



por **JUAN SANTARCÁNGELO**. *Doctor en Economía por la New School University (Nueva York-USA), licenciado en economía por la Universidad Nacional de Buenos Aires (UBA). Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y de la Universidad Nacional de Quilmes (UNQ). Profesor del Doctorado en Desarrollo Económico y de la licenciatura en economía del desarrollo de la UNQ, así como de la Maestría en Economía Política de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO).*



LA REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO LLEVADA ADELANTE POR LA REFORMA FINANCIERA DE 1977 FUE UN COMPONENTE CENTRAL DE LA PROFUNDA TRANSFORMACIÓN DE LA ECONOMÍA ARGENTINA EMPRENDIDA POR LA ÚLTIMA DICTADURA CÍVICO MILITAR. HOY, A CUARENTA AÑOS, DICHA NORMATIVA CONTINÚA VIGENTE Y CONSTITUYE UN OBSTÁCULO QUE DEBE MODIFICARSE SI SE DESEA PLASMAR UN VERDADERO PROCESO DE DESARROLLO ECONÓMICO.

## LA REFORMA FINANCIERA DE 1977 COMO PILAR DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

**L**a dictadura militar que tomó el poder en marzo de 1976 impuso un nuevo modelo de acumulación basado en la valorización financiera, que puso fin a más de cuarenta años de industrialización por sustitución de importaciones. Dicho modelo procuraba mediante la apertura externa, comercial, y de capitales, sumado al disciplinamiento social, restablecer la hegemonía del mercado en la asignación de recursos y desplazar al Estado como planificador del proceso de desarrollo. Esta drástica transformación del país tuvo como uno de sus pilares la reforma del sector financiero llevada adelante en 1977, que implicó la consolidación y dominio de las finanzas especulativas por sobre la producción.

El propósito de este trabajo es revisar brevemente el contenido, aplicación y principales implicancias económicas que tuvo la reforma financiera de 1977; para lo primero revisaremos las características salientes del sistema financiero previo a la llegada de la dictadura, la reforma implementada por los militares y, por último, sus principales impactos en la economía real.

## **El sistema financiero previo a la dictadura militar**

La llegada al gobierno del Partido Justicialista en 1973, con la victoria de Héctor Cámpora y luego el retorno de Perón al poder, permitió comenzar a poner en práctica diferentes medidas económicas que intentaron, de manera incipiente, reinstalar políticas en favor del sector industrial con el objetivo de poder profundizar el proceso de industrialización. La política financiera del último gobierno de Perón formó parte de este grupo de medidas a partir de las cuales se intentó facilitar la llegada del crédito al sector real de la economía, no solo porque existía una alianza entre el gobierno y los diferentes sectores de la industria, sino también porque se sostenía la hipótesis de que la inflación –uno de los problemas más importantes en materia económica por aquellos años– se debía a la existencia de una oferta de bienes insuficiente.

El régimen implementado por el peronismo en septiembre de 1973 adoptó básicamente el mismo esquema del régimen



promulgado en 1946 y, con el objetivo central de reordenar el sistema financiero vigente, se sancionaron leyes que provocaron: a) la nacionalización y garantía de los depósitos; b) la nacionalización de las entidades bancarias; c) se estableció el régimen de compañías financieras parabancarias; d) se cambió la carta orgánica del Banco Central fortaleciendo la capacidad del Banco para regular el crédito, captar fondos y controlar el sistema financiero, y e) se produjo la reforma del decreto-ley de entidades financieras 18.061/69. De acuerdo con este esquema, la principal actividad de los bancos debía orientarse a facilitar el acceso al crédito, así como agilizar las transacciones económicas en clara línea con una preocupación por estimular la demanda.

En paralelo a estas medidas, tres aspectos financieros del régimen peronista merecen destacarse. En primer lugar, la tasa de interés era controlada por la autoridad monetaria, derivando en la no injerencia de las entidades financieras sobre el valor nominal de dicha tasa. El objetivo del BCRA era establecer tasas de interés que favorecieran la toma de crédito por parte del sector industrial de manera de poder ayudar a su expansión. En segundo lugar,

