proceso de acumulación interna. La pugna de intereses internos y externos acentúa la violencia, producen cambios más frecuentes en la economía y requieren soluciones aún más creativas para recomponer la acumulación.

En nuestro análisis histórico, encontramos una notoria similitud entre los ciclos económicos del período agroexportador, sobre todo entre 1880 y 1914, y los de la década de 1990. Durante la etapa agroexportadora los ciclos se caracterizaban por el fuerte ingreso de capitales (sobre todo por medio de un endeudamiento) y por una estructura agropecuaria sustentada en las exportaciones, ante un mercado mundial demandante. El orden monetario del país trataba de sostenerse con la Caja de Conversión. Esta garantizaba la estabilidad de la moneda, condición necesaria para asegurar los flujos de capital y especialmente las salidas de los beneficios, amortizaciones e intereses de la deuda a valores constantes. Al mismo tiempo, protegía el ingreso de los sectores agroexportadores en momentos de auge evitando la revaluación del tipo de cambio.

La desarticulación del comercio y de las inversiones internacionales en la década de 1930, convenció a la clase dirigente de la necesidad de separar los movimientos del oro de los de la moneda nacional, y de centralizar los instrumentos monetarios, crediticios y cambiarios en una única entidad: el Banco Central. Esa etapa coincide en la Argentina con el auge de la industrialización, que tenía ciclos diferentes a los de los capitales internacionales, y que se desarrollaba en un orden económico mundial de posguerra distinto. El BCRA permitía hacer un manejo más flexible de la oferta monetaria y, aún con gobiernos con fuerte influencia del *establishment* ortodoxo nunca estuvo en juego la idea de su independencia. Con matices, durante este período se buscó, a través de distintas modalidades, orientar al sistema financiero a la colaboración con el objetivo principal: la industrialización. Si bien se lograron importantes avances, los ciclos de stop and go, derivados de los problemas no resueltos en la estructura productiva desequilibrada del país, impidieron alcanzar una senda de desarrollo estable.

Las reformas neoliberales llevadas a cabo en los años '70, pero con mayor vigor en los '90, muestran un tipo de funcionamiento similar al del esquema agroexportador de fines del siglo XIX y principios del XX, dentro de una economía mundial cada vez más orientada al predominio de las finanzas sobre las actividades productivas. Con el objetivo aparente de estabilizar la economía y derrotar los procesos inflacionarios, se estableció un modelo rentístico-financiero, basado en la libre movilidad de capitales y en la desregulación y privatización de la economía. Para garantizarlo se dictó en 1991 la ley de convertibilidad y se estableció un año después la autonomía del BCRA, con el apoyo del FMI. El fuerte endeudamiento externo público acumulado desde 1976 había favorecido la vuelta a una economía agroexportadora e importadora de bienes industriales, comenzando a generar un nuevo tipo de ciclos determinados por los flujos de capitales externos. Sin embargo, este modelo volvió a fracasar, dejando como resultado la peor crisis del país, además de elevados niveles de endeudamiento.

La década posterior se basó en el desendeudamiento, una política económica que intentó regularizar el sector externo (gracias en parte a la mejora de los términos del

intercambio y al fortalecimiento del mercado interno) y logró por unos años altas tasas de crecimiento, reducidas notablemente luego. Errores propios y el embate mediático y político de sectores internos y externos permitieron por primera vez y por escaso margen en elecciones democráticas la llegada al poder de un gobierno neoliberal.

La nueva etapa que se abre implicó rápidamente una vuelta a políticas de ajuste, un nuevo ciclo de endeudamiento, un recrudecimiento del proceso inflacionario y una redistribución regresiva de los ingresos. Es decir, un nuevo ciclo de moneda débil para la mayoría de los argentinos. Como señala el gran economista Aldo Ferrer en su último artículo antes de fallecer: “si la estrategia neoliberal avanza hasta sus últimas consecuencias, como en el pasado, se produciría una severa limitación de la autonomía de la política económica, subordinada a las condiciones externas...” (Ferrer, 2016).

