

# UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR

## Departamento de Economía



## TRABAJO DE GRADO

“Análisis y caracterización del Sistema Financiero Argentino (1977-2015): cambios regulatorios e institucionales “

**Alumno: Coduri Vila, Victoria Soledad**

**Director: Diez, José Ignacio**

**Bahía Blanca, Junio 2017**

## **Indice**

<u>Introducción</u> .....	4
-Organización del trabajo.....	6
<u>Capítulo I: Marco teórico</u> .....	9
-Argumentos a favor del modelo liberal.....	11
-Argumentos a favor del modelo de intervención.....	14
<u>Capítulo II: Período liberal</u> .....	17
-Apertura económica al exterior.....	17
-Entrada de capitales.....	18
-Rol del Estado.....	21
-Tipo de cambio y rol de BCRA.....	22
-Extranjerización del sistema financiero.....	25
-Dolarización de la economía.....	27
-Shocks externos.....	28
-Concentración bancaria.....	30
-Racionamiento crediticio.....	32
-Estabilidad.....	35
<u>Capítulo III: Período intervencionista</u> .....	36
-Apertura económica al exterior.....	38
-Entrada de capitales.....	39
-Rol del Estado.....	41
-Tipo de cambio y rol de BCRA.....	42

-Extranjerización del sistema financiero.....	46
-Dolarización de la economía.....	46
-Shocks externos.....	49
-Concentración bancaria.....	50
-Racionamiento crediticio.....	51
-Estabilidad.....	53
<u>Capítulo IV: Análisis comparativo.....</u>	<u>55</u>
<u>Conclusiones.....</u>	<u>67</u>
Tablas y anexos.....	73
Bibliografía.....	83

## **Introducción**

A principios de la década de 1970, el mundo atravesó un proceso de liberalización financiera sin precedentes, que tuvo como origen el cambio en la política cambiaria de Estados Unidos, el cual decretó el fin del sistema de Bretton Woods.

La crisis de las políticas keynesianas que habían prevalecido desde el fin de la segunda guerra mundial, la llegada al poder de gobiernos conservadores en EEUU y Gran Bretaña y la creciente difusión y aceptación del monetarismo en círculos académicos y de política económica, resultaron en un cambio radical en las políticas financieras internacionales (Cibils y Allami, 2010).

Como consecuencia, el conjunto de protecciones, restricciones e intervenciones estatales en los mercados financieros fue eliminado y, sobre la base de las ideas de la teoría neoclásica, se buscó liberalizar los mercados desregulando la actividad financiera.

Argentina acompañó este proceso de transformaciones y fue así como el sistema financiero fue radicalmente reformado en 1977. Los promotores de esta política sostenían que a partir de estas medidas se lograría una mayor eficiencia en la asignación de los recursos financieros, se lograría promover el ahorro y canalizarlo hacia los sectores productivos generando un proceso de inversión, crecimiento, empleo y desarrollo económico.

La reorientación de la economía hacia el mercado y el proceso de apertura al exterior que Argentina inició en los años setenta dieron lugar a diversas políticas. La desregulación financiera perseguía el objetivo de ampliar la capacidad de acción del mercado en la determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio, y disminuir las

restricciones que influyen en la captación y asignación de fondos. La reforma favorecería la competencia, aumentaría la oferta de crédito y disminuiría la tasa de interés. Liberalizar el mercado financiero también favorecería el vínculo de Argentina con el sistema financiero internacional facilitando el acceso a crédito, tanto del sector público como del privado y simultáneamente alentaría el ingreso de capitales.

En el transcurso de este proceso liberalizador Argentina experimentó una serie de shocks externos que afectaron a la estructura del sistema financiero. Un cambio drástico en materia regulatoria comenzó a partir de la crisis mexicana de 1994 la cual provocó un efecto contagio sobre la economía Argentina conocido como efecto tequila. Seguidamente, shocks externos provenientes de los efectos generados por las crisis, asiática, rusa y brasilera contribuyeron a continuar con la reforma al marco institucional y regulatorio.

Las reformas del sistema financiero pro mercado se mantuvieron y profundizaron por dos décadas y media hasta la crisis de 2001(Romero, 2003). Concluida ésta, se experimentó un nuevo giro en la política financiera con tilde intervencionista. Atravesado el periodo post crisis se observa una contrarreforma a la iniciada en el 1977 por la dictadura militar. Las nuevas regulaciones financieras buscaban contribuir a la estabilidad macroeconómica y hacer más eficiente la asignación de recursos a la producción y la formación de capital, a través de tasas reales positivas pero moderadas de interés y un tipo de cambio realista y creíble.

Sobre tres tipos de normas básicas se trabajó para que en forma interrelacionada determinen las nuevas reglas de juego a las que deberían someterse las entidades financieras y los agentes que participan del mercado de crédito y capital, estas eran: las regulaciones financieras, las de organización de la industria financiera y las de tipo

prudencial, vinculadas al resguardo de la solvencia. El propósito fundamental de la regulación fue promover la efectiva y eficiente acumulación de capital y asignación de recursos, manteniendo la seguridad y solidez de las entidades que integraban el sistema financiero local.

En función de la trayectoria recorrida por el sistema financiero argentino, el presente trabajo pretende analizar los distintos sucesos, regulaciones y políticas que han dado forma al sector desde 1977 hasta la fecha. Específicamente, se pretende comparar las distintas estructuras institucionales del sector a lo largo de las dos fases evidenciadas en la literatura: el período 1977-2001 caracterizado por la desregulación del sistema financiero basada en ideas de tipo liberal, frente a la etapa 2002-2015 caracterizada por un alto nivel de intervención estatal en el sector con características proteccionistas.

### **Organización del trabajo**

El diseño del trabajo es de tipo retrospectivo, con carácter descriptivo y analítico de la estructura institucional y regulatoria del sistema financiero en la etapa que comprende las últimas cuatro décadas de nuestro país. La misma será dividida en dos períodos, cada uno de ellos claramente definido por la ideología del modelo político y económico aplicado: El modelo liberal que se inicia a partir de 1977 con la reforma financiera llevada a cabo por el gobierno militar y finaliza con la crisis del 2001, y el período de intervención que se inicia a partir de la misma y culmina a finales de 2015 con el cambio de gobierno.

El estudio se abordó desde la perspectiva de la teoría institucional (North, Williamson y otros) y la teoría de la regulación (Boyer, Aglietta y otros). No se plantea

hipótesis, ya que el trabajo es de naturaleza exploratoria. El método aplicado consiste en el análisis comparativo de las dos etapas, la de ideología liberal y la partidaria de intervención del Estado en la economía. Tanto el liberalismo económico, que sostiene que no existe mejor asignador que el mercado y condena todo tipo de intervención estatal, como la corriente keynesiana que fomenta la intervención del mismo para corregir las imperfecciones que presenta el mercado, cuentan con la defensa de múltiples autores que argumentan a favor de la aplicación de cada una de estas corrientes de pensamiento.

Se define la estructura del sector financiero en cada período en base a factores considerados clave por la literatura. Dichos factores son los que moldean y dan sentido a la estructura del sector. El estudio se basa en hechos estilizados, hechos simplificados desprovistos de detalles de escasa importancia, sin realizar un estudio pormenorizado de cada punto en particular debido a que resultaría imposible abordarlo y analizarlo todo desde la perspectiva económica. Para que el análisis fuera posible y fructífero resultó necesario simplificar, se realizó una abstracción y se prescindió de infinidad de aspectos, que no resultaron esenciales para nuestro objetivo. Una vez reducido el análisis a lo relevante, se efectuó el estudio comparativo de estructuras, evaluándolas, no en cuanto a la performance del sector en cada período, sino que se resaltaron fortalezas y debilidades de cada una desde el plano institucional y regulatorio.

El trabajo se divide en cuatro capítulos iniciando el primero de ellos, con una descripción del marco teórico en el que se basará el análisis y los argumentos en defensa de cada uno de los modelos, el aplicado en el período que abarca los años 1977-2001, al que llamaremos período liberal y el período que abarca los años 2002-2015 al que llamaremos período de intervención. Los dos siguientes capítulos caracterizarán la estructura

institucional de mercado de cada uno de los períodos, el capítulo dos describe la estructura del sistema financiero durante el periodo liberal y el capítulo tres realiza el mismo análisis para la etapa intervencionista. La caracterización de cada periodo se realiza en base a diez puntos de análisis: el grado de apertura de la economía, la entrada de capitales, el rol del estado, el tipo de cambio y rol del BCRA, el grado de extranjerización, el nivel de dolarización, los shocks externos, la concentración bancaria , el racionamiento del crédito y la estabilidad del sector. El cuarto capítulo analizará vis a vis, sintética y comparativamente, ambos períodos para finalmente en las conclusiones abrir el debate acerca de si resulta necesario intervenir y de qué modo en el sector financiero.

## Capítulo I: Marco teórico

A partir de 1977 las transformaciones que se produjeron en el marco regulatorio e institucional del sistema financiero argentino estuvieron inspiradas en el liberalismo económico, pensamiento que pregona las virtudes del mercado como asignador de recursos y fijador de precios, y condena la intervención estatal en el funcionamiento de los mercados<sup>1</sup>.

Por otra parte, las modificaciones que sufre el sistema desde el 2001 a la fecha, están inspiradas en enfoques de naturaleza keynesiana<sup>2</sup>, que sostienen que una mayor regulación da mayor estabilidad al ahorro y facilita su canalización en actividades productivas y de consumo.

Los cambios regulatorios e institucionales experimentados históricamente en el sector financiero argentino serán analizados desde la perspectiva de la *teoría institucional* (North, Williamson y otros). De acuerdo a North (1993), las instituciones son las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana y estructuran incentivos en el intercambio, sea político, social o económico. Las instituciones son normas formales o informales que definen y limitan el conjunto de elecciones de los individuos. Su principal función es reducir la incertidumbre. Las mismas no son estáticas, sino que se

---

<sup>1</sup>**Adam Smith, padre del liberalismo económico.** Las ideas de Smith sobre la libertad económica, formuladas en su libro de 1776 titulado *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, tuvieron una enorme incidencia en el desarrollo de la moderna teoría económica y continúan vigentes.

<sup>2</sup>**Keynes** realizó un ataque frontal a la política económica del *laissez-faire* en su principal obra, *The general theory of Employment, Interest and Money* (Teoría general sobre el empleo, el interés y el dinero) en 1936. Con ella causó una revolución en la economía liberal. Las experiencias de la gran depresión le indujeron a pensar que el sistema capitalista no era estable como había afirmado la economía clásica, ni tendía hacia el equilibrio, sino que, por el contrario, era inestable. El Estado debía por tanto ser activo para suavizar los ciclos comerciales.

encuentran en constante evolución, alterando el marco de referencia para las elecciones dentro del mercado.

Según North, las instituciones generalmente se transforman de un modo incremental, evolucionan, son cambios de comportamiento que responden a cambios culturales, históricos, económicos, políticos. Esta evolución depende de la interacción entre instituciones y organizaciones: las organizaciones surgen en función de los incentivos que generan las instituciones y, simultáneamente, las organizaciones actúan para modificar las instituciones en función de sus intereses (North, 1993). Las instituciones importan y son susceptibles de ser analizadas (Williamson, 2000). Estas se deben integrar a la economía y a la historia económica para demostrar como determinan la evolución de las sociedades a través del tiempo.

Se abordará también el análisis desde la perspectiva de la *teoría de la regulación* (Boyer 1989). De acuerdo con Boyer, la escuela de la regulación se enmarca en el campo de la economía política. Para dicho autor, esto implica la necesidad de realizar un análisis conjunto de las cuestiones políticas y las económicas. El elemento más importante de esta teoría que resulta de suma utilidad a los fines del análisis propuesto, es la integración del análisis del comportamiento político en el contexto del análisis económico. Esta teoría se opone a una de las hipótesis fundamentales de la teoría económica neoclásica: la que postula que los mercados se autorregulan y tienden al equilibrio. De acuerdo con los autores regulacionistas, los mecanismos de mercado deben ser complementados.

El Estado es considerado por los autores regulacionistas como una de las principales formas institucionales que componen un modo de regulación. A su vez, del Estado se derivan otras formas institucionales fundamentales. Por este motivo, resulta muy

importante para la escuela de la regulación el estudio de las distintas formas estatales y su vinculación con el proceso de acumulación.

La esencia de la regulación es el reemplazo explícito de la competencia por las órdenes gubernamentales como mecanismo para asegurar el buen desempeño de la economía. La regulación es el empleo de instrumentos legales para la implementación de objetivos de política socio-económica. Consiste en reglas administradas por un organismo gubernamental, cuyo objetivo es influir sobre la actividad económica mediante la fijación de precios, determinación de estándares y tipos de productos, reservándose al estado central el papel de regulador (Parkin, 2004).

La regulación es instituida primordialmente en aras de la protección y beneficio del público en general, aquellas regulaciones que pudieran perjudicar al público, son costos con vistas a un determinado fin social. El estado cuenta con un recurso fundamental, el poder de coerción. Este puede decretar los movimientos físicos de recursos y determinar las decisiones económicas de las economías familiares y de las empresas sin su consentimiento (Stigler, 1971).

La necesidad de regulación tiene su origen en la existencia de fallos de mercado tales como información asimétrica, externalidades y poder de monopolio. Todos estos fenómenos se producen en mayor o menor grado en este mercado y justifican la intervención del estado. En el ámbito de la regulación financiera, la generalizada utilización de la hipótesis de información asimétrica ha conducido a un análisis más complejo y más fructuoso de los mercados. La mayoría de contribuciones en el campo financiero se centran en las implicaciones de la regulación sobre el equilibrio en los mercados financieros y en la intermediación financiera. Este enfoque tiene la ventaja de generar conclusiones

directamente utilizables por los organismos responsables del buen funcionamiento y de la supervisión de los mercados.

### **Argumentos a favor del modelo liberal**

Según Adam Smith (1776), el mercado funciona mejor que el Estado. Si se deja que el Mercado funcione libremente, si se da libertad al individuo, se obtendrá más empleo que el que sacaría el Estado. Smith argumentaba que el sistema era tan perfecto que, aún en los momentos de crisis, automáticamente se llegaría el reequilibrio económico por el juego de la oferta y la demanda. Para explicar cómo se efectuaba este reequilibrio, recurría a expresiones que hacían referencia a la actuación de una "mano invisible", es decir, los mecanismos armonizadores del mercado.

El liberalismo es una filosofía política que defiende la libertad individual, la iniciativa privada y limita la intervención del Estado y de los poderes públicos en la vida social, económica y cultural.

El liberalismo europeo del siglo XX ha hecho mucho hincapié en la libertad económica, abogando por la reducción de las regulaciones económicas públicas y la no intervención del estado en la economía. El liberalismo económico es la aplicación de los principios liberales en el desarrollo material de los individuos, abogando por la no intromisión del Estado, impulsando la reducción de su intervención a su mínima expresión. Según la ideología liberal, la no intervención del Estado asegura la igualdad de condiciones de todos los individuos, lo que permite que se establezca un marco de competencia justa.

Los partidarios de políticas neoliberales defienden la liberalización o desregulación tanto para el comercio como para las inversiones por considerarlas positivas para el crecimiento económico. Igualmente se considera positiva la eliminación de muchas reglas y restricciones, reduciéndolas a un mínimo necesario. En particular abogan por aumentar la movilidad de capitales.

