

**ESTUDIOS SOBRE PLANIFICACIÓN
Y DESARROLLO ECONÓMICO**

APORTES PARA UN DISEÑO INSTITUCIONAL ESTRATÉGICO

Juan Odisio y Marcelo Rougier (comps.)

Lenguaje [•] **claro**
editora

Estudios sobre planificación y desarrollo económico: aportes para un diseño institucional estratégico

Juan Odisio y Marcelo Rougier (comps.)

Primera edición, julio de 2019

© Juan Odisio y Marcelo Rougier

© Lenguaje claro Editora

Lenguaje claro Editora

Portugal 2951, (B1606EFA) Carapachay, provincia de Buenos Aires, Argentina

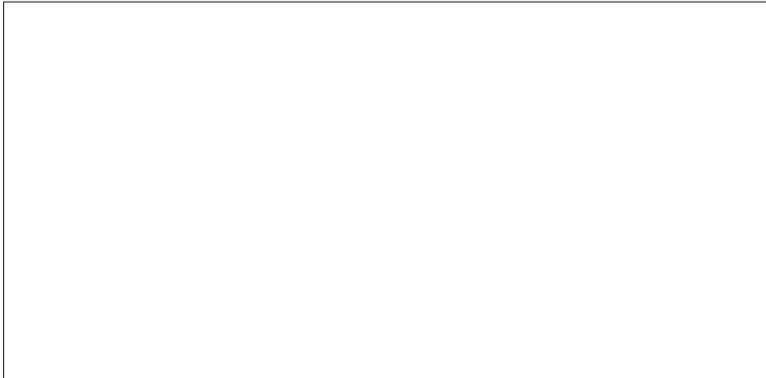
www.lenguajeclaro.com

info@lenguajeclaro.com

Puesta en página: Diana González

Diseño de tapa: Miur Nagur

Los capítulos publicados aquí han sido sometidos a evaluadores internos y externos de acuerdo a las normas de uso en el ámbito académico internacional.



Se terminó de imprimir en el mes de julio de 2019 en La Imprenta Ya, Alférez Hipólito Bouchard 4381, (B1605BNE), Carapachay, provincia de Buenos Aires, Argentina.

Hecho el depósito que dispone la ley 11.723.

Impreso en Argentina. Printed in Argentina.

La reproducción total o parcial de este libro viola derechos reservados.

Los textos aquí publicados no reflejan necesariamente la opinión de los editores.

2 | La planificación imposible: la política de financiamiento industrial del BCRA entre 1946 y 1976

En las décadas que siguieron a la Segunda Guerra Mundial el paradigma que había guiado el accionar de los bancos centrales en todo el mundo desde el siglo diecinueve se modificó. El consenso keynesiano implicó que estas instituciones debían incorporar, además de su función “tradicional” de garantizar la estabilidad en el valor de la moneda, la búsqueda del crecimiento y el mantenimiento del empleo. En ese sentido, la nueva orientación permitió a los países ampliar su margen de maniobra frente a las condiciones imperantes en el sistema financiero internacional. Durante esos años, en que las preocupaciones por el desarrollo se hicieron más acusadas, el proceso económico pasó a estar guiado fundamentalmente por el poder ejecutivo, mientras que los bancos centrales –si bien fueron parte fundamental de esa política– debieron adaptarse a las nuevas condiciones (Hall, 1989). La regulación monetaria mediante la intervención sobre la tasa de interés y las operaciones de mercado abierto se complementó con nuevos instrumentos y un mayor control sobre el sistema financiero y cambiario.