el régimen financiero exigía un bajo nivel de capital mínimo para que las entidades financieras pudiesen funcionar. Durante los años que duró la reforma financiera del último gobierno peronista, las entidades financieras debían mantener una relación cifrada en 5% entre el capital de la entidad y el monto de los depósitos recibidos y otras obligaciones a su cargo. De este modo, las entidades financieras aumentaban su capital si el volumen de operaciones así lo justificaba. Con esta medida el BCRA buscaba fomentar la cantidad de préstamos otorgados al sector productivo a través de facilitar las condiciones para las instalaciones de nuevas entidades financieras. Se creía que aumentando el número de entidades financieras, la capacidad prestable se incrementaría considerablemente. Por último, y con el objetivo de impedir cambios en la monetización de la economía, había un estricto control del endeudamiento externo de los agentes privados. El BCRA sostenía que, en un esquema de tipo de cambio flotante, no controlar el flujo de capitales imprimía una gran volatilidad al valor de la moneda, lo que presionaría sobre los precios, y por ende era imprescindible tener el control absoluto de la entrada y salida de capitales.

*La dictadura militar que tomó el poder en marzo de 1976 puso fin a uno de los procesos de industrialización por sustitución de importaciones más exitosos experimentado por un país periférico a comienzos de los '70.*

*La reforma financiera no sólo modificó la rentabilidad relativa e importancia del sector sino que también tuvo significativos impactos estructurales sobre la economía real. El primero de ellos fue la caída en la inversión productiva.*

### **La reforma financiera de 1977**

La dictadura militar que tomó el poder en marzo de 1976 puso fin a uno de los procesos de industrialización por sustitución de importaciones más exitosos experimentado por un país periférico a comienzos de los '70. Las políticas aplicadas tuvieron una profundidad que, mediante su interacción, lograron refundar la economía argentina. En el marco de estas políticas, la reforma financiera de 1977 tuvo un papel central en el nuevo modelo económico; y la instrumentación legal del nuevo sistema se hizo mediante la sanción de un conjunto de normas legales: ley 21.495 sobre desnacionalización y descentralización de los depósitos; ley 21.526 que estableció el nuevo régimen legal de las entidades financieras; ley 21.572 de creación de la cuenta Regulación Monetaria, y las leyes 21.364, 21.547 y 21.571 que modificaban la carta orgánica del BCRA. La reforma financiera estuvo estructurada en torno a cuatro pilares fundamentales. El primero de ellos correspondió a permitir la libre flotación de las tasas de interés que, como vimos, hasta entonces habían estado bajo fuerte regulación del Banco Central. El objetivo perseguido era evitar, acorde con los lineamientos de la teoría neoclásica, cualquier interferencia que pudiera derivarse de la existencia de controles o regulaciones por parte del Estado y dejar que la mano invisible del mercado determinara la tasa de interés de equilibrio.

El segundo pilar de la reforma financiera fue la eliminación de todo tipo de controles y restricciones para ingresar en el sistema bancario y financiero, lo que derivó en que diversas entidades que no poseían los requisitos necesarios para operar pasaran a hacerlo, y restituyó a las entidades financieras la

posibilidad de discernir las formas y destinos de los créditos, derogándose las normas del BCRA que establecían restricciones y direccionamiento en su otorgamiento.

El tercer pilar de la reforma corresponde a la Cuenta Regulación Monetaria que permitió la implementación de una compensación a los efectivos mínimos que por ley debían mantener las entidades financieras como respaldo de sus obligaciones a plazo. Los objetivos perseguidos por el gobierno de facto eran dos: primero, usar esta cuenta para neutralizar la expansión monetaria provocada por la liberalización de los depósitos, y segundo, el gobierno pretendía, en un contexto inflacionario, compensar la pérdida de valor que dichas reservas encajadas tenían al estar inmovilizadas y, a la vez, cobrando un cargo sobre los depósitos a la vista de los bancos. Dicho de otro modo, se establecía un mecanismo por el cual se cobraba una prima sobre los depósitos y obligaciones a la vista para equiparar su rendimiento con el de los depósitos colocados a interés.