Los defensores del liberalismo sostienen que la desregulación puede contribuir a mejorar la eficiencia del sistema financiero nacional a través del aumento de la competencia. La intensificación del flujo de entrada de capitales procedentes del extranjero supone una mayor liquidez que, si se gestiona adecuadamente, permite el desarrollo del sistema financiero nacional y la aparición de mercados de capitales más amplios y profundos. Los movimientos de capitales incrementan las posibilidades de financiación de la inversión nacional y, si los capitales procedentes del extranjero toman la forma de inversión directa, los países pueden beneficiarse de transferencias de tecnología que favorecen la expansión de la productividad y el crecimiento económico potencial. El capital extranjero trae consigo nuevas técnicas y prácticas financieras así como la introducción de nuevos instrumentos que permiten la diversificación del riesgo. De la misma manera, los bancos internacionales con una dotación de capital más amplia y unas operaciones geográficamente más diversificadas resultan menos susceptibles a una situación de quiebra o de corridas y, por tanto, ofrecen unas garantías superiores a los depósitos nacionales. Finalmente, esta corriente de pensamiento sostiene que la liberalización de los mercados financieros está asociada con una menor volatilidad, aunque esta vinculación, generalmente, se da a largo plazo, cuando la mayor liberalización financiera se acaba traduciendo en unos niveles de inflación menores, una mayor estabilidad del tipo de cambio

y la reducción del impacto de todas las perturbaciones reales. En este sentido, los países financieramente más abiertos al exterior disfrutaban de unos tipos de cambio reales más estables y de unas tasas de inflación moderadas que pueden ser un reflejo, tanto del efecto disciplinario que imponen los mercados financieros internacionales, como de la adopción de mejores prácticas en la gestión de la política macroeconómica.

### **Argumentos a favor del modelo de intervención**

Las bases teóricas de esta ideología las proporcionó el economista británico John Maynard Keynes. Su principal obra, *“Teoría general sobre el empleo, el interés y el dinero”* (1936) causó una revolución en la economía liberal. Las experiencias de la gran depresión le indujeron a pensar que el sistema capitalista no era estable como había afirmado la economía clásica, ni tendía hacia el equilibrio, sino que, por el contrario, era inestable y el Estado debía por tanto intervenir activamente para asegurar el equilibrio económico.

Como respuesta al interrogante de por qué es necesario intervenir en el mercado y el por qué el estado debe intervenir particularmente en el sector financiero, Stiglitz (1993) señala que, ante la presencia de externalidades que propician turbulencias financieras, se justifica una cierta intervención gubernamental. La presencia de externalidades induce al Estado a intervenir mediante regulación y supervisión financiera adecuada.

Las operaciones del mercado financiero se caracterizan por realizarse en condiciones de información asimétrica: prestamistas y prestatarios poseen escasa información del agente con el que van a llevar a cabo la transacción. Si bien es posible

mejorar la calidad de la información, esto implica incrementar los costos de transacción. Adicionalmente, hacer valer los contratos cuando una de las partes incumple con los compromisos, también genera costos.

En una situación de asimetría de la información los prestamistas pueden enfrentar dos problemas, al no conocer los riesgos crediticios a los que se ven expuestos en el momento de tomar la decisión de otorgar un crédito, pueden realizar una selección adversa en base a las señales que brinda el mercado. Además, como consecuencia de los costos positivos relacionados con el cumplimiento de los contratos de crédito, el prestamista queda expuesto a un riesgo moral.

De acuerdo con lo anterior, los intermediarios financieros se especializan en reducir los riesgos y los costos que resultan de la información asimétrica, aprovechando las economías de escala en la recolección y análisis de la información. A fin de reducir al mínimo la selección adversa, se concentran en evaluar la calidad crediticia de las unidades económicas y disminuyen el riesgo moral mediante la supervisión de los prestatarios, logrando hacer efectivos los contratos. La existencia de bancos como entidades especializadas en la intermediación financiera es una respuesta institucional del mercado al problema de la información imperfecta sobre la naturaleza y actividades de los demandantes de crédito. La banca o Intermediación financiera existe porque los mercados financieros, por naturaleza, no funcionan de manera perfecta (Stiglitz, 1981 ; 1990).

Stiglitz (1981) afirma que el dilema entre Estado y mercado es un falso dilema y nos recuerda la dificultad, o casi imposibilidad, que existe para concebir una economía y un mundo sin imperfecciones. De aquí se derivan entonces los principios de intervención estatal que propone el autor. Lo que propone es impulsar el desarrollo de los mercados (en

especial los financieros y de capitales), promover la competencia e intervenir preferiblemente mediante mecanismos de mercado. Dados los beneficios que trae para la sociedad asegurar la competencia, éste debe ser, de acuerdo con Stiglitz (1993), el principal objetivo de la política económica, por encima de los tradicionales debates entre propiedad privada o estatal y entre protección o apertura de la economía. Stiglitz, a pesar de su manifiesta posición a favor de la intervención, fomenta la mínima intervención estatal a los fines de corregir las fallas que origina el mercado. Para desarrollar este objetivo, afirma que es indispensable que el gobierno defina con claridad y precisión las reglas del juego que rigen la competencia. Lo mismo se aplica a la promoción del adecuado funcionamiento de los mercados. Los complementos necesarios de esta tarea son la regulación y la supervisión que mitiguen los efectos de las imperfecciones de información (Stiglitz, 1981 ; 1990).

En este sentido, afirma que los mercados por sí mismos no son eficientes y es por ello que el Estado debe intervenir en esos mercados “incompletos”. Pone de manifiesto que la “mano invisible”, que debería preocuparse por una mayor eficiencia en este ámbito, es invisible porque ni siquiera existe. De ahí que el neoliberalismo no tenga ninguna base para este autor. El premio Nobel de Economía, J. Stiglitz, defiende la participación del Gobierno en el sistema bancario, tanto en la provisión de financiamiento a través de entidades públicas como en el diseño de una regulación eficiente que asegure la estabilidad de los bancos. La liberalización del mercado financiero supone para este autor un gran riesgo, principalmente para los países en vías de desarrollo.

## **Capítulo II: Período Liberal**

Entre los años 1977 y 2001, durante el período liberal que experimentó el sistema financiero argentino, se desarrollaron dos instituciones fundamentales que caracterizan a toda economía de mercado: la primacía de los derechos de propiedad privada, fuente del desarrollo e iniciativa individual, derecho inalterable que debe ser salvaguardado y protegido por ley, y la libre competencia. El resto de las instituciones de la economía convergen a estas dos instituciones fundamentales bajo este modelo de pensamiento.

Durante este período se acondicionó la economía, a través de cambios regulatorios e institucionales, para desarrollar un modelo de libre mercado que se adecúe a las políticas financieras internacionales. Todo tipo de protección, restricción e intervención estatal en el mercado financiero fueron eliminados y, sobre la base de las ideas neoclásicas y monetaristas, se desreguló la actividad financiera. Argentina se adaptó al proceso de transformaciones internacionales que acontecía.

La combinación de políticas destinadas a la irrestricta apertura comercial, a la desregulación de la economía nacional y a la liberalización del movimiento de capitales determinó la estructura institucional del país.

### **Apertura económica al exterior**

Desde mediados de la década del sesenta los ingresos de capitales en Latinoamérica se intensificaron iniciándose un período de gran expansión del crédito coincidente con un ciclo expansivo global de la economía internacional. La internacionalización y el acelerado

crecimiento de la banca internacional, la búsqueda de nuevos mercados para sus operaciones y la creciente competencia, junto con la gran liquidez provocada por el ingreso de los petrodólares al mercado financiero internacional hicieron que los países en desarrollo se convirtieran en el destino de los capitales internacionales. En ese marco, los países latinoamericanos, entre ellos Argentina, abrieron sus puertas a los flujos externos de capital y transitaron el camino de la reforma para adecuar sus economías a este nuevo contexto. Argentina inició en 1977 un cambio en su política financiera a través de una reforma que permitió la eliminación de barreras a la entrada de capitales<sup>3</sup>.

En ese contexto internacional de gran flujo de divisas y de apertura al exterior que América Latina inicia en los años setenta, Argentina efectuó una sucesión de políticas, reformas institucionales y regulatorias en el sector para adaptarse a la realidad internacional (AnexoI).

### **Entrada de capitales**

Dos grandes ciclos se produjeron en los flujos de capital, las etapas de expansión y crecimiento fueron de finales de los años setenta hasta el inicio de los ochenta, y una segunda etapa que se inicia a finales de los ochenta y tiene su auge en los noventa. En Argentina, el primer paso hacia la apertura del sistema financiero local fue promovido en el contexto de la reforma financiera de 1977. Esta reforma facilitó la apertura y liberalización del sistema financiero atrayendo los enormes flujos de capitales del extranjero. Se produjo

---

<sup>3</sup> Reforma a la **LEY DE ENTIDADES FINANCIERAS. LEY N° 21.526**. Buenos Aires, 14 de febrero de 1977.

una reforma principalmente de tipo regulatoria a fin de generar un marco que resultó atractivo para los capitales foráneos.

El resultado de estas políticas de apertura fue el crecimiento exponencial de los movimientos de capitales, generando una etapa de acumulación de reservas y elevadas tasas de crecimiento de moneda y crédito. A raíz de esto, se expande la demanda interna con el consecuente aumento de precios de activos, tanto reales como financieros. El sistema financiero se enfrentó a una masa monetaria que se multiplicaba y para la cual no estaba preparado para asignar eficientemente, se debió por ello acondicionar el marco regulatorio para adaptarse a las nuevas condiciones de mercado. Argentina contaba en ese entonces con un sistema financiero y un mercado de capitales relativamente pequeños y poco diversificados, la gama de activos era limitada y el nivel de bancarización reducido.

La década del '70 tuvo la particularidad de que inicialmente el capital tuvo una fuerte tendencia especulativa vinculada al sistema de tasas de cambio flotantes. Las ganancias no condujeron a la recuperación de la inversión productiva sino a la inversión especulativa, generando que la fracción de capital que ingresara al país se dedicara a realizar colocaciones financieras y a remitir recursos al exterior. El capital se utilizó, mayoritariamente, aprovechando que las tasas de interés internas eran superiores a las exteriores culminando con la transferencia de esos recursos.

La década del '80, por el contrario, se caracterizó por ser un período de ajuste signado por una fuga masiva de capitales privados, un extremo racionamiento del crédito externo y crecientes dificultades del Estado para acceder a nuevo financiamiento de los organismos internacionales de crédito.

Con respecto a la entrada de capitales en la década de los '90, éste fue uno de los elementos clave para complementar las medidas estabilizadoras en la lucha contra la inflación. La crisis híper inflacionaria acontecida a finales de la década del '80, derivó en un bajo nivel de monetización, que produjo la huida de capitales explicada en parte por la presencia del impuesto inflacionario y en parte por un problema de confianza. A partir de 1991, luego de la instauración del plan de estabilización<sup>4</sup>, la economía comenzó a atraer capitales del exterior, conjuntamente con la repatriación de parte del capital fugado en la década anterior. Los mercados financieros atrajeron también, durante el decenio de 1990, inversión extranjera directa en forma de participación accionaria en empresas de intermediación financiera local y en instalación de nuevas sucursales o subsidiarias controladas íntegramente por instituciones financieras extranjeras (Penido, 2000). En esa oportunidad, se abolieron todas las restricciones a la entrada de nuevas instituciones y a la expansión de las redes bancarias por instituciones nacionales o extranjeras<sup>5</sup>.

Durante esta segunda etapa de entrada de capitales, la apertura financiera y las inversiones extranjeras tanto directas como de cartera fueron una estrategia estabilizadora. La liberalización financiera y la apertura al mercado de capitales, sumado a un tipo de cambio fijo, permitieron atraer la inversión extranjera y expandir la capacidad de financiamiento.

---

<sup>4</sup> Plan de convertibilidad

<sup>5</sup> Decreto N° 146/94. 21/02/1994. Reforma Ley de Entidades Financieras. Se eliminaron los requisitos adicionales para las entidades de capital extranjero. (capítulo III de Ley de Entidades Financieras sobre Autorización y Condiciones para funcionar).

## **Rol del estado**

La reforma iniciada durante el gobierno de Martínez de Hoz se basó principalmente en dos disposiciones legales, la ley de descentralización de depósitos (Ley 21.495) y la ley de entidades financieras (Ley 21.526). La reforma apuntaba a limitar la injerencia del Estado en el sistema financiero, dejando que las entidades actuaran con libertad en los criterios para otorgamiento de crédito y la fijación de tasas activas y pasivas (Mercante, 2015).

Los tres puntos sobre los que el estado intervino para liberar al mercado fueron la desregulación de la tasa de interés para aumentar la oferta de crédito; el incentivo a la entrada a un mayor número de entidades financieras en el mercado para volverlo más competitivo, y la liberalización de la cuenta capital permitiendo la libre entrada y salida de capitales (Cibils y Allami, 2010). En la década del '80 los cambios introducidos en la legislación no alteraron significativamente el marco legal de la reforma de 1977<sup>6</sup>; fue un período de relativamente bajo crecimiento de la intermediación financiera, principalmente debido a la alta volatilidad macroeconómica. En los años '90, en un contexto de fuerte y continuo crecimiento de los flujos globales de capitales, se profundizaron las reformas, todas ellas manteniendo la premisa de limitar el rol del estado y dejar al mercado que actúe en su rol de asignador. Los principales cambios regulatorios que impactaron directamente en la estructura del sistema financiero en esta década fueron la Ley de Convertibilidad, la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, los cambios en la Ley de Entidades

---

<sup>6</sup> Ley N° 22.529. 26/01/1982. Ley de consolidación y redimensionamiento del sistema financiero.  
Ley N° 22.871. 10/08/1983. Ley de Entidades financieras; Apertura de filiales y Requisitos Apertura de filiales.

Financieras y la adopción de regulaciones de tipo prudencial en acuerdo a las normas de Basilea, resultando de esto una transformación radical de la estructura del sistema financiero (Cibils y Allami, 2010). (Anexo I)

El modelo liberal implicó la contracción de las funciones del Estado nacional, al mismo tiempo que el mercado asumió un rol fundamental como asignador de recursos y beneficios. Solo se buscó reducir el aparato estatal con criterios de eficiencia extrema.

### **Tipo de cambio y rol del BCRA**

El tipo de cambio durante el periodo liberal no fue uno solo a lo largo de todo el período. Dos fueron los instrumentos que caracterizaron al modelo liberal, primeramente la tablita de Martínez de hoz, al inicio del período y luego un tipo de cambio fijo de paridad uno a uno peso/dólar en la década del '90.

Implementada en Enero de 1979, la tablita de Martínez de hoz consistía en una devaluación programada de la moneda local<sup>7</sup> que permitía conocer con 8 meses de antelación el porcentaje diario de devaluación del peso. Este programa brindaba la información anticipada bajo el supuesto de que una parte importante del aumento de los precios se debía a “factores psicológicos”. Se aplicó este instrumento con el fin de disciplinar y estabilizar los precios, pero éstos se incrementaron a mayor velocidad que las depreciaciones pautadas generando una apreciación real de la moneda y un deterioro creciente de la balanza comercial al abaratar los productos importados y encarecer las exportaciones locales. Lo que siguió fue una crisis económica y de expectativas, corridas

---

<sup>7</sup> Cronograma de devaluaciones nominales periódicas.

financieras, y una espiral inflacionaria irreversible. El objeto de reducir la inflación por disminución de las expectativas inflacionarias anunciando una tasa de devaluación cada vez menor no se logró, sino que sirvió para desarrollar un mercado financiero especulativo.