Los países que se embarcaron en políticas de industrialización (como en América Latina y el Sur de Asia) dieron incluso un paso más allá y desplegaron verdaderos bancos centrales “desarrollistas” que multiplicaron su capacidad de intervención (Amsden, 2001).¹ La función “promocional” de la banca central implicó

¹ Es interesante notar que para Krampf (2013) el diseño institucional del Banco Central de la República Argentina hecho por Raúl Prebisch fue el origen y la inspiración fundamental para el “modelo desarrollista” de banca central que –a través de la prédica de Robert Triffin y otros asesores de la Reserva Federal– se extendió rápidamente después de 1944 por numerosos países de América Latina y Asia.

brindar capital y auxilio a otras instituciones, como a los bancos de desarrollo; la regulación de los mercados de valores; el uso de tasas de redescuento diferencial para asignar créditos a proyectos estratégicos y la limitación del financiamiento para las actividades no consideradas prioritarias; el manejo de los encajes, incluida la asignación de requisitos diferenciales de reservas para influir en el direccionamiento del crédito; la aplicación de controles cuantitativos y financieros sobre las importaciones, entre otras medidas.

Pese a que este proceso fue estudiado en otras latitudes llama la atención la ausencia de análisis para el caso argentino. En consecuencia, el objetivo de este capítulo es brindar una imagen panorámica sobre el papel promotor jugado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) durante los años de mayor avance del proceso de industrialización en el país. El eje está puesto en el análisis de la institución como “agente del desarrollo”, es decir, en las medidas que se adoptaron para sustentar el desarrollo económico y la industrialización, y que supusieron una complejización de sus funciones originales.² De ahí que el énfasis esté puesto en los instrumentos que se implementaron con fines “promocionales” en los tres decenios comprendidos entre el primer gobierno peronista y la finalización del tercer gobierno de ese signo político, entre 1946 y 1976.³ Como se verá, no puede soslayarse que el BCRA enfrentó, en ese periodo, una macroeconomía fuertemente inestable que atentó contra la realización de sus objetivos en favor del desarrollo industrial del país.

La etapa expansiva del primer peronismo, 1945-1948

Los compromisos políticos con obreros y empresarios gestados por el peronismo hacia el fin de la Segunda Guerra Mundial

² Adoptamos la caracterización propuesta por Epstein (2007): “El término ‘agente’ implica que el banco central *deliberadamente* trata de promover el desarrollo” (traducción propia).

³ Se presenta aquí una síntesis de los capítulos 3, 4 y 5 de Rougier y Sember (2018).

estimularon un clima de ideas e intereses que favorecía la continuación de las industrias existentes e incluso el impulso de actividades básicas nuevas (metalúrgicas y otras). Pero también, su acción en materia económica fue resultado de un ajustado diagnóstico respecto a las alternativas de la economía global. En definitiva, la compleja situación del comercio internacional, la escasez de dólares y los problemas para obtener divisas convertibles acentuaron las definiciones a favor del avance industrial y la reducción de las importaciones, un sendero casi obligado si se considera que la posibilidad de transferir recursos hacia la producción rural tenía límites muy precisos (Rougier, 2012).

La redistribución del ingreso fue uno de los principales instrumentos que utilizó el peronismo para mantener un ritmo creciente de consumo y producción y evitar cualquier atisbo de crisis a la salida de la guerra. La transferencia se orientó desde el capital hacia el trabajo y desde el sector agropecuario hacia las actividades urbanas. La política económica también fue definida por las disposiciones que afectaron el sistema financiero. Más aún, esas medidas fueron el instrumento fundamental que desplegó el gobierno para desarrollar sus planes, el eje que permitió alentar a los distintos sectores productivos en diferentes circunstancias y subordinar desde allí al conjunto de las variables económicas.

Una vez ganadas las elecciones en febrero de 1946, los hombres cercanos a Juan Perón impulsaron una amplia y original reforma financiera, de la que prácticamente no existían antecedentes a nivel internacional. De todos modos, se esgrimió que las medidas no eran en ningún modo extraordinarias, si se las comparaba con las llevadas adelante en otros países, y que muchas de las modificaciones eran sólo temporales, dada la particular coyuntura de posguerra, y podían ser revisadas ante una mejora del mercado internacional.