El cuarto y último pilar de la reforma financiera fue el régimen de garantías de depósitos, que si bien ya existía con anterioridad a la reforma, la dictadura le introdujo modificaciones que intentaban poner un punto final al denominado "sistema de aceptaciones" en el cual las empresas emitían pagarés (no sujetos a controles en sus tasas de interés) que los bancos luego ofrecían a inversores. Con garantía estatal de los depósitos y los intereses librados a los designios del mercado, se desató una fuerte competencia con el fin de ofrecer mejores condiciones a los depositantes que presionó al alza de las tasas de interés. Como resultado de la interacción de estas medidas, podemos



concluir que la reforma financiera sirvió como mecanismo para limitar severamente los instrumentos financieros utilizados durante la última etapa de la industrialización por sustitución de importaciones. De hecho, alteró de manera tal el funcionamiento de la economía, que el sector financiero rápidamente comenzó a concentrar los excedentes económicos generados y a dominar la dinámica de acumulación del país. Sin embargo, el impulso inflacionario seguía sin control, lo que derivó en que, a fines de 1978, el gobierno decidiera aplicar el esquema denominado “Enfoque Monetario del Balance de Pagos”. Este nuevo régimen surgió de la convergencia de la reforma financiera de 1977 con la apertura del mercado de bienes y de capitales y el establecimiento de una tasa de cambio decreciente en el tiempo (“tablita cambiaria”). Si bien los funcionarios de la dictadura sostenían que estas políticas harían que las tasas internas de interés se adecuaran a las vigentes internacionalmente, dicha igualación no solo nunca ocurrió en la práctica sino que, a partir de la aplicación de este nuevo régimen, se desarrolló una tendencia al aumento de la renta financiera, ya que la tasa de interés nominal tenía una rigidez mayor que el costo del endeudamiento externo.

Las políticas financieras aplicadas derivaron en una inédita crisis que a comienzos de 1980 se manifiesta con el cierre del principal banco privado, el Banco de Intercambio Regional (BIR). Este cierre provocó una fuerte “corrida bancaria” (la más profunda de la historia hasta ese momento) con fuertes impactos sobre el sector financiero, que llevó al Banco Central a modificar el régimen de garantías de depósitos. El efecto combinado de las altísimas tasas reales de interés

y de la competencia de bienes importados en un marco de recuperación del salario real provocaron simultáneamente una caída de la rentabilidad y un aumento sin precedentes en el grado de insolvencia en una amplísima franja de empresas de distintos tamaños y sectores.

Ante el rápido retiro de capitales del sector privado, las autoridades económicas trataron de apuntalar el programa económico a través del endeudamiento externo de las reparticiones oficiales. Con este fin, el BCRA estableció un nuevo régimen de adelantos para realizar salvatajes de entidades financieras. Pese a esta medida, alrededor de setenta entidades financieras, que equivalían a cerca del 20% del total de los depósitos del sistema financiero argentino, debieron cerrar sus puertas.

Los años finales de la dictadura estuvieron signados por la profundización de las contradicciones y las crisis de los años 1981 y 1982 estuvieron asociadas al abandono de la “tablita” de devaluación cambiaria y el agotamiento de las posibilidades de obtener financiamiento externo adicional. Durante el segundo trimestre de 1981, las autoridades monetarias dispusieron una serie de devaluaciones (superiores al 40%) que inicialmente mejoraron el tipo de cambio real al costo de agudizar la recesión, provocando una caída del salario real y empeorando la situación de las empresas endeudadas en el exterior.

Finalmente, dado el pobre desempeño económico y el bajo nivel de reservas a los que se había llegado, el Banco Central procedió a otorgar regímenes de seguros de cambio a empresas privadas. Estos seguros fueron en la práctica un fuerte subsidio estatal a los deudores privados y, desde mediados de 1981 hasta agosto

de 1982, se realizaron múltiples medidas de seguros de cambio y otorgamiento de subsidios directo a empresas con deudas con el exterior. Finalmente, en agosto de 1982, mediante la Comunicación A251 del Banco Central, se procedió a estatizar la deuda privada. Como resultado, la deuda que en 1978 era de 13,3 mil millones de dólares llegó a 43,6 mil millones en 1982.

La reforma financiera no solo modificó la rentabilidad relativa e importancia del sector sino que también tuvo significativos impactos estructurales sobre la economía real. El primero de ellos fue la caída en la inversión productiva. Al contrario de lo que ocurría durante la industrialización, no se produjo un proceso de crecimiento económico por la expansión de la inversión, sino de estancamiento y crisis, porque los recursos que deberían haber impulsado la inversión bruta fija se fugaron al exterior. Asimismo, se produjo un cambio significativo en la relación que mantenían la inversión pública y la inversión privada. La inversión pública registra un crecimiento significativo entre 1974 y 1977 (año de la reforma), llegando este último año a representar el 84% de la inversión privada. A partir de allí, comienza a declinar con respecto a la inversión privada, representando un 59% de la misma en 1984. Por otra parte, la creciente incidencia de la inversión privada tuvo su origen en los recursos estatales y no en el capital propio de los sectores privados, que reorientaron sus fondos al sector financiero.