La Ley de convertibilidad del Austral<sup>8</sup> fue sancionada el 27 de marzo de 1991 por el congreso poniendo fin al régimen anterior y estuvo vigente durante 11 años. Esta establecía a partir del 1 de abril de 1991 una relación cambiaria fija entre la moneda nacional y la estadounidense, a razón de 1 dólar estadounidense por cada 10.000 australes lo que fue posteriormente un peso convertible (Cuadro V).

La paridad cambiaria uno a uno tenía como uno de sus principales objetivos controlar la hiperinflación que azotaba a la economía Argentina y, a su vez, al exigir que exista un respaldo de la moneda circulante en reservas, restringía la emisión monetaria. La reducción de la inflación y las expectativas de estabilidad generadas por el nuevo régimen cambiario sostenido en la Ley de Convertibilidad, sumado a una situación externa de amplia liquidez y fácil acceso al financiamiento internacional, hicieron que el sistema entrara en un proceso de crecimiento en esta década.

Con la Ley de Convertibilidad se estableció un régimen de tipo de cambio fijo, aunque con mayor flexibilidad que en una simple caja de conversión, pues no prescindió de la existencia del banco central. Aun así, la función principal del BCRA estaba básicamente restringida a regular la oferta monetaria a través de operaciones de pase y cambios en las reservas internacionales. El tipo de cambio fijo eliminó la política monetaria como instrumento de política económica quedando sólo la política fiscal para el corto plazo y para el largo plazo la opción de alguna política de reforma estructural. Este régimen que

---

<sup>8</sup> Ley N° 23.928. Ley de convertibilidad de Austral.

priorizó el mantenimiento de la paridad cambiaria dejó completamente expuesta a la economía frente a la volatilidad de los movimientos del capital financiero especulativo. Las modificaciones introducidas por este nuevo marco legal implicaron la severa restricción de la función de prestamista de última instancia, la prohibición de remunerar encajes y la eliminación del seguro de depósitos. La falta de estas atribuciones se hizo sentir cuando se desató la crisis de 1994 y el BCRA no pudo salir a rescatar a los bancos en problemas. En virtud de esto y, ante la situación de crisis, en un intento de poder dar respuestas por medio del BCRA para salir de ésta, se modifica la Carta Orgánica y la Ley de Entidades Financieras. Aún con estas reformas, la vigencia de la Ley de Convertibilidad continuó implicando la imposibilidad del BCRA de actuar como prestamista de última instancia.

De igual manera, y a pesar de las desventajas que trae aparejado la elección de este tipo de cambio, se optó por una paridad fija con el dólar ya que un tipo de cambio flotante libre aumenta la volatilidad de la moneda extranjera y esto puede causar problemas serios, especialmente en una economía emergente como lo es Argentina cuyo sector financiero contaba con una alta dolarización, descalce de monedas y fragilidad financiera. Cuando los pasivos son fijados en moneda extranjera mientras que los activos están en la moneda local, las depreciaciones inesperadas del tipo de cambio deterioran al banco y a los balances corporativos y amenazan la estabilidad del sistema financiero doméstico. Por esta razón el mayor miedo era la flotación<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> El término "miedo a la flotación" fue acuñado en la década de los noventa para referirse a las acciones de las autoridades monetarias de los países en vías de desarrollo para evitar que el tipo de cambio de su divisa local fluctuase con respecto al dólar libremente.

### **Extranjerización del sistema financiero**

Una característica importante que adquirió el sistema bancario argentino en el período liberal fue un fuerte proceso de extranjerización. Este fue un proceso que se inició a mediados de la década del '70 y se profundizó con el modelo de Convertibilidad en los años '90 donde los grandes perdedores fueron los bancos públicos y las pequeñas y medianas entidades financieras en favor de los grandes bancos privados que casi monopolizaron el sistema financiero nacional.

Las medidas económicas adoptadas lograron seducir y promover la llegada de empresas extranjeras al país. Por lo que la disciplina impuesta en países desarrollados, ahora implementada en el nuestro, le otorgó mayor reputación al sistema financiero local. El desmantelamiento de los mecanismos de control del Estado sobre la rentabilidad (libre tasa de interés), la reducción de obstáculos a la entrada de participantes al sistema, la apertura financiera al exterior y la adopción de normas relativas al capital (Basilea 1988), configuraron la primera generación de medidas.

En otras palabras, se estimuló la extranjerización del sistema bancario por parte de las autoridades monetarias argentinas con la idea de lograr una mayor estabilidad del sistema financiero en su conjunto a partir de la contribución de los bancos extranjeros. Por tal motivo, durante el modelo de Convertibilidad se aplicaron regulaciones permisivas con el objetivo de lograr incrementar el ingreso de nuevos bancos extranjeros a la economía argentina, ya sea, por la vía de la instalación de nuevas entidades o por la adquisición de bancos ya existente. Incluso, en algunos casos se financió con fondos del sector público,

mediante el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria, la compra de bancos locales por parte de entidades financieras extranjeras.

Este período abrió paso a una fuerte extranjerización del sistema financiero local, se eliminaron los requisitos adicionales para las entidades de capital extranjero, dando igual tratamiento a los bancos extranjeros y nacionales (Mercante, 2015). Los efectos positivos de la extranjerización del sistema financiero como país receptor básicamente se observaron en la incorporación de mejores tecnologías y capacidad administrativa, la posibilidad de una mayor diversificación de los instrumentos financieros, mayor acceso a los mercados de capitales internacionales, mayor competencia, estabilidad del crédito y, se creyó principalmente, que generaría una reducción de las necesidades de salvatajes a través del Estado por la ayuda que las casas matrices brindan en casos de crisis<sup>10</sup>.

El sistema financiero, se valió de un sin número de otros servicios y productos que ingresaron junto con el flujo de fondos: no sólo se ofreció capital para invertir, sino nuevos productos como diversos tipos de cuentas, banca electrónica, recaudación, seguros, bancarización del pago de salarios, entre otros. Comienzan a entrar al país mecanismos de financiación no implementados hasta el momento como son el leasing, factoring, SGR o RGP.

La banca extranjera tenía como objetivo diversificar sus actividades y expandir su operatoria aprovechando el contexto de un marco regulatorio propicio para desarrollar sus estrategias de negocios. Estas entidades decidieron reforzar sus posiciones en el mercado local a través de la absorción o adquisición de participación mayoritaria en los bancos

---

<sup>10</sup> A pesar de que diversos autores resaltan a esta última como una cualidad de la extranjerización, quedo evidenciado que una vez desatada la crisis las casas matrices no respondieron como se lo esperaba

locales. Muchos de estos intermediarios no habían tenido hasta ese momento una presencia activa, o al menos en gran escala, en nuestro sistema financiero. Ya desatada la crisis de 1994, las entidades utilizaron las fusiones como una estrategia de marketing que hacía presumir al inversor una mayor fortaleza y por ende, un mayor grado de confiabilidad. Todas las fusiones y absorciones fueron aprobadas por el BCRA, quien otorgó ayudas financieras mediante redescuentos y exenciones normativas sobre capitales y liquidez a las entidades absorbentes.

### **Dolarización de la economía**

En el marco de la convertibilidad, fue implementada la reglamentación que otorgaba supuesta seguridad jurídica a los depósitos en moneda extranjera, obligando a las entidades a devolver los depósitos en la misma moneda en que fueran recibidos (Cibils y Allami, 2010). Esto llevó a un fuerte crecimiento de un segmento dolarizado del sistema financiero local. Al mismo tiempo, las entidades financieras quedaron habilitadas para otorgar libremente crédito en dólares. También se desreguló el mercado bursátil, y las entidades financieras y empresas no financieras quedaron autorizadas a emitir obligaciones negociables en moneda extranjera.

Estas medidas, que favorecieron el crecimiento de los depósitos, préstamos y otros instrumentos en dólares, sumadas a un fuerte ingreso de capitales, contribuyeron a un fuerte crecimiento del sistema financiero. La captación de “dólares” fue siempre superior a la de pesos hasta que la convertibilidad hizo colapsar al sistema en el año 2001. La inexistencia de regulaciones que impidieran o limitaran el endeudamiento en dólares de sujetos de

crédito que percibían sus ingresos en pesos, sumado a un régimen bimonetario que no realizaba distinción en el tratamiento entre depósitos y créditos realizados en pesos y en dólares, incentivó a los agentes económicos, ya sea empresas o familias, con flujos de ingresos en pesos, a endeudarse domésticamente en una moneda fuerte como lo es el dólar asumiendo el riesgo devaluatorio. Esto se realizó con la expectativa de que, en caso de una modificación cambiaria y de peligro de moratoria generalizada de deudores en dólares, el Estado tomaría medidas compensatorias. Alrededor de 70% de los contratos financieros internos estaban denominados en dólares, y si bien no había, antes de la crisis, un descalce importante entre activos y pasivos bancarios en dicha moneda, gran parte del crédito interno en dólares había sido otorgado a deudores con ingresos en pesos, cuya posición financiera y su capacidad de pago se verían deterioradas con la devaluación. (Gráfico I)

### **Shocks externos**

Múltiples shocks externos afectaron a la economía a lo largo de este período vulnerando la estabilidad económica del país producto de la gran apertura comercial y financiera que poseía y a la alta volatilidad que esto conlleva.

El contexto institucional y de política económica en el que se presentó la crisis Mexicana y su consecuente efecto rebote en América Latina conocido como “efecto Tequila” estaba caracterizado por un tipo de cambio nominal fijo, un tipo de cambio real apreciado, no existían prácticamente barreras al libre movimiento de los flujos de capital, los flujos de capital del período de auge previo eran de gran magnitud en proporción de los mercados nacionales de dinero y capitales preexistentes y la regulación de los sistemas

financieros nacionales en la etapa de auge era débil y permisiva. Aunque la crisis mejicana no se desparramó en las economías de los países desarrollados, los inversionistas temieron por el efecto contagio y huyeron de América latina. El "efecto tequila" provocó una retracción de los flujos de capitales hacia América Latina con un redireccionamiento hacia el sudeste asiático, región que logró generar renovada confianza en los inversionistas. Pero quienes fueran fuente de confianza para los inversionistas en 1994 se convertirían en los países de los que escapar tres años después. Los Tigres Asiáticos, así denominadas las economías de Hong Kong, Singapur, Corea del Sur y Taiwán, se vieron involucrados en la que, después del "efecto tequila", fue una de las crisis más trascendentales de la década del '90. La crisis asiática no sólo afectó a los países de su región, sino que su coletazo perjudicó a Europa, los EE.UU. y parte de América latina, incluyendo a Argentina.

La depreciación del Real brasileño en 1995 fue otro de los shocks que impactó en el sistema financiero argentino. La crisis brasilera determinó una clara sobrevaluación del peso argentino por estar fijado al dólar y la imposibilidad de competir con las importaciones procedentes de ese país, golpeando fuertemente a la economía Argentina.

La crisis Rusa en 1998, iniciada tras la devaluación de su moneda producto del default en la deuda interna de ese país, repercutió sobre Argentina aún sin tener vínculos directos, ni financieros ni comerciales, de relevancia. Aquellos países emergentes con vínculos directos con Rusia, ante este default y su situación de iliquidez, retiraron fondos de América Latina.

### **Concentración bancaria**

Se evidenció a lo largo de todo el período un proceso de marcada concentración en el sector. La concentración bancaria está asociada a la participación relativa de mercado que posee cada uno de los bancos en términos de variables relevantes como préstamos, depósitos o activos. Las causas de este proceso se encuentran en primer lugar en la reforma financiera de 1977 y, más adelante, en los efectos provocados por la crisis del tequila que desencadenó una serie de cambios estructurales en el sector a través de fusiones, privatizaciones, revocatorias, adquisiciones y/o cierres de entidades (Sarghini, 2000).

El modelo neoliberal favoreció a la banca extranjera y la reforma financiera tenía entre sus objetivos adecuar el sistema a los intereses extranjeros. Las cajas de crédito, quienes hasta antes de la reforma de la ley de entidades financieras en 1977 manejaban un importante volumen de operaciones, comenzaron a desaparecer o a fusionarse en el mejor de los casos. Las resoluciones del Banco Central plantearon un escenario adverso para las entidades locales; entre otros requisitos, fijaron capitales mínimos para la transformación en bancos que la amplia mayoría de las cajas de créditos no lograban cumplir. Dentro del plazo para la adecuación que ofrecía la norma, 273 cajas de crédito cooperativas de las 375 existentes, decidieron transformarse en bancos cooperativos tras agruparse entre ellas para cumplir con las exigencias del Banco Central.

El segundo proceso de concentración del período fue consecuencia del efecto tequila, donde la caída del número de entidades se comienza a observar desde meses después de iniciada la crisis, en enero de 1995. Este no fue un proceso lineal ni homogéneo, la devaluación del peso mejicano provocó una fuerte huida de capitales de Latinoamérica.

La corrida bancaria ocurrida sobre el banco Extrader, el cual tenía gran parte de su cartera invertida en bonos mejicanos, derramó incertidumbre sobre otras entidades. Primeramente los depósitos migraron desde los bancos chicos a los bancos más grandes, viéndose forzados muchos de ellos a cerrar. Sin embargo la corrida se fue extendiendo a los bancos de mayor dimensión. Cuando se logra desacelerar la caída en los depósitos de los bancos grandes, un número importante de entidades de menor tamaño debieron cerrar, fusionarse o ser vendidas (Sarghini, 2000). Logró frenarse este proceso recién después de que el Fondo Monetario Internacional aprobara un acuerdo de facilidades con Argentina y constituyera un Paquete de Apoyo Financiero.

Aún superada la crisis, el sistema financiero continuo con el proceso de concentración pero esta vez incentivado por las reformas introducidas en la regulación. Los requerimientos de capitales mínimos, los requisitos mínimos de liquidez, el sistema de seguro de depósitos con una alícuota que varía en función del riesgo de la entidad, la reforma a la carta orgánica, fueron las regulaciones más influyentes en este proceso.

En forma conjunta, son la crisis mejicana y los cambios regulatorios introducidos a partir de la misma, los que explican el cambio estructural y de composición del sector bancario durante la década de los '90, provocando un altísimo nivel de concentración.

El cambio en la estructura del sector se vió reflejado a través de tres procesos, el fortalecimiento del marco regulatorio, la privatización de un conjunto de bancos públicos provinciales junto al debilitamiento de la banca regional, y el creciente peso de la banca extranjera (Cuadro I).

### **Racionamiento crediticio**

Al casi desaparecer las cajas de crédito y los bancos de menor tamaño producto de las fusiones y adquisiciones por parte de grandes multinacionales, se profundizó la orientación del mercado de crédito bancarios hacia las grandes empresas tanto extranjeras como locales, provocando una reducción significativa de los créditos hacia las pequeñas y medianas empresas.

El cooperativismo de crédito en la Argentina era el mecanismo a través del cual la franja poblacional de menores recursos tenía acceso al crédito, reinvertiendo los recursos financieros en quienes los originaban, conformando un mecanismo autónomo más armónico con la estructura federal de nuestro país, descentralizando un sector del campo financiero, con marcada trascendencia social (Cuesta, 2000). Los sectores cooperativos proveyeron a un amplio espacio de la economía que no encontraba servicios financieros en el sistema formal. Los Bancos tradicionales no aportaban al progreso de estos sectores.

A partir de la reforma financiera se alentó a la fusión de este tipo de entidades para hacer frente a las disposiciones que establecía la ley. Como resultado de este proceso, de las 400 Cajas de Crédito existentes en 1979, 300 optaron por solicitar su transformación. Se conformaron así 77 nuevos Bancos Cooperativos, que sumados a los 8 preexistentes, llegaron a conformar un total de 85<sup>11</sup>.