Las ideas nacionalistas e intervencionistas, y la liquidez monetaria producto de los saldos externos positivos, se conjugaron para dar forma al nuevo sistema. No obstante, la intención de promover el sector industrial (o garantizar su subsistencia) y la escasez de recursos sufrida en los años previos por el Banco de Crédito Industrial Argentino (BCIA) para desplegar una financiación

de largo plazo fueron determinantes para quienes tomaron las decisiones. Cuando las circunstancias políticas se modificaron, especialmente luego del 17 de octubre de 1945, Miguel Miranda, director de la entidad, criticó a los directivos del BCRA por su visión limitada, que sólo se preocupaba por mantener la liquidez bancaria y no por promover el desarrollo industrial mediante el crédito a largo plazo.

Los problemas ocasionados durante el contexto de la guerra obligaban a una mayor intervención y a centralizar la conducción de la política económica y monetaria, y por ese motivo la reforma comenzó con la nacionalización del BCRA: la política monetaria no podía “trazarse según normas aisladas y distintas que las que inspiren la política económica del Estado” ni esas funciones podían confiarse a un organismo mixto y *sui generis* como era entonces el BCRA.⁴ En adelante, la entidad concentraba la facultad de formular y ejecutar la política monetaria con el objetivo de dirigir el sistema financiero hacia el apoyo de la industria y el logro de un “alto grado de ocupación” y no sólo a adaptar el crédito y los medios de pago “al volumen real de los negocios” como había establecido Raúl Prebisch cuando se creó el BCRA en 1935 (Sember, 2018). La nueva Carta Orgánica dispuso que la institución se encargaría de:

Promover, orientar y realizar la política económica adecuada para mantener un alto grado de actividad que procure el máximo empleo de los recursos humanos y materiales disponibles y la expansión ordenada de la economía, con vistas a que el crecimiento de la riqueza nacional permita elevar el nivel de vida de los habitantes de la Nación.⁵

⁴ Con la modificación se reintegró a los bancos privados el capital que habían aportado y el directorio quedó conformado con representantes de los bancos de la Nación, de Crédito Industrial e Hipotecario Nacional, de los ministerios de Hacienda, Agricultura y Obras Públicas, de las secretarías de Industria y Comercio y de Trabajo y Previsión, además de representantes de la industria, la agricultura, la ganadería, el comercio y las “fuerzas del trabajo”.

⁵ BCRA, 1947, p. 11.

Incluso más importante que su nacionalización fue el hecho de convertir al BCRA en el único receptor de los depósitos. En efecto, también se dispuso la “nacionalización” de los depósitos con el argumento de que el depositante no quedase expuesto a los vaivenes del negocio bancario; “lógicamente”, esto implicaba la transferencia de esa masa de recursos al BCRA. Los bancos actuarían como agentes de la institución central, la cual los proveería de fondos a través del redescuento para que desarrollaran sus actividades. El BCRA pasó a determinar así de manera directa y exclusiva la oferta de dinero. De todos modos, se estipuló que el Banco debía tener una reserva suficiente para asegurar el valor del peso en oro o divisas equivalentes, como mínimo, del 25 por ciento del medio circulante.

Este sistema permitía trazar una política de crédito “inspirada en las modalidades y necesidades de nuestro desarrollo económico, que actúe como un poderoso medio de propulsión sobre la capacidad productiva de todo el país”.⁶ Más aún, interesaba particularmente que el crédito se orientara a la producción de bienes y servicios antes que a mantener o aumentar el consumo, como podía ocurrir anteriormente. El BCRA fijaría un sistema de tasas múltiples de interés para los redescuentos, tendiente a ejercer un control selectivo del crédito mediante el costo diferencial del dinero, considerando “el estado del mercado monetario y la política de promoción económica que se desenvuelve por medio del crédito y podrá consistir en tasas diferenciales según sea el destino de los préstamos que efectúen los bancos”.⁷

Ciertamente, los préstamos al sector privado y oficial aumentaron de manera notable luego de la reforma. Los redescuentos del BCRA fueron bastante mayores que los depósitos y, por lo tanto, se produjo una sustancial creación de moneda que superó ampliamente el crecimiento del producto e incluso de la inflación. Por otro lado, las tasas de interés nominales, y en particular las pautadas para las actividades industriales que el BCRA quería

⁶ *Ibíd.*, p. 22.