Como última reflexión, interesa retomar la idea de Marcelo Diamand en cuanto a su comparación de la economía argentina con un péndulo, por la alternancia brusca entre regímenes políticos con concepciones antagónicas acerca de la economía y las instituciones financieras. La moneda no es ajena a estos ciclos, sino que es más bien una de sus principales víctimas. Las inestabilidades políticas y económicas, que han aquejado al país a lo largo de su historia, actúan como factores que debilitan el sistema monetario y este, por su parte, limita y corroe la posibilidad de alcanzar el desarrollo. Es por ello que urge retomar las discusiones teóricas acerca de los problemas monetarios desde una perspectiva propia, contemplando las particularidades históricas y estructurales del país. En este sentido, el institucionalismo francófono aporta herramientas más que interesantes desde el marco conceptual al considerar la moneda como una construcción social y no un mero elemento exógeno como plantean las corrientes monetaristas.

Apéndice: Una comparación entre la crisis a Argentina de la convertibilidad de 2001 y la actual crisis griega del euro

La crisis griega da lugar a comparaciones con la crisis argentina de 2001. Y esas comparaciones nos muestran similitudes y diferencias. La cuestión es saber cuáles predominan para poder medir mejor el curso actual de la crisis del país helénico.

Ambos países tuvieron inicialmente una problemática similar, que en realidad pertenece a la leyenda griega: la introducción en sus políticas económicas del caballo de Troya del neoliberalismo.

—De los países europeos que entraron en la zona euro Grecia es el que tenía mayores tasas de inflación, un elevado nivel de gasto militar —entre los más altos del mundo: 6% del producto bruto—, y también un fraude fiscal importante. En algunos momentos de su historia, Argentina tuvo indicadores similares o peores.

—La deuda pública en los dos países evidenciaba en 2001 un valor absoluto casi similar: 129 mil millones de dólares en Argentina; 131 mil millones en Grecia. Sin embargo, la deuda por habitante era cuatro veces mayor en el país europeo: alcanzaba a 11.903 dólares, mientras que en Argentina este indicador era de 3.800 dólares.

—Los déficits fiscales de Argentina en el momento previo a la crisis rondaban el 3% del PBI, debido a que la caída del nivel de actividad redujo fuertemente los ingresos tributarios. En cambio, el déficit fiscal griego antes de ingresar en la zona del euro era del 4% en 1999, y no del 1,8%, como anunciaba el gobierno, ocultando gastos de defensa y fondos de seguridad social y sobreestimando la recaudación tributaria.

–La cuestión central para medir el parecido entre ambos casos es la del tipo de cambio fijo con convertibilidad de la moneda, salvo que para Grecia eso significaba el sacrificio de su soberanía monetaria a cambio de entrar en la eurozona. Dejando a salvo esa diferencia, las variables económicas y financieras argentinas estaban atadas al dólar, mientras que las de Grecia se sujetaban al euro.

–Si en Argentina el poder adquisitivo del peso con relación al del dólar no era equivalente, había sin duda un desfase que convertía al país en menos competitivo y lo llevaba a generar fuertes déficits comerciales. Para Grecia, el problema era similar, pero aquí la diferencia de poder adquisitivo se establecía respecto de los otros países de la eurozona.

–En los dos casos se experimentaba una inflación en dólares y en euros que aumentaba el desempleo y la pobreza. También en los dos países se implementaron programas neoliberales, liberalización de los movimientos de capitales y del comercio — aunque en Grecia dentro de los límites de la ue—, desregulación financiera, privatizaciones, y otras reformas estructurales.

–En Argentina después de 1991 y en Grecia a partir de 2004 se aplicaron fuertes planes de privatización de activos públicos, que no disminuyeron la deuda soberana más que circunstancialmente, mientras reintroducían a los respectivos países en los mercados de inversiones internacionales, con el consiguiente peso sobre los balances de pagos por la remisión de utilidades e intereses (o también la fuga de capitales). Lo que entraba por una ventanilla se iba por otra.

–Ambos países tuvieron un incremento exponencial de su deuda externa, aunque las tasas de interés eran más bajas para Grecia, como miembro de la eurozona, que para Argentina. En los dos casos, el déficit comercial incrementaba la deuda.