Paralelamente en el sector se liberaron las tasas de interés para depósitos y préstamos. De este modo, la orientación del crédito quedó librada a las condiciones del mercado y a la política de las entidades. Esto era evidentemente favorable para la aparición

---

<sup>11</sup> Banco Central de la República Argentina (BCRA)

de nuevas entidades, concretamente para operar bajo la forma de bancos comerciales (Rodríguez y Capece, 2001).

La expansión del crédito del período se explica por la casi ilimitada disponibilidad en los flujos de fondos externos que ingresaron al país. Este contexto de oferta no fue acompañado, como se esperaría, de una mejor asignación del crédito sobre todo a empresas de menor tamaño (Filippo et al 2004).

El crecimiento del monto prestado privilegió al crédito privado por sobre el crédito público, a las grandes empresas por sobre las PyME, las líneas en dólares frente a las líneas en pesos, y los instrumentos de mayor informalidad y menor plazo (adelantos y descuento de documentos), por sobre la financiación de largo plazo.

La concentración bancaria no solo fue en términos de cantidad de entidades, sino que también afectó a la distribución regional en la colocación de los servicios bancarios. Tanto depósitos como créditos se concentraron regionalmente, éstos últimos en mayor magnitud, siendo las principales urbes las destinatarias, financiando actividades en estas regiones en detrimento de las menos pobladas. En el caso de los mercados locales escasamente desarrollados y alejados de los principales polos de actividad, se vieron envueltos en un espiral que los alejaba cada vez más del acceso al crédito para financiar actividades productivas. Las regiones más atrasadas fueron las de captación, pero no la de colocación de fondos (Sarghini, 2000)<sup>12</sup>

También, podemos atribuir el racionamiento del crédito al incremento del tamaño promedio de las entidades, esto parece haber destruido información valiosa ya que los bancos con mejor predisposición a financiar a PyMEs desaparecieron durante el proceso de

---

<sup>12</sup> Cuadernos de economía N°53 BCRA

concentración acontecido, primeramente, con la desaparición de las cajas de crédito y banca cooperativa posterior a la reforma financiera del '77 y seguidamente en la década del '90 producto de la concentración que se derivó del efecto tequila. El problema que enfrentan las PYME para acceder al crédito es la ausencia de proyectos viables en función a la solvencia patrimonial de la empresa en términos de garantías reales. Ese pasa a ser el principal originante del racionamiento por parte de la institución financiera cuando desaparece la banca cooperativa, entidades especializadas en crédito a este segmento de empresas. Los bancos extranjeros son reticentes a prestar al sector PYME ya que estos bancos poseen un alto porcentaje de su cartera garantizada. Todo esto explica por qué en la segunda mitad de la década del '90 se redujo la participación de este tipo de empresas en el total de los préstamos otorgados.

El proceso de concentración sumado al de desnacionalización o extranjerización de la banca presenta un escenario adverso para las pymes por la pérdida de capital informacional que los bancos pequeños o corporativos poseen de este tipo de clientes. La pérdida de información implica que se generen mayores asimetrías aumentando los costos de transacción y, por ende, encareciendo el crédito. El diferencial de tasas de interés que se observa para los diferentes tipos de empresas, es una cuestión que también influye en la asignación del crédito y en el racionamiento de éste. Las empresas de mayor tamaño contaron a lo largo de la década, con mejores tasas y alternativas al crédito bancario. Así es como, de la mano de bancos de inversión internacionales, las empresas argentinas emitieron títulos en la forma de obligaciones negociables (ON), cotizaron en la bolsa local o en bolsas del exterior, así como accedieron a créditos directos en bancos del exterior, a tasas más cercanas a la prime rate o libor.

En conclusión, durante el período de la convertibilidad no hubo restricción de fondos en cuanto a cantidad, pero si el sistema financiero segmentó el mercado con diferentes tipos de clientes y en el otorgamiento quedó relegado al sector PYME.

### **Estabilidad**

La alta volatilidad de la economía Argentina durante el periodo liberal estuvo relacionada con los ciclos de entrada y salida de capitales y, a su vez, el alto grado de apertura económica facilitó la difusión de las crisis financieras externas. Los flujos retornaban a los países de origen no sólo frente a condiciones internas de inestabilidad, sino también, frente a shocks externos. El impacto de la inestabilidad de los flujos de capital sobre la inversión y los desequilibrios provocados por el rescate súbito de los fondos, ocasionaban fuertes perturbaciones en la economía. La alta volatilidad a nivel macroeconómico afecta a la tasa interna de interés, a las expectativas de devaluación o revaluación cambiaria, a la inflación y todo ello repercute en la inversión. La apertura al mercado internacional de capitales tuvo un efecto favorable en los períodos de liquidez financiera, pero dada la inestabilidad y volatilidad de los flujos, ello resultó ser el desencadenante de la profunda crisis en la que culminó el período.

### **Capítulo III: Período intervencionista**

#### **Introducción**

La evolución de la economía bajo el régimen macroeconómico de los años '90 originó los procesos que condujeron al default y a la devaluación. Asfixiada por la apreciación cambiaria, el aumento exponencial del endeudamiento externo, y las limitaciones que imponía a la política macroeconómica el rígido esquema de la convertibilidad, la actividad económica venía siguiendo una tendencia contractiva desde 1998 y esta prolongada recesión se había acentuado notoriamente a mediados de 2001, acabando en una crisis de enormes dimensiones a finales de ese mismo año y poniendo fin al período liberal (Romero, 2003).

Nuestro país sufrió la crisis financiera más profunda de su historia. Las acciones de política económica que se sucedieron a partir de allí se hicieron intentando evitar una implosión del sistema financiero y una crisis económica y financiera mayor. El banco central salió al rescate de los principales bancos otorgando redescuentos por casi 17.000 millones de pesos. En un caso inédito en la historia financiera mundial, un banco central salió al rescate de casi la totalidad del sistema financiero otorgando un volumen de redescuentos nunca antes evidenciado.

Uno de los desafíos más complejos que se debió enfrentar fue el proceso de estabilización. Todas las políticas adoptadas durante los años posteriores a la crisis avanzaron en pos de este objetivo y de alcanzar la normalización del sistema financiero. A lo largo de los años 2002 y 2003, la recuperación de la economía argentina se daba en un

marco de gran incertidumbre y vulnerabilidad. Su continuidad y dinamismo estaban bajo constante amenaza y esto se vió reflejado en el aumento vertiginoso de las tasas de interés. En julio de 2002, las tasas medias de los depósitos a plazo alcanzaron un máximo de 76% anual, al mismo tiempo que las tasas pagadas por las LEBAC a 14 días tocaban casi 115% anual<sup>13</sup>. En cuanto el público percibió que la paridad cambiaria nominal dejaba de subir y las reservas comenzaban a recuperarse, se configuró un escenario muy diferente al anterior, con expectativas de apreciación nominal del peso que facilitaron la recomposición de la demanda de dinero y de activos en moneda doméstica. Hubo cierta apreciación nominal hasta que, entrado 2003, el gobierno acentuó la intervención en el mercado cambiario, comprando moneda extranjera para contener la baja de la paridad y defendiendo así el alto nivel alcanzado por el tipo de cambio real. La estabilización cambiaria, monetaria y financiera, alcanzada recién a mediados de 2003 generó efectos favorables sobre las expectativas. Este momento puede considerarse el fin de la etapa preliminar o de transición, y el comienzo del período que se caracterizó por el alto grado de intervención del Estado. Nuevamente se observa que una crisis da lugar a cambios normativos, y la Ley de entidades financieras no fue la excepción. En un entorno macroeconómico muy diferente después de la salida de la convertibilidad, del retiro de muchos bancos extranjeros, de importantes montos por asistencia ante situaciones de iliquidez otorgados por el BCRA, el sistema financiero volvió a experimentar transformaciones. Aun así, los principales ajustes a la ley de entidades dejaron intacta su esencia neoliberal. Aunque en numerosas oportunidades se discutió la idea modificar la Ley de Entidades Financieras implementada por la dictadura y

---

<sup>13</sup> Banco Central de la República Argentina (BCRA)

avanzar en modificaciones sustantivas al sistema, no se dió un paso en tal sentido. Las modificaciones realizadas han sido sobre cuestiones puntuales, pero no al corazón de la ley.

### **Apertura económica al exterior**

Hablamos de un nuevo modelo caracterizado por un alto nivel de intervencionismo estatal y una férrea protección de la economía y la industria nacional. Uno de los principales problemas que caracteriza al período es la escasa entrada de capitales extranjeros, rasgo distintivo y diferenciador de éste con el periodo neoliberal, el que ofrecía un escenario atractivo para la entrada de capitales e inversión extranjera. En parte se le puede atribuir esto a la falta de seguridad jurídica y de previsibilidad en los negocios, lo cual generó que capitales extranjeros se establezcan en otros países vecinos (Krause, 2010).

El gobierno se caracterizó por un alineamiento regional fortaleciendo relaciones con América Latina, fundamentalmente con Brasil, su principal socio comercial, Venezuela, Bolivia y Ecuador. La alianza con Venezuela se fundamentó en la necesidad del gobierno de obtener fondos para el país ante la imposibilidad de acceder al mercado de capitales tras el default de la deuda en 2001. Defendió las relaciones comerciales con el MERCOSUR y rechazó los tratados multilaterales y bilaterales con Estados Unidos como la conformación del ALCA en un claro gesto de rechazo al neoliberalismo. Se vislumbró en este período un nuevo modo de vincularse con el exterior intentando conservar cierto grado de autonomía (Kan, 2011).

## **Entrada de capitales**

La debilidad institucional con la que Argentina quedó tras la crisis del 2001 le ocasionó serios problemas para contraer nueva deuda, la alta tasa de riesgo originada en la desconfianza del mercado, la falta de previsibilidad y reglas de juego claras le impidió acceder al mercado de crédito y capital internacional.

Los juicios de los holdouts, las demandas en el Banco Mundial, la deuda con el Club de París y la ausencia de revisión anual de la economía por parte del FMI son factores que excluyeron al país del acceso a crédito y capital internacional. Argentina se situó como uno de los países que menos confianza transmitió en los mercados financieros, evidenciado esto en los indicadores de riesgo. Los mercados no sólo no perdonaron el default de 2001, y las consecuentes reestructuraciones con quitas de capital, sino además no se le perdonó el abandono de la políticas liberales.

Si bien tras dos canjes exitosos, en 2005 y 2010, el gobierno logró reestructurar el 93% de la deuda, con una quita de más del 60% del capital, no se logró acordar con el 7% restante de los acreedores que continuaron reclamando la totalidad de lo adeudado. Aún con un fallo judicial internacional que obliga al país a cancelar el 100% a ese grupo de acreedores, el gobierno se negó a pagar y apeló la sentencia. Estos antecedentes alejaron a los organismos de créditos internacionales.

En lo que respecta al pago de la deuda al FMI, fue cancelado en su totalidad con reservas del BCRA y, aún así, el acceso a crédito y los flujos de capitales internacionales no encontraron un escenario atractivo en Argentina para la colocación de fondos. Se utilizó un tercio de las reservas para cancelar la totalidad de la deuda generando enormes

controversias acerca de la legitimidad de la medida. Se acudió a la reforma de la legislación del Banco Central para permitir el pago de deuda externa con reservas, debilitando la autonomía del organismo.

Concordante con su pensamiento contrario al liberalismo, el gobierno en el año 2005, mediante un decreto presidencial, reguló el ingreso de capitales al país fundamentalmente a los llamados “capitales golondrinas”, imponiendo severas restricciones a su entrada. Esta medida limitaba las acciones de especulación financiera desarrolladas en el modelo precedente. Entre los artículos incluidos en el Decreto 616/2005 se encuentran: la obligatoriedad de registrar todo ingreso o egreso de capitales ante el BCRA, un plazo de cancelación no menor a un año para las deudas contraídas por personas físicas o jurídicas residentes en el territorio nacional con otras residentes en él, el límite mínimo de un año para el retiro de capitales que ingresen al país con la finalidad de compra de moneda local, bonos, activos financieros o cualquier otro propósito y la obligatoriedad de que dichos capitales dejen durante esos primeros 365 días al menos un 30% del total depositado en dólares en algún banco del país (Senlle, 2012). La finalidad de la medida era desalentar el ingreso de fondos del exterior al país, ya que el exceso de oferta de moneda extranjera podría comprometer seriamente el mercado de cambios y la vigencia de una paridad competitiva que se había alcanzado, afectando negativamente las favorables condiciones macroeconómicas del momento. También, con esta medida, se pretendían evitar vulnerabilidades externas ante la afluencia de capitales externos de corto plazo, que podrían ser inmediatamente repatriados ocasionando crisis en la economía local.

Se produjo un cambio de posiciones en el bloque de poder dominante en Argentina. Quienes pasaron a conducir dicho bloque fueron los grupos económicos locales o

regionales, subordinando a los capitales financieros transnacionales y los inversores extranjeros. La disputa dentro de esta formación económico-social se establece entre dos tipos de capital financiero cuyo asiento territorial es la Argentina. Uno largamente constituido, articulado al mercado mundial (bancos, seguros, comercio, exportaciones del sector agropecuario). Otro de origen en la producción industrial cuya base original lo constituyó la expansión del mercado interno siguiendo las leyes de la reproducción ampliada de capital en este sistema productivo, y articulado al mercado mundial de los capitales productivos (Asborno, 1993). Es decir, en oposición a los sectores del capital financiero articulados internacionalmente que se evidenciaron en el período liberal, se encuentra en este el capital financiero sustentado en el desarrollo de las distintas ramas de producción.

### **Rol del estado**

Si bien la estabilidad del sistema financiero y monetario en un mundo globalizado está fuertemente condicionada por la dinámica de los mercados internacionales, las políticas que adopta el Estado tienen una gran incidencia sobre los resultados de la economía. Es así, como el Estado Argentino, durante el período en análisis, aplicó estrategias y políticas interviniendo en la configuración de las reglas de juego que determinaron el funcionamiento de este mercado. Entre las intervenciones más profundas, encontramos la regulación del mercado cambiario y las restricciones de la participación de capitales extranjeros en el país. En lo que refiere al sector bancario se observaron medidas tendientes a regular y dirigir el crédito, poner topes a las tasas de interés y/o comisiones. La

base del modelo procuró fomentar la reactivación de la industria nacional y la consolidación del mercado interno y para esto brindó el marco necesario para su desarrollo.

El Estado tuvo importante protagonismo y esto se observa en las respectivas estrategias adoptadas tanto en la política económica, monetaria, financiera, como así también en la política de comercio exterior.

### **Tipo de cambio y rol del BCRA**

En el corto período que mediara entre el estallido de la economía argentina de 2001 y la asunción de Néstor Kirchner, iniciador del nuevo modelo, se produjo un conjunto de hechos decisivos que configuraron un nuevo escenario radicalmente diferente al período liberal. Una de las medidas que caracteriza el inicio de este nuevo ciclo es el abandono del tipo de cambio fijo y la paridad cambiaria “uno a uno” del peso con el dólar que había estado vigente durante más de diez años, avanzando en la adopción de un nuevo régimen cambiario de tipo “flexible” con fuerte intervención del banco central, lo que terminó siendo una flotación administrada. Este tipo de cambio tuvo vigencia durante casi diez años hasta que producto del atraso que tenía respecto de la inflación y la creciente demanda de la divisa se abandona este régimen y se instaura un cepo cambiario.