El segundo impacto estructural tuvo que ver con las consecuencias trascendentes sobre el comportamiento del sector agropecuario pampeano. Como ya fue señalado, una de las consecuencias centrales de la reforma financiera de 1977 fue que las elevadas tasas de interés de aquellos años fueran el precio relativo predominante de la economía argentina provocando que la ganancia financiera derivada de la elevada tasa de interés superara sistemáticamente la rentabilidad de las principales producciones pampeanas (granos y carne). Es decir que la producción pampeana dejó de regirse sobre la base de dos rentabilidades (agrícola y ganadera) para pasar a definir el destino del excedente sectorial por tres rentabilidades: la financiera, la agrícola y la ganadera; donde la primera de ellas se terminó imponiendo por sobre las otras.

Finalmente, la instauración de la valorización financiera produjo en múltiples aspectos una conmoción en la producción industrial, que fue ciertamente negativa y la desplazó como la actividad central del proceso de acumulación de capital. Durante la dictadura se registra un proceso de involución industrial que se expresa no solo en una pérdida de incidencia de este sector en la actividad económica global congruente con una disminución del número absoluto de las plantas fabriles

*La reforma fue clave en la consolidación del predominio de las finanzas especulativas sobre la producción y fue el andamiaje legislativo que dio lugar a la desaparición del modelo de industrialización por sustitución de importaciones.*



y de la ocupación (se redujo en un tercio); sino que al mismo tiempo se registraron modificaciones muy significativas dentro de la propia estructura industrial, donde las producciones que habían liderado la expansión industrial de los años '60 y '70 (el complejo metalmecánico) cedieron lugar a un conjunto de bienes intermedios (químicos-petroquímicos, aluminio,

papel, cemento, acero) que se expandieron o disminuyeron su producción a un ritmo menor que la economía en su conjunto debido al impacto que la promoción industrial tuvo durante esos años. Asimismo, el salario real y el costo salarial disminuyeron casi un 20% (17,3% y 18,6%, respectivamente), en un marco de severo incremento en los niveles de concentración económica.

Como se desprende de lo expuesto, la autoridad monetaria jugó un papel clave en la conformación de la tasa de interés interna, del costo del endeudamiento externo del sector privado y, por lo tanto, del diferencial entre las tasas de interés interna e internacional. En el mismo sentido, su propio endeudamiento externo, así como las reservas disponibles, fueron vitales para la expansión de las fracciones dominantes del capital local y extranjero. Posteriormente, el Estado también se hizo cargo de una parte significativa de la propia deuda externa –y de la interna– del sector privado y, al mismo tiempo, otorgó ingentes subsidios y transferencias hacia los integrantes del nuevo bloque de poder que se canalizaron mediante la sobrevaluación de las compras de bienes y servicios, así como a través de los regímenes de promoción industrial. En suma, se consolidó un nuevo tipo de Estado que, una vez dirimida la puja entre el capital y el trabajo (represión mediante), asumió un papel decisivo en las transferencias intra e intersectoriales del excedente y, en consecuencia, en la formulación del nuevo bloque de poder dominante.

Con la aplicación de estas medidas, el gobierno de facto comenzó a delinear la transformación económica, política y social más importante de los últimos años de nuestro país. La reforma financiera supuso un cambio radical en las condiciones de acumulación de capital y favoreció la creación de un mercado de capitales de corto plazo y alta liquidez que operó, de hecho, como factor de inestabilidad del sistema económico en su conjunto. La reforma fue clave en la consolidación del predominio de las finanzas especulativas sobre la producción y fue el andamiaje legislativo que dio lugar a la desaparición del modelo de industrialización por sustitución de importaciones. A pesar de que este año se cumplen 40 años de la reforma y que la misma ha sufrido algunas modificaciones menores a lo largo de los años, la normativa instaurada por la dictadura continúa vigente configurando los parámetros de funcionamiento del sistema financiero local. Dada su centralidad, resulta indispensable derogar la reforma financiera y transformar de raíz el papel del sector financiero en la economía, para consolidarlo como instrumento clave de un verdadero proceso de desarrollo económico.