–En Argentina todo este proceso estuvo acompañado por la “ayuda” del FMI, que no contribuyó a resolver los problemas y, por el contrario, estimuló la fuga de capitales y la hipertrofia financiera, en medio de continuos ajustes que llevaron al desempleo por encima del 20%.

–Los costos de la “ayuda” para Grecia son parecidos a los que se le impusieron a Argentina, hasta que fue imposible continuar atendiendo el pago de la deuda y el país declaró el default. El recorte del gasto público griego afectó los salarios, jubilaciones y otros rubros, pero no tocó los gastos militares ni el fraude fiscal. El IVA subió al 23%, una de las tasas más elevadas del mundo de un impuesto claramente regresivo. El pueblo griego, como el argentino, tuvo sus víctimas en este proceso y el fin del túnel, sin ningún hilo de Ariadna, no parece estar cercano. El viejo Partenón, de patrimonio de la humanidad puede pasar a ser patrimonio de los acreedores (Rapoport, 2014b).

5. Bibliografía

- Abeles, Martín (2009). “El impacto de la crisis internacional en la economía argentina”. *Revista de Trabajo*, 5(7).
- Abeles, Martín, Lavarello, P. y Montagu, H. (2013). “Heterogeneidad estructural y restricción externa en la economía argentina”. En R. Infante y P. Gerstenfeld (eds.), *Hacia un desarrollo inclusivo. El caso de la Argentina* (pp. 23-95). Santiago de Chile: Cepal-OIT
- Aglietta, Michel (1995). *Macroéconomie financière*. La Découverte, París.
- ____ (1976). *Régulation et crises du capitalisme: l'expérience des Etats-Unis*. Calman-Lévy, Paris.
- Aglietta, Michel y Orléans, André (2002). *La monnaie, entre violence et confiance*. Paris: Odile Jacob.
- ____ (1982). *La violence de la monnaie*. Paris: Presse Universitaire de France.
- Arnaudo, Aldo (1987). *Cincuenta años de política financiera argentina (1934-1983)*. El Ateneo, Buenos Aires.
- Alternatives Economiques (2015). *La monnaie et ses mystères*, Serie n° 105, avril.
- Blanc, Jérôme (2000). *Les monnaies parallèles: unité et diversité du fait monétaire*. Editions L'Harmattan.
- Bleger, Leonardo (2004). “Argentina, laboratorio de la financiarización de las economías en desarrollo”, en R. Boyer y J. Neffa (comp.). *La economía argentina y sus crisis (1976-2001)*, Miña y Davila, Buenos Aires.
- Boyer, Robert (1989). *La teoría de la regulación. Un análisis crítico*. Área de Estudios e Investigaciones Laborales de la SECYT, CEIL/CONICET, CREDAL/CNRS, Humanitas, Buenos Aires.
- ____ (1995). “Aux origines de la Théorie de la Régulation”. En Boyer, R. y Saillard, Y. (dir.), *Théorie de la régulation. L'état des savoirs*. La Découverte, París.
- ____ (2007). *Crisis y regímenes de crecimiento: una introducción a la teoría de la regulación*, Miño y Dávila/CEIL-PIETTE/Trabajo y Sociedad, Buenos Aires.
- Braun, Oscar., y Joy, L. (1968). “A Model of Economic Stagnation--A Case Study of the Argentine Economy”. *The Economic Journal*, 868-887.
- Brenta, Noemí (2013). *Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI*. Eudeba, Buenos Aires.
- Cortés Conde, Roberto (1997). *La economía argentina en el largo plazo: Ensayos de historia económica de los siglos XIX y XX*. Editorial Sudamerica, Universidad de San Andrés.
- Damill, Mario (2000). “El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad”, en el *Boletín Informativo Techint*, N° 303
- Deheza, Carlos (1981). *El plan Martínez de Hoz y la economía argentina*, Buenos Aires, 1981; Marcelo Lascano *Política económica actual: consideraciones críticas*.
- Diamand, Marcelo (1972).” La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio”. *Desarrollo económico*, 25-47.
- Ferrer, Aldo (2016). “El regreso del neoliberalismo” en *Le Monde Diplomatique*, Buenos Aires, marzo.
- Ford, A. G. (1969). “Argentina y la Crisis de Baring de 1890”. *Revista de Economía y Estadística*, 13(3-4), 133-167.