El control de cambios se experimentó durante todo el período con alta intervención oficial en el mercado de divisas, aplicando un conjunto de restricciones tanto cuantitativas como cualitativas a la entrada y salida de moneda extranjera. Se aplicaron a su vez medidas que incidían sobre las transacciones mismas que daban origen a la oferta o la demanda de

divisas. El momento de más fuerte intervención se produce cuando comienza a regir el “cepo cambiario”, el cual duraría hasta la finalización del período.

El "cepo cambiario" surgió como instrumento para controlar la creciente fuga de capitales y la incesante demanda de dólares y otras divisas extranjeras por parte de familias y empresas. Una serie de medidas oficiales restrictivas controlaron la demanda del dólar mediante un proceso de aplicación que fue relativamente gradual. La primera de las medidas fue implementada a partir del 1 de noviembre de 2011 donde cada operación de compra de divisa debía estar autorizada por la AFIP<sup>14</sup>. En febrero de 2012 se dictaminó que las empresas no podrían comprar divisas para girar regalías y dividendos al exterior. En marzo de ese mismo año se comenzaron a restringir los giros minoristas al exterior y se instaló definitivamente el cepo cambiario. Mediante la comunicación 5318A del BCRA de Julio de 2012, este organismo oficializó la prohibición de compra de dólares.

Argentina fue uno de los pocos países del mundo con un sistema de cambio con tan fuertes restricciones discrecionales para operar. El dólar oficial se volvió inaccesible para el público en general (salvo un monto restringido para aquellos que viajaran al exterior) y se prohibió la compra para tenencia o atesoramiento. Se originó a raíz de esto un mercado paralelo de divisas que cotizaba y operaba libremente a pesar de ser ilegal<sup>15</sup>.

Los múltiples tipos de cambio que coexistían eran el tipo de cambio comercial, al que vendían sus dólares los exportadores al Banco Central y al que compraban los importadores; el tipo de cambio financiero, precio del dólar al que compraban quienes debían afrontar una deuda en el exterior, empresas que deseaban girar dividendos, o

---

<sup>14</sup> Comunicación 5239 del Banco Central

<sup>15</sup> Dólar Blue: este es un eufemismo para referirse al dólar estadounidense comprado de forma ilegal en Argentina. El dólar blue, dólar paralelo o dólar negro son eufemismos utilizados para referirse al dólar comprado ilegalmente en el mercado negro.

particulares que deseaban transferir al exterior en concepto de ayuda familiar; y el tipo de cambio turístico, dólar al que cotizaban los pasajes, paquetes turísticos, y moneda para quienes deseaban viajar al exterior o turistas que ingresaban al país.

La moneda estadounidense tuvo diferentes valores según la actividad. Al dólar oficial, al blue, al turista se le pueden agregar por lo menos diez cotizaciones más, como el dólar soja o el inmobiliario, el dólar contado con liquidación, el dólar bolsa o MEP, por ejemplo.

Si bien existía una única cotización oficial para el dólar, en la práctica rigieron tipos de cambios diferenciales como los que propiciaba Diamand (1972)<sup>16</sup> según el tipo de actividad o sector.

Por un lado se estableció un tipo de cambio alto para la industria, lo que tenía como objetivo proteger esta rama de la economía para fomentar su desarrollo y proyectar sus potencialidades al comercio exterior, y por otro lado un tipo de cambio normal para el sector agrícola, el cual debido a su alto nivel de competitividad no requería protección estatal para insertarse en el ámbito internacional (CIEPYC, 2010). La existencia en Argentina de dos sectores con realidades muy diferentes como la del sector agropecuario, que goza de ventajas naturales y una productividad particularmente alta, y un sector industrial con una productividad mucho menor, generaba desequilibrios que intentaban ser corregidos mediante intervención en el tipo de cambio<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Diamand, Marcelo. La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio

<sup>17</sup> Diamand (1972) sostiene que si el tipo de cambio se fija en base al sector más productivo se convierte en determinante de la falta de exportaciones industriales e inicia la cadena de acontecimientos que culmina con las crisis y con el estancamiento argentino.

En cuanto al rol del BCRA, se modificó la Carta Orgánica otorgándole mayores atribuciones y poniendo entre sus finalidades no sólo la estabilidad monetaria y financiera, sino además el empleo y el desarrollo económico<sup>18</sup>.

En pos de garantizar la estabilidad del sistema financiero, lo que implica un grado cada vez mayor de complejidad por los mecanismos e instituciones implicados al no tener tipo de cambio fijo, se ocupó de intervenir en la determinación del tipo de cambio y la tasa de interés regulando así indirectamente la exportación de mercancías y capitales y el crédito. El abandono del tipo de cambio fijo implicó poder hacer uso de la política monetaria, contando con un conjunto de instrumentos y medidas para controlar la moneda y el crédito. El control se estableció mediante la estructura de los tipos de interés, el control de los movimientos internacionales de capital, el control de las condiciones de los créditos para las compras a plazo, y los controles generales y/o selectivos sobre las actividades de préstamo de los bancos y otras instituciones financieras.

Se le dió más atribuciones, y en uso de éstas, se establecieron limitaciones a las tasas que los bancos pueden cobrar, imponiendo también un mínimo para las que deben pagar por los depósitos, y, entre otras medidas, elevó los importes de la cobertura de la garantía por los depósitos. El Banco Central actuó obligando a las entidades a otorgar préstamos a empresas grandes y a PyME a tasas de interés fija o subvencionada, con el fin de financiar proyectos de inversión en actividades específicas.

---

<sup>18</sup> En el artículo 3° de la carta orgánica se enumera los objetivos de esta Institución: “El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.”

### **Extranjerización**

Mientras que en 1977 tenían un claro predominio los bancos públicos, hacia el final de la convertibilidad la banca extranjera contaba con más de la mitad de los depósitos. El cambio más significativo de este período ha sido la agudización del proceso de desnacionalización bancaria: entre los 10 principales bancos que operan en el país, 6 son de capital extranjero y si consideramos el volumen de depósitos que manejan estas 10 entidades, alcanza nada menos que al 43,5 % del total de los depósitos del sistema financiero. De este volumen en manos de los bancos más grandes, el 58 % está en manos de los de capital nacional y 42% en manos de capital extranjero. La clara desventaja de un sistema financiero más concentrado y extranjerizado, es una estructura en la cual los principales agentes lo empujan hacia actividades financieras que produzcan buenos márgenes en el corto plazo. Por tal motivo fue que el estado intervino en el control de créditos. (Grafico II)

### **Dolarización**

Fue el Decreto N° 214/2002, de Reordenamiento del Sistema Financiero, el que dispuso que "quedan transformadas a pesos todas las obligaciones de dar sumas de dinero, de cualquier causa u origen -judiciales o extrajudiciales- expresadas en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras, existentes a la sanción de la Ley N° 25.561 y que no se encontrasen ya convertidas a Pesos"(artículo 1°). A su vez por el artículo 2° de aquella norma, se estableció que "todos los depósitos en dólares estadounidenses u otras

monedas extranjeras existentes en el sistema financiero, serán convertidos a Pesos a razón de \$ 1,40 por cada dólar, o su equivalente en otra moneda extranjera. La entidad financiera cumplirá con su obligación devolviendo pesos a la relación indicada".

Así nació la llamada pesificación asimétrica y los Boden 2012, que se emitieron a principios de 2002, para ser entregados a quienes tenían depósitos originalmente realizados en moneda extranjera, a un plazo de 10 años y seis meses, y amortizables en ocho cuotas anuales. Fue un proceso inverso, repentino y forzoso, del que se vivió en el período anterior. Incluyó la pesificación asimétrica de depósitos y de préstamos bancarios reduciendo drásticamente la dolarización financiera doméstica.

Se logró limitar fuertemente la dolarización y con ello el descalce de monedas a través de límites muy restrictivos a la capacidad de prestar en dólares por parte del sistema financiero, de modo de promover al peso como moneda de intermediación financiera. Gracias a esta pesificación los bancos tuvieron pocos incentivos para captar depósitos en dólares, ya que éstos solamente podían ser prestados a deudores con ingresos registrados en dicha moneda, esencialmente exportadores.

La reestructuración de deuda de 2005 fue otra de las medidas que logró reducir fuertemente el nivel de dolarización. En este caso fue la de la deuda pública externa que no había podido ser pesificada. En la medida en que los inversores institucionales locales optaron por títulos indexados a la inflación, se generó una suerte de pesificación voluntaria. La implementación de políticas macroeconómicas prudentes en un contexto de crecimiento económico e inflación baja fue el factor principal para explicar el retorno de la confianza en la moneda local evidenciada entre 2003 y 2006. La redolarización de la economía argentina llegó un año más tarde en el año 2007 asociado a la intervención del INDEC y a la

consecuente manipulación del IPC, índice en base al cual se indexaba la mayoría de los títulos en pesos. La intervención fue vista por los inversores como un incumplimiento encubierto de las obligaciones soberanas, y marcó el principio de la redolarización<sup>19</sup>. Un segundo factor detrás de la redolarización fue la apreciación real acumulada del peso como resultado de una inflación en aumento, de un dólar que internacionalmente, con la crisis financiera global, recuperó valor en relación al resto de las monedas, y de un tipo de cambio nominal reprimido por la intervención del Banco Central con el fin de usarlo como ancla nominal de precios.

En un primer momento la redolarización estuvo relacionada a la incertidumbre en relación a la inflación y a la falta de instrumentos de ahorro en pesos. Argentina inició post crisis 2001 un proceso desdolarizador pero se quedó a mitad de camino. Esta interrupción o cambio de rumbo sin duda tuvo componentes culturales pero se rigió sobre todo por factores económicos: riesgo y retorno, basados en rendimientos diferenciales y expectativas de inflación y tipo de cambio.

A partir de 2011, con un tipo de cambio que comenzaba a percibirse como atrasado, en lugar de dejar deslizarlo, el gobierno optó por aplicar controles que incluyeron fuertes restricciones a la compra de dólares.

---

<sup>19</sup>Eduardo Levy Yeyati, 21 de junio 2012. De qué hablamos cuando hablamos de dolarización en argentina, apuntes económicos para la batalla cultural. [www.focoeconomico.org](http://www.focoeconomico.org)

## **Shocks externos**

El pánico mundial que desencadenó la crisis financiera de 2008–09 provocó un colapso sin precedentes en el mundo. El impacto no estuvo limitado a las economías avanzadas, que fueron las más golpeadas por la crisis, sino que se observó en todas las regiones geográficas, incluido nuestro país. Los vínculos comerciales y financieros son la explicación del porque se pueden transmitir shocks de una nación a otra.

Cuando la crisis ocurre en una economía como la de Estados Unidos, que es grande, y a la vez es un centro financiero internacional, los efectos a nivel mundial son desproporcionadamente fuertes. Durante los años de crisis, 2007–09, los shocks financieros de Estados Unidos generaron efectos de contagio que se manifestaron en crisis bancarias y congelamientos de la liquidez alrededor del mundo.

La reducción del financiamiento externo no tuvo impacto directo sustancial sobre la economía debido a su relativo aislamiento de los mercados de capitales internacionales. Además, los superávits externo y fiscal, le permitieron a Argentina acumular importantes reservas internacionales de modo que el país estaba mejor preparado que en el período anterior para enfrentar los efectos adversos de este shock. Aun así, la crisis internacional impactó a la economía argentina por tres canales: en primer lugar, el menor crecimiento mundial reduce el precio de las materias primas agrícolas, lo cual deteriora los términos del intercambio afectando negativamente la tasa de crecimiento del PBI. Los otros dos canales de transmisión son un aumento en el riesgo país que también impacta negativamente sobre el PBI y, una mayor presión a la depreciación del peso por mayores devaluaciones ocurridas en importantes socios comerciales de Argentina. En el caso del dólar, resulta paradójico

que siendo Estados Unidos el epicentro de la crisis de confianza y donde predomina un elevado déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos, se produzca una revalorización de su moneda en lugar de mayor depreciación. La posible respuesta es que el resto del mundo siguió confiando en la fortaleza económica de largo plazo de ese país por su alto nivel de acumulación de capital físico y su elevada productividad, de modo que se confiaba en el dólar como un refugio en un ambiente de riesgo elevado.

### **Concentración bancaria**

El sistema bancario ya estaba fuertemente concentrado al comienzo de la década debido a que en el período precedente había operado un importante proceso de fusiones, cierres y absorción entre bancos. La estructura extranjerizada y concentrada del período anterior no desapareció. La crisis de 2001 profundizó aún más la concentración e incentivó tanto el cierre como la fusión de distintas entidades. Con la recuperación económica posterior a la crisis se apreció un número menor de entidades que luego se mantuvo estable durante todo el período en 81 entidades<sup>20</sup>.

La ligera reducción de la cantidad de entidades que se produjo en este periodo fue compensada por el aumento de las filiales observando un mayor grado de penetración bancaria. Esta tendencia se originó en el impulso de una serie de medidas normativas del BCRA a través de sus comunicaciones A4771 y A5167 tendientes a flexibilizar las condiciones para la instalación de nuevas sucursales sobre todo en zonas de baja bancarización en el interior del país.

---

<sup>20</sup> BCRA. Ver gráfico anexo.

La estructura relativamente estable que presentó el sector durante el período evidencia una gran heterogeneidad de las entidades que componen al sistema financiero local, contribuyendo a una oferta de productos financieros diversa y especializada. Del total de entidades financieras, doce son bancos públicos representando el 15 % del total de entidades, de los cuales dos son nacionales (Banco Nación y BICE) y diez son provinciales o municipales (donde se destacan, por su volúmen de operaciones, el Banco Provincia de Bs. As., el Banco de Córdoba y el Banco de Santa Fe, entre otros). Los bancos privados representan el 65% del total de las entidades financieras. El resto de las entidades financieras no bancarias, compañías financieras, filiales en el exterior y cajas de crédito ocupan el 20% (Cuadro III).

### **Racionamiento crediticio**

La recuperación del crédito bancario es uno de los rasgos salientes en el comportamiento del sistema financiero argentino a partir de la salida de la convertibilidad. En nuestro país el financiamiento de las actividades productivas por medio del sistema bancario resulta crucial debido al escaso desarrollo del mercado de capitales y el gran número de PyMEs que se valen de esta forma de financiamiento.

El crédito bancario aumentó con un moderado proceso de diversificación tanto en la dimensión sectorial como regional y una pérdida de peso relativo de la administración pública<sup>21</sup>. Se observó un paulatino proceso de reasignación del financiamiento bancario entre las distintas actividades. Por un lado, se registra una caída sostenida en la

---

<sup>21</sup> Ver gráfico anexo

participación de la administración pública como destino del financiamiento bancario, con la contrapartida a favor de la industria manufacturera, el agro y el sector comercio.

En los últimos años es posible apreciar estos cambios en la distribución crediticia sectorial y regional compatibles con una marcada mejoría en las principales líneas de crédito fomentadas por el gobierno y la fuerte intervención que se observó en medidas tendientes a regular y dirigir el crédito, poner topes a las tasas de interés y comisiones. Se lanzaron créditos direccionados a reactivar la actividad de diversos sectores a través de la banca pública.