⁷ PEN, Decreto 11.554/46, 24/4/1946, art. 6.

promover, resultaron más bajas que la creciente inflación es decir, un subsidio implícito para los tomadores de créditos. Esas tasas reales negativas implicaban el uso del crédito selectivo, que se consideraba la mejor forma de lograr un mayor nivel de actividad económica y de inversión productiva. El beneficio para los industriales era notable pues permitía compensar, junto con la ampliación del mercado, cualquier caída de la rentabilidad derivada de los incrementos salariales, y de hecho se constituyó en un aliciente importante para el apoyo, más o menos explícito, de los empresarios al gobierno.

Las actividades manufactureras fueron las más beneficiadas por los préstamos al sector privado, al igual que los servicios, seguidas muy por detrás por las actividades agropecuarias, aunque en este último caso gran parte de la comercialización interna de cosechas se realizaba por intermedio del IAPI, que se computaba dentro de los préstamos oficiales.⁸ El acceso del sector privado al mercado de largo plazo se operó a través del BCIA y el Banco Hipotecario Nacional (BHN). La suma de las operaciones de estas dos entidades fue creciente y muy alta y tomó una parte sustancial del incremento del volumen total de crédito.

También se dispuso que el BCRA tuviera a su cargo las operaciones relacionadas con el control de cambios, en especial la fijación de los tipos de cambio para la compra y venta de divisas y su distribución entre los importadores. La prioridad era el abastecimiento de la industria y los transportes, evitando la importación de artículos superfluos y otros que pudieran ser provistos por empresas locales. También tenía como objetivo recapitalizar la economía y favorecer el desarrollo de las industrias que pudieran abastecer la demanda de consumo. El Banco podía de ese modo “dar empleo racional a las divisas, aplicándolas preferentemente al pago de las importaciones más convenientes al desarrollo económico del país y al mantenimiento de la ocupación industrial”.⁹

⁸ BCRA, 1952, pp. 32-33.

⁹ BCRA, 1947, p. 18.

Como tercer y trascendente paso, se constituyó un Sistema del Banco Central al que quedaron integrados los bancos oficiales más importantes y otros organismos de relevancia, a los que se les redistribuyó, además, las funciones de diversas juntas y comisiones reguladoras. Las entidades incluidas en el “sistema” mantenían su autonomía, pero su acción debía ajustarse a las directivas del BCRA a los fines de coordinación con la política económica, financiera y social del Estado: al Banco de la Nación Argentina (BNA) se le fijó la atención de las necesidades de crédito agrario, ganadero y comercial; al BCIA, de la industria y la minería, y al BHN, el crédito hipotecario (e incorporó a su jurisdicción las funciones de fomento de Administración Nacional de la Vivienda). Estas entidades, los bancos provinciales y los privados continuaron realizando sus operaciones tradicionales, pero podían ampliar su esfera de acción a tareas de fomento mediante créditos especiales aprobados por el BCRA.¹⁰

La creación del Instituto Argentino para la Promoción del Intercambio (IAPI) en mayo de 1946 —en reemplazo de la Corporación para la Promoción del Intercambio— fue otra de las novedades. El IAPI se conformó como una entidad autárquica pero dependiente del “sistema” del BCRA. Tenía la atribución de manejar las exportaciones e importaciones del país, promover la constitución de sociedades y participar en su capital, realizar operaciones financieras, tramitar convenios internacionales y asesorar al BCRA en la fijación del tipo de cambio. El Instituto ocuparía un papel relevante en la transferencia de ingresos hacia las actividades urbanas a través del control de precios de los productos agropecuarios (incrementando el poder de compra de los salarios) y de la importación de bienes de capital y materias primas a precios convenientes para el sector industrial.