- Gaggero, A., Gaggero, J., Rúa, M. (2015). “Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina”. En *Problemas del Desarrollo*, 182 (46), julio-septiembre.
- Guttman, Robert (1996).” Moneda y crédito en la teoría de la regulación”. En *Teoría de la regulación: estado de los conocimientos, I*.
- Olarra Jiménez, Rafael (1968). *Evolución monetaria argentina*. Eudeba.
- Lorenzutti, Jorge A. (1996). *Dinero, política y bancos: historia del Banco Central de la República Argentina, 1935-1995*. Ediciones Dunken.
- Neffa, Julio César (1998). *Modos de regulación, regímenes de acumulación y sus crisis en Argentina (1880-1996): una contribución a su estudio desde la teoría de la regulación*. Eudeba.
- Neffa, Julio César, Panigo, D. T., y López, E. (2010), “Contribuciones al estudio del trabajo y el empleo desde la teoría de la regulación: un marco teórico para estudiar los modos de desarrollo y su impacto sobre el empleo”, Documento de Investigación, (4).
- Olivera, Julio H. G. (1967). “Aspectos dinámicos de la inflación estructural”. En *Desarrollo económico*, 261-266.
- Panigo, Demian y Chena, P. (2011). “Del neo-mercantilismo al tipo de cambio múltiple para el desarrollo. Los dos modelos de la post-Convertibilidad”, *Ensayos en Honor a Marcelo Diamand. Las raíces del nuevo modelo de desarrollo argentino y del pensamiento económico nacional*, Miño y Dávila.
- Prebisch, Raúl (1991). *Obras, 1919-1948*, 4 tomos, Fundación Prebisch, Buenos Aires.
- Prebisch, Raúl (1949). “El desarrollo económico de América Latina y sus principales problemas”. *Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)* (E/CN. 12/89), Santiago de Chile.
- ____ ([1921] 1988). “Historia monetaria argentina: anotaciones sobre nuestro medio circulante, 1776-1885”, en Rapoport, M.(comp.), *Economía e Historia. Contribuciones a la historia económica argentina*, Buenos Aires, Ed. Tesis.
- Rapoport, Mario (2014a). “La deuda externa argentina y la soberanía jurídica: sus razones históricas”, en *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, N° 42-43, pp. 3-43.
- ____ (2014b). *En el ojo de la tormenta, La economía política argentina y mundial frente a la crisis*. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- ____ (2012). *Historia económica, política y social de la Argentina. 1880-2003*, Emecé, varias ediciones.
- ____ (2010). “Una historia monetaria y financiera de la Argentina. Las lecciones del Bicentenario”. En *Edición Especial XXVII Congreso Nacional Bancario, Revista Bancarios Información*, junio.
- ____ (2001). “El Plan de Convertibilidad y la economía argentina (1991-1999)”, en *Economía e Sociedade*, Revista do Instituto de Economía da Unicamp, Campinas, Nro. 15.
- Rougier, Marcelo (2001). *La política crediticia del Banco Industrial durante el primer peronismo (1944-1955)*. Universidad de Buenos Aires, CEEED-Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo.
- Sbatella, José (2004). “Crisis fiscal y rol de la moneda: La experiencia argentina de la década de 1990”, en R. Boyer y J. C. Neffa, *La economía argentina y sus crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas*, Miño y Dávila, Buenos Aires.

- Schorr, Martin y Wainer, A. (2014). “La economía argentina en la posconvertibilidad. problemas estructurales y restricción externa”. *Realidad económica*, Nro. 286.
- Schvarzer, Jorge y Finkelstein, H. (2003). “Bonos cuasi monedas y política económica”, *Notas de Coyuntura* N° 9, CESP.A.
- Vilar, Pierre (1972) *Oro y moneda en la historia, 1450-1920*, Ariel, Barcelona.
- Terry, José A. (1893). *La crisis, 1885-1892: sistema bancario*. Impr. M. Biedma.
- Williams, John (1920). *Argentine international trade under inconvertible paper money, 1880-1900*. Cambridge, Harvard U. P.