El financiamiento al consumo fue una fuerte característica de este período que, no sólo generó buenos negocios a los bancos, sino también contribuyó a la recomposición inmediata de la economía que, en un esquema económico con inflación y restricciones sobre los aumentos salariales, actuó frenando el recorte del poder de compra. Las entidades privilegiaron y desarrollaron especial dinamismo en el segmento consumo, observando un crecimiento tanto en el otorgamiento de préstamos personales como de tarjetas de crédito. En la Argentina, fundamentalmente en este período, predominan los depósitos a corto plazo, y por lo tanto, los bancos están restringidos para otorgar préstamos a largo plazo. Tanto las inversiones como las financiaciones de agentes privados son, mayoritariamente, de un plazo de vencimiento inferior al año. Esto implica un sesgo cortoplacista del mercado de créditos, situación que dificultosamente permita la orientación del crédito hacia proyectos de inversión los que requieren un plazo de maduración mucho mayor.

Si bien la tasa de interés pasiva es negativa si se la compara con la inflación, las escasas opciones de inversión financiera hacen que los depósitos a plazo fijo continúen creciendo.

Es un sistema bancario en el que predomina el corto plazo, donde no existen perspectivas claras, confianza y estabilidad, no pueden alargarse los plazos de colocación de los depósitos y, al no disponer de fuentes de fondeo alternativas, esto explicaría el pobre desarrollo del crédito a largo plazo en la Argentina para financiar inversión.

### **Estabilidad**

Durante este período se consolidó y se afianzó el sistema financiero logrando una fortaleza que explica por qué no fue tan vulnerable tanto a shocks internos e internacionales como si lo fue en el período neoliberal. Si bien no es posible protegerse completamente de este tipo de shocks, Argentina mejoró su resistencia frente a la volatilidad financiera. Las condiciones que alcanzó la economía a través de la adopción de un tipo de cambio que no limitaba la política económica, la reducción de déficits presupuestarios y fiscales, crecimiento sostenido y una administración razonable de la deuda externa, contribuyeron en su conjunto a formar un colchón ante eventuales cimbronazos de la economía.

Tres puntos diferenciaron este período del anterior y mitigaron los efectos derrame de los shocks. En primer lugar, la economía argentina contaba con un bajo nivel de endeudamiento, y esto condujo a que el nivel de morosidad y de riesgo crediticio se redujera, generando mayor solvencia y menor riesgo del sistema financiero. Por otra parte, no había descalce de plazos entre lo prestado por los bancos y lo recibido en depósitos. Esto se debe a que los bancos brindaban, en su mayoría, créditos destinados al consumo y a otros gastos de corto plazo, como el adelanto de cuenta corriente, o la compra de documentos.

Por último, no se presentaba descalce de monedas, todo dólar que se prestaba debía previamente haber sido depositado en dólares.

#### **Capítulo IV: Análisis comparativo**

Abordados en forma individual cada uno de los períodos, se propone realizar la comparación vis a vis de los mismos. A tal fin, se realiza una descripción concisa de las principales aspectos regulatorios e institucionales que deja expuestos aquellos puntos que se pueden considerar como fortalezas y/o debilidades de cada modelo. Se respeta la estructura que se viene observando en los capítulos precedentes con base en la propuesta de los diez puntos de análisis citados oportunamente.

Este capítulo ofrece una herramienta que enfrenta ambos modelos para comparar una a una sus características destacando puntos a favor de cada uno, similitudes y/o diferencias. Se precisan las formas, los alcances y los límites de la intervención del estado en el sistema financiero para cada punto de análisis.

**Período liberal vs período de intervención:**

	<b>Período Liberal (1977-2001)</b>	<b>Período Intervencionista (2002-2015)</b>
<b>Apertura al exterior</b>	Significativa. Comercial y financiera	Restringida. Comercial y financiera
<b>Entrada de capitales</b>	Libre entrada Alta	Restringida Escasa
<b>Rol del Estado</b>	Promueve el libre mercado	Fuerte intervención en el mercado
<b>Tipo de cambio y rol del BCRA</b>	Tipo de cambio fijo BCRA caja de cambio	Tipo de cambio con flotación administrada, TC múltiple. BCRA aplica política monetaria
<b>Extranjerización</b>	Alta. Fusiones, adquisiciones por parte de multinacionales	Alta
<b>Dolarización</b>	Alta. Acceso irrestricto a la moneda	Escasa. Acceso restringido a la moneda
<b>Shocks externos</b>	Mejicana, Asiática, Rusa y Brasilera	Crisis financiera de EEUU
<b>Concentración</b>	Alta	Alta
<b>Racionamiento del crédito</b>	Por el mercado	Direccionamiento del crédito y control de tasas
<b>Estabilidad</b>	Alta volatilidad	Baja volatilidad

Fuente: elaboración propia

### **Apertura económica y entrada de capitales**

El período liberal se caracteriza por un alto grado de apertura y una consecuente alta volatilidad de la economía relacionada con los ciclos de entrada y salida de capitales. Los flujos, con la misma facilidad que ingresaban ante condiciones favorables en nuestra economía, retornaban a los países de origen tanto frente a condiciones internas de inestabilidad o shocks externos. El impacto de la inestabilidad de los flujos de capital sobre la inversión y los desequilibrios provocados por el rescate súbito de los fondos ocasionaban los ciclos de expansión y contracción de la economía. La apertura al mercado internacional de capitales tuvo un efecto favorable en los períodos de liquidez financiera, pero dada la inestabilidad y volatilidad de los flujos, ello resultó un arma de doble filo.

Argentina fue durante los últimos 15 años uno de los países de menor nivel de apertura económica, tanto comercial como financiera. La política económica implementada en el período intervencionista estuvo orientada a aplicar medidas para la protección y promoción doméstica. En oposición al capital financiero internacional que se observó en el período liberal, en éste se encuentra el capital sustentado en el desarrollo de las distintas ramas de producción doméstica. La economía argentina no contó con recursos externos tan altos como los del período precedente tanto por su restringido acceso al mercado de crédito internacional, sus altos niveles de riesgo y su normativa proteccionista que regulaba la entrada de capitales.

La principal diferencia entre ambos periodos es un capital financiero rentista y especulativo en el modelo liberal frente a un capital financiero con un mayor asiento en la producción nacional en el marco del modelo intervencionista.

## **Rol del Estado**

La característica esencial del período liberal fue el reemplazo de la figura del estado por la de mercado. El gobierno se limitó a establecer el marco normativo y fue a través de la reforma financiera de 1977 que brindó las condiciones para que se desarrolle el modelo. La principal característica fue la apertura del mercado de capitales y la eliminación de las barreras al ingreso de firmas, tanto nacionales como extranjeras, derivando en una creciente competencia. El mercado contaba con la libertad en la fijación de la tasa de interés y era el encargado de racionar el crédito.

El gobierno kirchnerista en cambio, fue un gobierno que anunció desde el primer día su adhesión a los principios keynesianos, los cuales conceden al Estado un papel central. Se intervino fuertemente en el funcionamiento del mercado financiero.

Argentina, después de la crisis de 2001, experimentó un nivel de regulación muy importante, sobre todo en relación al descalce de monedas y al apalancamiento excesivo. Se puso especial énfasis en los controles de capital para evitar crisis financieras. Se observaron medidas tendientes a regular y dirigir el crédito, poner topes a las tasas de interés y comisiones. La fijación de límites a las tasas de interés fue tanto para las activas como para las pasivas. La regulación avanzó también en establecer límites legales a las facultades y limitaciones de las entidades, a los niveles de solvencia y la actuación para minimizar las crisis individuales y evitar el riesgo de todo el sistema financiero.

### **Tipo de cambio y rol del BCRA**

El tipo de cambio durante el período liberal no fue uno solo a lo largo del todo el período. Dos fueron los instrumentos que caracterizaron al modelo liberal, primeramente la tablita de Martínez de Hoz, implementada al inicio del período, y luego un tipo de cambio fijo de paridad uno a uno peso/dólar de la década del '90. La tablita consistía en una devaluación programada de la moneda local que permitía programar y conocer el porcentaje diario de devaluación del peso. Se aplicó este instrumento con el fin de disciplinar y estabilizar los precios, pero derivó en una crisis económica y de expectativas, corridas financieras, y una espiral inflacionaria irreversible que se extendió durante una década.

La instrumentación del tipo de cambio fijo logró estabilizar la economía y controlar la espiral inflacionaria de los '80. Proporcionó certidumbre al comercio internacional y favoreció a la entrada de flujos de capital ya que las inestabilidades cambiarias habían provocado en los '80 fuertes reveses. En su contra podemos decir que contribuyó a perpetuar el déficit comercial y de balanza de pagos, trajo consigo una distorsión de las estructuras de precios y una inadecuada señal de precios a los productores y los consumidores. También podemos decir que el tipo de cambio fijo eliminó la política monetaria como instrumento de ajuste. Otra gran desventaja que trajo aparejada la adopción de este tipo de cambio fue el mayor riesgo y exposición a ataques especulativos en los mercados financieros.

Con el comienzo del período intervencionista se abandonó la paridad cambiaria uno a uno con el dólar consecuencia de la crisis acaecida en 2001 y se optó por un sistema de

flotación administrada con el objetivo de lograr un tipo de cambio real competitivo y estable que favoreciera el modelo productivo. Esto permitió volver a contar con un conjunto de instrumentos de política económica para corregir desequilibrios.

Una de las intervenciones más fuertes en el mercado cambiario fue el "Programa de Consultas de Operaciones Cambiarias" que se implementó a través de la Resolución General 3210/11 con el fin de frenar la fuga de dólares. Durante los últimos 5 años de este período se efectuaron estrictos controles en el mercado cambiario derivando en la generación de un tipo de cambio "múltiple". Se creó de un mercado paralelo de divisas que se tornó referencia del estado de la economía generando , cualquier variación en su precio, incertidumbre e impacto en el nivel de consumo y de inflación.

### **Extranjerización**

La reforma financiera logró seducir y promover la llegada de capitales y empresas extranjeras al país. El desmantelamiento de los mecanismos de control del Estado sobre la rentabilidad, la reducción de obstáculos a la entrada de participantes al sistema, la apertura financiera al exterior y la adopción de normas relativas al capital (Basilea 1988), fueron las principales medidas que contribuyeron a esto.

La disciplina impuesta en países desarrollados le otorgo mayor reputación al sistema financiero local. Se incrementó los volúmenes de intermediación y la utilización de los servicios bancarios con instrumentos financieros importados de países con sistemas financieros más desarrollados. Esto produjo una mejora sustancial en la infraestructura

física y tecnológica del sistema bancario argentino así como importantes avances en la funcionalidad y seguridad del sistema de pagos.

La alta extranjerización hizo depender al sistema financiero de la vulnerabilidad provocada por la dependencia de los volátiles flujos de capitales internacionales. Se acentuó la fragilidad del sistema financiero debido a que, la inexistencia de la función de prestamista de última instancia del banco central, no fue reemplazada por el respaldo de las casas centrales a sus subsidiarias locales.

La extranjerización sumada al proceso de concentración, generó cambios en el stock de información que existía dentro del sistema reduciendo considerablemente eficiencia informativa sobre todo al segmento PyME.

La existencia creciente de bancos extranjeros no generó una reducción de la tasa de interés local como se pretendía por aumento de la competencia.

El proceso de extranjerización de la banca argentina que se produjo en los años 90 comenzó a detenerse y en parte a revertirse tras la crisis de 2001. La banca extranjera no recibió el apoyo esperado de sus casas matrices para afrontar la profunda crisis y las pérdidas en el sector llevaron a que algunos bancos extranjeros se marcharan. La banca comenzó nuevamente a nacionalizarse, la extranjera, redujo su participación en el mercado de créditos mientras que la de la estatal creció.

Sobre mediados de este período se evidenció una nueva tendencia al repliegue de los bancos internacionales tradicionales (americanos y europeos) hacia sus mercados de origen teniendo esto que ver con la presión que ejercieron sus reguladores para que se retiren de sus inversiones foráneas, más que a lo que sucedía puntualmente en la economía en particular. Tuvo vital importancia en esta decisión las crisis de 2008 y 2011, donde los

bancos comenzaron a adaptarse a este estreñimiento concentrándose en las plazas estratégicas. Aun así, la banca extranjera mantuvo en este período altos porcentajes de participación en el mercado.

### **Dolarización**

Se registraron altos niveles de dolarización financiera en el período liberal. Se utilizó al dólar para la denominación de los contratos financieros de ahorro e inversión (por ejemplo depósitos y préstamos bancarios y bonos de deuda). Hubo un irrestricto acceso a la moneda. Se contrajo deuda en dólares con ingreso en pesos.

En el período intervencionista se aplica una alta restricción al acceso a la divisa. Se accede sólo justificando ingreso y destino de los fondos.

### **Shocks externos**

Las crisis internacionales que afectaron al período liberal fueron la mejicana, la asiática, la rusa y la brasilera provocando efectos colaterales sobre la economía argentina fundamentalmente por ser una economía abierta financiera y comercialmente. La alta volatilidad de los flujos de capital generó que ante los cimbronazos económicos mundiales, los mismos se retiren abruptamente de las economías generando la desaceleración de la economía.

La principal crisis que afectó al período intervencionista fue la crisis financiera de Estados Unidos acontecida en 2008 con efecto derrame en todo el mundo. Las

repercusiones financieras de la crisis fueron en ciertos aspectos menos severas que en crisis anteriores, gracias en parte al desarrollo de los mercados de deuda nacionales y a la mejora de la situación financiera de la economía.

Otros rasgos que diferencian el episodio de las crisis anteriores son, en primer lugar, que en esta crisis la perturbación se originó en el sector financiero de las economías avanzadas. A su vez, hasta el inicio del período de inestabilidad financiera en 2008, la economía argentina se había beneficiado de un entorno exterior benigno: una combinación de entradas netas de capital y superávits por cuenta corriente que habían propiciado una acumulación considerable de reservas internacionales.

### **Concentración**

La concentración en el período liberal fue consecuencia inevitable de la reforma financiera y tuvo efectos importantes dentro del sistema financiero. En primer lugar, se incrementó el poder de mercado de los bancos aumentando el costo de financiamiento para las empresas tomadoras de crédito y/o reduciendo el rendimiento de los depósitos de los ahorristas. Se evidenció una drástica desaparición de entidades, se generó cambios en el “stock” de información existente dentro del sistema y a su vez, el cambio en el tamaño y en el tipo de los bancos presentes en el mercado, devino en reducciones en el volumen de préstamos dirigidos a las PyMEs. Este proceso iniciado en la década del '70, se profundizó en los '90 y logró conformar una estructura altamente concentrada y extranjerizada que se mantuvo durante todo el período y que perduró en el período siguiente.

La alta concentración alcanzada en el período anterior generó en el modelo intervencionista los argumentos para intervenir fijando topes a las tasas de interés y redireccionando el crédito.

Los cambios en la regulación del período precedente motivaron un entorno bancario más competitivo y globalizado. La estructura de mercado en la que pocos bancos tenían la mayor participación en el mercado (depósitos, préstamos o activos) tuvo efectos en la eficiencia asignativa, informativa y productiva del sector con efectos indirectos en otros mercados. El proceso que condujo a la reducción drástica de entidades, tanto en número como en tipo de entidad, fue imposible revertirlo durante el período intervencionista. Subsistió la estructura concentrada alcanzada en el período anterior acentuada por los efectos de la crisis del año 2001.

### **Racionamiento crediticio**

Durante el período liberal debido a la alta concentración y extranjerización del sistema financiero se profundizó la segmentación del mercado de crédito con una clara reorientación de préstamos bancarios hacia las grandes empresas tanto extranjeras como locales provocando una reducción significativa de los créditos hacia las pequeñas y medianas empresas. Al casi desaparecer las cajas de crédito y los bancos de menor tamaño, producto de las fusiones y adquisiciones por grandes multinacionales, la pérdida de capital informacional de las pequeñas y medianas empresas fue tal que no lograron estas acceder al crédito bajo los requisitos de calificación de la nueva banca. Asimismo, también se verificó un importante racionamiento del crédito para las economías regionales.

Durante el período intervencionista se evidenció una mayor participación de la banca pública y de los pequeños y medianos bancos de origen nacional que permitieron llevar a cabo la idea de privilegiar los créditos productivos para profundizar el proceso de reindustrialización. Basados en un modelo de valorización productiva se otorgaron mayor cantidad de créditos a las pequeñas y medianas empresas con tasas subsidiadas, rompiendo de esta forma con las duras condiciones de acceso a crédito que tenía este segmento de empresas durante modelo anterior. Se benefició con créditos mas baratos a las empresas de origen nacional estimulando a las economías regionales. El Estado realizó una política crediticia a partir de poder direccionar el crédito y, por lo tanto, logró direccionar el ahorro nacional.

En lo concerniente a banca individuos, los bancos entendieron la política económica de la Argentina de impulsar el consumo para evitar que se profundice la desaceleración de la actividad una vez logrado superar la crisis, por lo que este período trajo consigo gran cantidad de líneas de crédito para consumo. Si bien el sistema bancario logró convertirse años más tarde en una fortaleza de la macroeconomía, no se logró reactivar el crédito de largo plazo lo suficiente como para que impulse el desarrollo y permita cambios estructurales significativos en sectores de infraestructura.

### **Estabilidad**

La alta volatilidad de la economía argentina durante el período liberal relacionada con los ciclos de entrada y salida de capitales junto con el alto grado de apertura económica facilitó la difusión de las crisis financieras externas. Los flujos retornaban a los países de

origen frente a condiciones internas de inestabilidad o frente a shocks externos. La inestabilidad de los flujos de capital y los desequilibrios provocados por el rescate súbito de los fondos ocasionaban fuertes perturbaciones en la economía.

Las condiciones que alcanzó la economía en el último período a través de la adopción de un tipo de cambio que permitía aplicar política económica, la reducción de déficits presupuestarios y fiscales, el crecimiento sostenido y las restricciones a la apertura comercial y financiera contribuyeron en su conjunto a formar un “colchón” ante eventuales cimbronazos de la economía. Dos puntos diferenciaron al período de intervención del liberal y mitigaron los efectos derrame de los shocks: el bajo nivel de endeudamiento y la ausencia de descalce de plazos y de monedas. Durante este período se consolidó y se afianzó el sistema financiero logrando una fortaleza que explica por qué el mismo no fue tan vulnerable tanto a shocks internos e internacionales como si lo fue en el período neoliberal.

## **Conclusiones**

El trabajo aborda el estudio y análisis crítico de la estructura del sistema financiero argentino, su legislación y regulación a la luz de dos teorías: la teoría institucional de D. North y otros y la teoría de la regulación. Se define la institucionalidad, los cambios estructurales en el sistema financiero y sus consecuencias en su evolución, entre los años 1977 y 2015. Se analizaron separadamente los periodos '77-'01 y '02-'15 cada uno caracterizado por la aplicación de antagónicos modelos político-económicos.

La reforma financiera acontecida en 1977, hecho que inicia el período liberal, conformó un régimen basado en un sistema financiero extranjerizado, una economía dolarizada, una fuerte concentración bancaria, tasas de interés desreguladas, crédito asignado por el mercado sin orientación pública alguna, una marcada evolución de las entidades hacia la desespecialización crediticia y el predominio del corto plazo con ausencia de préstamos que fomenten el desarrollo.

El período que se iniciara tras la crisis del 2001 y finalizara en 2015, al que se lo caracterizó como de fuerte intervención estatal, contrariamente, y tras haber atravesado la mas fuerte crisis económica y financiera de la historia del país, presentó un proceso de recuperación y un cambio radical en su ideología respecto a la participación del estado en la economía. El sistema financiero, y la economía en general, presentaron un escenario radicalmente opuesto al de las dos décadas precedentes. El estado intervino de manera activa regulando el mercado de capitales, el tipo de cambio, aplicando medidas tendientes a regular y dirigir el crédito y poniendo topes a las tasas de interés y comisiones.

Ambos períodos fueron analizados individualmente describiendo la estructura del sistema financiero en base a diez variables de análisis, considerados clave por ser éstas las que definen y dan forma al sector. Posteriormente, ambos fueron confrontados analíticamente realizando un estudio de tipo comparativo que permitió inferir fortalezas y/o debilidades de cada modelo.

No se puede concluir acerca del éxito de ninguno de ambos, ni realizar recomendaciones en cuanto al mejor o más útil a aplicar, debido a que ninguno de ellos fue completamente exitoso, sino que cada uno reflejó falencias e incapacidad de adaptación ante cambios en la coyuntura internacional y doméstica. Seguramente, esto se debió a limitaciones de índole política y a la velocidad con que ocurren los cambios de contexto.

Del análisis se desprende que no se puede plantear como alternativas opuestas el libre mercado o la intervención total del Estado en el sistema financiero. Hemos analizado el papel del Estado en ambos periodos y la pregunta no debería ser si debe intervenir o no, ya que el Estado siempre interviene en la economía. Los mercados no existen por sí solos, siempre existen en un contexto de reglas, leyes, regulaciones y políticas que van a ser públicamente creadas. El mercado se desarrolla dentro de un marco institucional. Aunque algunas corrientes políticas y económicas pregonan la libertad absoluta de la economía, el Estado necesariamente debe crear un marco que garantice unas condiciones deseables o al menos aceptables para todos los actores económicos. La intervención del Estado en la economía, es absolutamente necesaria. El Estado, cualquiera sea la visión o inclinación política de quienes lo gobiernan, debe intervenir ya sea en mayor o en menor grado dependiendo de la filosofía y los objetivos de cada gobierno.

Podemos concluir en que no se trata de elegir si gobierna el Estado o el mercado. Estado es el conjunto de instituciones que poseen la autoridad para establecer las normas que regulan una sociedad y de igual manera al mercado. No se debe continuar la discusión entre gobierno del Estado y gobierno del mercado, ya que siempre quien gobierna es el Estado.

El neoliberalismo intenta limitar el rol del Estado a ser garante y facilitador del mercado sometándolo a sus leyes. En el libre juego de mercado hay ganadores y perdedores, y en ese juego, el Estado se vuelve el custodio de los ganadores, y el responsable de los perdedores. Si la función del Estado, tal como la define el neoliberalismo, es resguardar el mercado, llevar a cabo dicha función implica la protección de los poseedores de mercancías en detrimento de los no poseedores. En este caso, el Estado debe subordinarse a los propósitos de los poseedores del capital, de los ganadores del juego del libre mercado. El neoliberalismo solicita la reducción del Estado a su mínima expresión aunque exige que éste asegure cuestiones esenciales para su funcionamiento, tales como la seguridad jurídica o derechos de propiedad.

El principal cuestionamiento al pensamiento liberal radica en que la apertura a los movimientos de capitales internacionales y el proceso de liberalización de los sistemas financieros nacionales ha demostrado que contribuye a aumentar la inestabilidad en las economías emergentes, pues las imperfecciones de los mercados de capitales nacionales e internacionales exponen a estos países a los efectos de una rápida y repentina reversión en el flujo de entrada de capitales. En este sentido, la creciente liberalización financiera ha hecho a nuestro país más vulnerable a perturbaciones externas, porque la eliminación de las restricciones a los movimientos de capitales ha potenciado el papel de los mercados

financieros internacionales como vía de contagio, acelerando y magnificando los efectos de cualquier perturbación real o monetaria interna o externa. Esta vulnerabilidad se acentúa cuando la secuencia de políticas y adecuaciones en el proceso de liberalización financiera no se implementa adecuadamente, esto es, en presencia de una estructura institucional débil, o si las políticas económicas son inconsistentes, o si los sistemas financieros nacionales no están lo suficientemente preparados y desarrollados como para absorber un gran volúmen de capitales financieros procedentes del extranjero.

El desarrollo de este trabajo demostró que el fracaso de la aplicación del liberalismo en Argentina fue causado por la prematura adopción de la apertura financiera. La recomendación de política es que los mercados de capitales deben abrirse solamente después que la economía se encuentre estable, abierta al comercio internacional y con un sistema financiero robusto. Esto es, al final de la aplicación de una secuencia de políticas y solamente después de que las primeras reformas muestren plenamente sus efectos esperados.

Stiglitz (2000) recomendaba a los países menos desarrollados fijar algunos límites a los movimientos de capitales para amortiguar las fluctuaciones cíclicas de los mercados financieros. Incluso, los controles a las salidas de capitales han sido recuperados nuevamente como instrumento de política económica en nuestro país en el período intervencionista. A la vista de determinadas evidencias, cada vez son más los economistas partidarios de un intervencionismo más activo en los mercados financieros por parte del Estado y de una mayor regulación de los movimientos de capitales. Los procesos de liberalización han contribuido a fomentar primeramente períodos de euforia financiera seguidos de profundas crisis.

Si bien las modificaciones estructurales e institucionales ocurridas en el sector durante la última década, bajo un modelo de marcada intervención estatal, proveyeron una mejora en la estabilidad financiera y solvencia de las entidades, al mismo tiempo que se incrementaba la expansión crediticia, los rasgos estructurales del sistema financiero heredado del modelo liberal aún subsisten. Las entidades acumulan excedentes financieros y ganancias extraordinarias mientras las características de las carteras de crédito permanecen sin modificaciones sustanciales y el sistema financiero sigue sin aportar efectivamente flujos de recursos crediticios que contribuyan significativamente al desarrollo económico del país. La banca pública es la que ha promovido y establecido las nuevas líneas de crédito funcionales a la extensión de los plazos, al fomento de la inversión y la política contra cíclica durante el período de crisis, y junto a la banca cooperativa afirman su especialización en las PyMEs.

Lo expuesto en el presente documento intenta ser una contribución al debate sobre las necesarias reformas legales e institucionales en el sistema financiero imprescindibles para remover una legislación creada ya hace cuatro décadas a medida del modelo neoliberal. Se debe avanzar en el sentido de ordenar las finanzas en función de la producción y el desarrollo nacional. Existe la necesidad de desarrollar la institucionalidad del sistema financiero para lograr entidades financieras solventes, que operen con eficiencia y que contribuya al desarrollo. Es fundamental que el sistema financiero esté al servicio del desarrollo y el crecimiento de la economía real y que el crédito esté disponible para las actividades e inversiones productivas, y para las empresas de cualquier tamaño y localización geográfica.

El sistema financiero actual es resultado de una sucesión de transformaciones estructurales e institucionales cuyo origen se encuentra en la Reforma Financiera de 1977 llevada a cabo por el gobierno militar bajo una concepción neoliberal. De las numerosas reglamentaciones aplicadas durante la dictadura, aún hoy mantienen vigencia muchas de ellas. Si bien desde entonces ha sufrido modificaciones menores, los puntos centrales de la reforma de 1977 se mantienen firmes.

## Tablas y anexos

**Cuadro I: Evolución en el número de entidades financieras periodo 1977-2001**

Evolución del número de entidades financieras 1977 – 2001													
Año	1977	1980	1984	1987	1991	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Bancos</b>	<b>119</b>	<b>213</b>	<b>210</b>	<b>178</b>	<b>167</b>	<b>168</b>	<b>135</b>	<b>119</b>	<b>113</b>	<b>102</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>86</b>
Públicos	34	34	36	36	35	33	33	21	21	16	16	14	13
Privados	85	179	174	142	132	135	102	98	92	86	76	75	73
<b>Otras Inst.</b>	<b>604</b>	<b>256</b>	<b>150</b>	<b>89</b>	<b>47</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>Total</b>	<b>723</b>	<b>469</b>	<b>360</b>	<b>267</b>	<b>214</b>	<b>205</b>	<b>166</b>	<b>145</b>	<b>138</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>110</b>	<b>108</b>

Fuente: Cibils-Allami, 2010 en base a información provista por BCRA

**Cuadro II: Evolución en el número de entidades financieras periodo 2002-2015**

Evolución del número de entidades financieras 2002 – 2015											
Año	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2013	2014	2015	
<b>Bancos</b>	<b>78</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	
Públicos	16	15	14	13	12	12	12	12	12	12	
Privados	62	60	59	58	60	55	55	54	53	52	
<b>Otras Inst.</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	
<b>Total</b>	<b>99</b>	<b>96</b>	<b>91</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>82</b>	<b>81</b>	<b>80</b>	

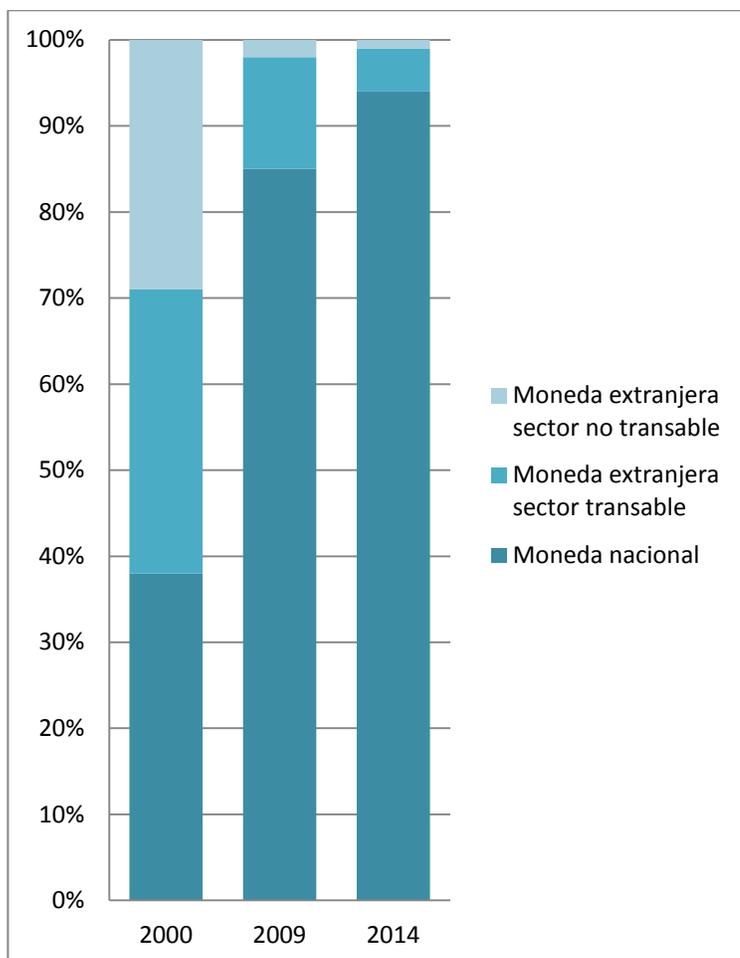
Fuente: Cibils-Allami,2010 en base a información provista por BCRA

**Cuadro III: Impacto del efecto tequila en el número y tipo de entidades**

<b>Evolución de la cantidad de entidades financieras (bancarias) a partir del efecto Tequila</b>								
	<b>Bancos</b>							
	<b>Públicos</b>			<b>Privados</b>			<b>Total</b>	
	<b>Nacionales</b>	<b>Provinciales</b>	<b>Municipales</b>	<b>S.A. (de capital nacional y extranjero)</b>	<b>Cooperativos</b>	<b>Sucursales de entidades Extranjeras</b>		
<b>Totales 01/1995</b>	<b>3</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>82</b>	<b>38</b>	<b>18</b>	<b>169</b>	
Bajas por:	Revocatorias	0	2	0	21	5	0	<b>28</b>
	Fusiones	0	1	1	35	27	1	<b>65</b>
	Transformación	0	0	0	2	5	2	<b>4</b>
	Privatizaciones	1	11	1	0	0	0	<b>13</b>
<b>Total bajas</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>58</b>	<b>37</b>	<b>3</b>	<b>115</b>	
Altas por:	Fusiones	0	0	0	2	1	0	<b>3</b>
	Transformación	0	1	0	10	0	1	<b>12</b>
	Nuevas	0	0	0	7	0	3	<b>10</b>
	Privatizaciones	0	0	0	13	0	0	<b>13</b>
<b>Total altas</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>32</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>38</b>	
<b>Totales 06/ 2000</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>56</b>	<b>2</b>	<b>19</b>	<b>92</b>	

Fuente: cuadernos de economía N°53 en base a información provista por BCRA

#### **Cuadro IV: Crédito en moneda extranjera al sector privado**



Fuente: elaboración propia

#### **Cuadro V: Entrada en vigencia de las monedas argentinas**

<b>Denominación</b>	<b>Desde</b>
Moneda Nacional	05-11-1881
Peso Ley 18188	01-01-1970
Peso Argentino	01-06-1983
Austral	15-06-1985
Peso	01-01-1992

Fuente: BCRA

**Cuadro VIa: Serie tipo de cambio nominal promedio mensual período de intervención**

<b>Mes</b>	<b>Tipo de cambio nominal promedio mensual</b>
marzo-02	2.3989
abril-02	2.8551
mayo-02	3.3287
junio-02	3.6213
julio-02	3.6071
agosto-02	3.6207
septiembre-02	3.6431
octubre-02	3.6519
noviembre-02	3.5256
diciembre-02	3.4902
enero-03	3.2582
febrero-03	3.1632
marzo-03	3.0747
abril-03	2.8946
mayo-03	2.8357
junio-03	2.8089
julio-03	2.8013
agosto-03	2.9285
septiembre-03	2.9209
octubre-03	2.8591
noviembre-03	2.8839
diciembre-03	2.9606
enero-04	2.8928
febrero-04	2.9319
marzo-04	2.8976
abril-04	2.8359
mayo-04	2.9197
junio-04	2.9603
julio-04	2.9552
agosto-04	3.0136
septiembre-04	2.9960
octubre-04	2.9692
noviembre-04	2.9546
diciembre-04	2.9709
enero-05	2.9460
febrero-05	2.9153
marzo-05	2.9266

Fuente: BCRA

**Cuadro VIb: Serie tipo de cambio nominal promedio mensual período de intervención**

<b>Mes</b>	<b>Tipo de cambio nominal promedio mensual</b>
abril-05	2.9004
mayo-05	2.8909
junio-05	2.8836
julio-05	2.8696
agosto-05	2.8880
septiembre-05	2.9117
octubre-05	2.9660
noviembre-05	2.9672
diciembre-05	3.0145
enero-06	3.0460
febrero-06	3.0689
marzo-06	3.0763
abril-06	3.0663
mayo-06	3.0535
junio-06	3.0813
julio-06	3.0820
agosto-06	3.0790
septiembre-06	3.1001
octubre-06	3.0985
noviembre-06	3.0757
diciembre-06	3.0603
enero-07	3.0850
febrero-07	3.1026
marzo-07	3.1010
abril-07	3.0891
mayo-07	3.0800
junio-07	3.0793
julio-07	3.1116
agosto-07	3.1524
septiembre-07	3.1475
octubre-07	3.1604
noviembre-07	3.1359
diciembre-07	3.1397
enero-08	3.1444
febrero-08	3.1583
marzo-08	3.1558

Fuente: BCRA

**Cuadro VIc: Serie tipo de cambio nominal promedio mensual período de intervención**

<b>Mes</b>	<b>Tipo de cambio nominal promedio mensual</b>
abril-08	3.1665
mayo-08	3.1511
junio-08	3.0434
julio-08	3.0223
agosto-08	3.0333
septiembre-08	3.0824
octubre-08	3.2385
noviembre-08	3.3292
diciembre-08	3.4226
Enero-09	3.4640
Febrero-09	3.5115
Marzo-09	3.6540
abril-09	3.6934
mayo-09	3.7245
junio-09	3.7681
julio-09	3.8097
agosto-09	3.8392
septiembre-09	3.8424
octubre-09	3.8262
noviembre-09	3.8110
diciembre-09	3.8070
enero-10	3.8042
febrero-10	3.8512
marzo-10	3.8627
abril-10	3.8761
mayo-10	3.9020
junio-10	3.9265
julio-10	3.9348
agosto-10	3.9376
septiembre-10	3.9519
octubre-10	3.9570
noviembre-10	3.9676
diciembre-10	3.9776
enero-11	3.9813
febrero-11	4.0220
marzo-11	4.0372

Fuente: BCRA

**Cuadro VIId: Serie tipo de cambio nominal promedio mensual período de intervención**

Mes	Tipo de cambio nominal promedio mensual
abril-11	4.0655
mayo-11	4.0839
junio-11	4.0960
julio-11	4.1276
agosto-11	4.1680
septiembre-11	4.2042
octubre-11	4.2221
noviembre-11	4.2601
diciembre-11	4.2888
enero-12	4.3206
febrero-12	4.3463
marzo-12	4.3563
abril-12	4.3978
mayo-12	4.4504
junio-12	4.4978
julio-12	4.5528
agosto-12	4.6098
septiembre-12	4.6699
octubre-12	4.7299
noviembre-12	4.7974
diciembre-12	4.8800
enero-13	4.9486
febrero-13	5.0111
marzo-13	5.0840
abril-13	5.1555
mayo-13	5.2399
junio-13	5.3292
julio-13	5.4409
agosto-13	5.5814
septiembre-13	5.7371
octubre-13	5.8482
noviembre-13	6.0149
diciembre-13	6.3192
enero-14	7.0967
febrero-14	7.8565
marzo-14	7.9313

Fuente: BCRA

**Cuadro VIe: Serie tipo de cambio nominal promedio mensual período de intervención**

<b>Mes</b>	<b>Tipo de cambio nominal promedio mensual</b>
abril-14	8.0013
mayo-14	8.0427
junio-14	8.1255
julio-14	8.1606
agosto-14	8.3164
septiembre-14	8.4193
octubre-14	8.4803
noviembre-14	8.5140
diciembre-14	8.5495
enero-15	8.6024
febrero-15	8.6859
marzo-15	8.7790
abril-15	8.8657
mayo-15	8.9487
junio-15	9.0416
julio-15	9.1425
agosto-15	9.2433
septiembre-15	9.3652
octubre-15	9.4896
noviembre-15	9.6272
diciembre-15	11.4278
enero-16	13.6548
febrero-16	14.8146
marzo-16	14.9615
abril-16	14.4095
mayo-16	14.1377
junio-16	14.1408
julio-16	14.9094
agosto-16	14.8498
septiembre-16	15.1007

Fuente: BCRA

**Anexo Ia: Principales modificaciones normativas del periodo liberal**

Norma	Fecha	Modificación	Detalle
<u>Ley N° 22.051</u>	20/08/1979	Ley de entidades financieras	Se instituyó un nuevo régimen de garantías de los depósitos de carácter optativo y oneroso para las entidades financieras.
<u>Ley N° 22.529</u>	26/01/1982	Ley de consolidación y redimensionamiento del sistema financiero	Se introdujeron nuevas figuras de regularización, consolidación y liquidación de entidades con el objetivo de sanear las entidades en dificultades, fortalecer el sistema en su conjunto mediante fusiones, absorciones o venta de entidades, minimizar las liquidaciones en la instancia judicial y agilizar en la esfera administrativa la transferencia de entidades.
<u>Ley N° 22.871</u>	10/08/1983	Ley de entidades financieras	La apertura de filiales en el territorio nacional por parte de las entidades financieras nacionales queda sujeta a la autorización previa del BCRA, quien fijaba los requisitos a cumplir.
<u>Ley N° 24.144</u>	22/10/1992	Reforma de la carta orgánica del BCRA y cambios en la Ley de entidades financieras	Se eliminó la garantía de depósitos provista por el Estado, se prohibió otorgar garantías especiales que directa o indirectamente cubran obligaciones de las entidades financieras, incluso las originadas en la captación de depósitos. Se introdujeron cláusulas específicas que tienden a evitar la administración de pasivos y la apuesta por la resurrección por parte de accionistas, directores y gerentes.

**Anexo Ib: Principales modificaciones normativas del periodo liberal**

Norma	Fecha	Modificación	Detalle
<u>Decreto N° 146/94</u>	21/02/1994	Reforma de la Ley de entidades financieras	Se eliminaron los requisitos adicionales para las entidades de capital extranjero sobre autorización y condiciones para funcionar.
<u>Ley N° 24.485</u>	18/04/1995	Modificación de la carta orgánica del BCRA y de la Ley de entidades financieras	Se creó el sistema de seguro de garantía de los depósitos, limitado obligatorio y oneroso, con el objeto de cubrir los riesgos de los depósitos bancarios en forma subsidiaria y complementaria al sistema de privilegios y protección de los depósitos, sin comprometer los recursos del BCRA ni del tesoro nacional. Con este propósito se conformó SEDESA, sociedad constituida por el BCRA y un fideicomiso integrado por las entidades financieras.
<u>Ley N° 24.627</u>	18/03/1996	Reforma Ley de entidades financieras	Se introdujeron regulaciones referidas a entidades en proceso de restructuración así como a las ex entidades en proceso de cese de actividad reglada o autoliquidación o liquidación judicial o quiebra.

Fuente: Cibils-Allami (2010)

## **Bibliografía**

- Aglietta, M. (1998). *Capitalism at the turn of the century: regulation theory and the challenge of social change*. New Left Review, Noviembre-Diciembre 1998, N° 232
- Asociación de Bancos de Argentina (2002). *La evolución del sistema financiero Argentino en la década del '90*. www.aba-argentina.com.
- Asborn, M. (1993). *La moderna aristocracia financiera: Argentina 1930-1992*. Buenos Aires: El bloque, CICSO.
- Banco Central de la República Argentina (2015). *Marco Legal del Sistema Financiero Argentino 2015*. Buenos Aires: B.C.R.A.
- Banco Central de la República Argentina (1997). *Principales características del marco normativo del sistema financiero argentino*. Buenos Aires: BCRA.
- Boyer, R. (1989). *La teoría de la regulación: Un análisis crítico*. Buenos Aires: Ceil.
- Cibils, A. & Allami, C. (2010). El sistema financiero argentino: Desde la reforma de 1977 hasta la actualidad. *Revista de de ciencias sociales Realidad Económica*, 249, 107-133.

Cid, M. (2010). *La influencia del sistema financiero en el desarrollo regional*. (Tesis de grado sin publicar). Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.

Damill, M., Salvatore, N. & Simpson, L. (2003). *Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino: II) El sistema financiero de la Argentina bajo el régimen de convertibilidad y transición a un nuevo modelo de intermediación*. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias económicas. Centro de investigación en métodos cuantitativos aplicados a economía y gestión.

Del Pino, E. & Colombo, J. (2005). *Regulación del sistema financiero*. Buenos Aires: Observatorio de Políticas Públicas. Coordinación general del cuerpo de administradores gubernamentales. Jefatura de gabinete de ministros.

Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Revista Desarrollo Económico*. 12 (45), 25-47.

Eggertsson, T. (1995). *El comportamiento económico y las instituciones*. Madrid: Alianza.

Fanelli, J. M. (2003). *Una mirada estratégica a la reconstrucción monetaria y financiera en la Argentina*. Buenos Aires: Fundación OSDE. Centro de estudios de estado y sociedad.

Fernández, V., Lauxmann, C. & Tealdo, J. (2012). Sistema bancario y de producción en Argentina. *Revista Problemas de Desarrollo*, 43(170), 69-99.

Filippo, A. ; Kostzer, D. y Schleser, D. (2004). *Créditos a PYME en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero*. Santiago de Chile : CEPAL.

Fraschina, J. (2009). *La extranjerización del sistema bancario*. Buenos Aires Económico, 20 de noviembre de 2009. Recuperado de <http://geenap.blogspot.com.ar/2009/11/la-extranjerizacion-del-sistema.html>.

Freixas, X. (1998). Organizaciones y economía: El papel de las instituciones como complemento a las soluciones de mercado –Nuevos avances en la teoría de la regulación financiera. *Revista Moneda y Credito*, 206, 11-37.

Freixas, X. & Rochet J. C. (1999). *Economía bancaria*. España: Antoni bosch editor y Banco Bilbao Bizcaya

Günder, H. (1994). ¿Liberalización o desarrollo financiero? *Revista de la CEPAL* , 54, 27-46.

Kan, J. (2011). De Cancún a Mar del Plata: Las disputas y alineamientos entre los

gobiernos de la región y Estados Unidos en la derrota del ALCA. *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, 19(37), 00. Recuperado de [http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1851-37352011000100004&lng=es&tlng=es](http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1851-37352011000100004&lng=es&tlng=es).

Krause, M. (2010). Inseguridad jurídica en la Argentina: El conflicto entre los principios económicos y las doctrinas. *RIIM (Revista de instituciones, ideas y mercados)*, 52, 89-124.

London, S., Straguzzi, L. & Poinso, F.(2003). *Instituciones y Desempeño Económico: algunas reflexiones sobre el caso argentino*. Buenos Aires: Asociación Argentina de Economía.

Mercante, E. (2015). Argentina: La vigencia de una reforma de la dictadura. *Revista Ideas de Izquierda*. Recuperado de <http://www.resumenlatinoamericano.org>.

North, D. (1993). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. Ciudad de México: Fondo de cultura económica.

Ocampo, J. A. (2004). *Gobernabilidad e integración financiera: Ámbito global y regional*. Santiago de Chile: CEPAL.

Parkin, M.. (2004). *Economía*. Mexico: Pearson Education.

Penido de Freitas, M. & Magalhães Prates, D. (2000). La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. *Revista de la CEPAL*, 70, 53-69.

Rapoport, M. (2016). El Plan de Convertibilidad y la economía argentina (1991- 1999). *Economía e Sociedade*, 9(2), 15-47.

Robaina, F. (2004). *Crisis del sistema financiero argentino: Alternativas para su rediseño*. (tesis de grado sin publicar). Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.

Rodriguez, A. (2001). *El sistema financiero argentino: Estructura, operaciones y normas*. Buenos Aires: Macchi.

Romero, L. A. (2003). *La crisis argentina: una mirada al siglo XX*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina.

Sarghini, J. E. , Cuenin, F. , Busso, M. , Menéndez, L. & Sánchez, J. M. (2000). *Cuadernos de economía N° 53. La transformación del sistema financiero argentino: Concentración bancaria, eficiencia y financiamiento*. La Plata: Ministerio de economía de la provincia de Buenos Aires.

Senlle, S. (2012) , “Decreto contra los capitales golondrina”

<http://laleyquenosampara.blogspot.com.ar/2012/03/decreto-contra-los-capitales-golondrina.html>. Fecha de publicación 16 de Marzo de 2012 texto completo <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/105000-109999/106969/norma.htm>

Stigler, G. (1990). La teoría de la regulación económica. *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, CIRIEC-España*. Número extraordinario, 81-115.

Wierzba, G. & López, R. (2011). *La regulación de la banca en Argentina (1810-2010): Debates, lecciones y propuestas*. Buenos Aires: Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina.

Williamson, O.(1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press-Macmillan.