¹⁰ Aunque las entidades participantes en los planes de fomento no tomaban a su cargo las pérdidas que esas operaciones pudieran originar. Para ello, el BCRA constituyó reservas especiales con el propósito de tonificar la economía, especialmente en momentos de crisis.

Finalmente, se crearon otras dos importantes instituciones en el sector financiero, ambas jurídicamente mixtas, pero en las que el capital estatal era el dominante: el Instituto Mixto Argentino de Reaseguros (IMAR) y el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM). El primero tenía el objetivo de organizar, regular y controlar el mercado de seguros, hasta entonces principalmente en manos de compañías extranjeras que drenaban divisas al exterior en concepto de primas de reaseguros. El sistema operaba por encima del mercado asegurador como prestamista de última instancia.

En lo que se refiere a la intervención en el mercado de valores, la reforma estableció la superintendencia del BCRA sobre las Bolsas y Mercados. El Banco amplió su capacidad de operación en el mercado abierto al poder comprar y vender valores (con fines de regulación bursátil o monetaria) hasta un importe no superior al 10 por ciento del saldo promedio de los depósitos bancarios en los tres años anteriores. Con el IMIM se pretendía fomentar el desarrollo industrial a través de la consolidación de un mercado de capitales de largo plazo.¹¹ El nuevo Instituto podía realizar toda clase de operaciones en valores mobiliarios (títulos públicos y acciones) por cuenta propia y de terceros, y conceder préstamos a sociedades mixtas o privadas con caución de acciones, entre otras operaciones financieras. Con recursos provistos por el Sistema del BCRA, la entidad compró en los primeros años participaciones de empresas industriales pretendiendo inducir al alza el mercado y, de ese modo, conformar un ámbito efectivo para la colocación de acciones, además de participar en operaciones vinculadas a la nacionalización de servicios públicos.

El gobierno también estimuló el mercado de valores privados a través del rescate de las cédulas hipotecarias y su conversión en bonos hipotecarios emitidos por el BCRA a un menor interés. El objetivo era abaratar el costo de los préstamos hipotecarios y lograr una financiación más asequible para los sectores populares, contemplando los lineamientos más generales de la política económica. En adelante, las ampliadas operaciones del BHN, que

¹¹ BCRA, 1948 p. 3.

concentró prácticamente la totalidad de los créditos para vivienda, estarían financiadas con redescuentos del BCRA.

Por otro lado, se convirtieron los títulos de deuda pública en otros de menor interés y fueron rescatados títulos de empréstitos externos. El objetivo era lograr “la reducción del interés en todo lo que sea posible del crédito público. Con esta medida y con otras que serían su consecuencia inevitable a corto plazo se busca reducir las tasas imperantes a fin de lograr crédito barato en todos los órdenes, como medio seguro de fomentar las actividades de la producción y del comercio”.¹² La disminución de las tasas de interés de los títulos públicos llevó a que parte de los fondos que se destinaban a estas operaciones se trasladaron a la negociación de acciones. En consecuencia, el mercado se orientó hacia los valores privados, como pretendía el gobierno; ésta era una tendencia previa pero que adquirió fuerte dinamismo en las nuevas circunstancias y mantuvo un inédito *boom*, constituyendo una fuente más de capitales de largo plazo para las empresas industriales, al menos en los primeros años de la experiencia peronista.

En suma, el conjunto de disposiciones de la reforma financiera pretendía constituir el “punto de apoyo del amplio programa de fomento económico trazado por el gobierno nacional”, destinado a inducir un rápido desarrollo industrial a través de un incremento de la disponibilidad de crédito y del acceso en mejores condiciones de los insumos y bienes de capital que el sector manufacturero demandaba del exterior.¹³ Como señaló una publicación del BCRA: “Tal importancia tenían sus nuevas funciones que puede decirse que en los primeros tiempos habría de preocuparle más su función de resguardo y de fomento industrial que sus objetivos monetarios, sin perjuicio, como es evidente, de que cumpliese acabadamente éstos al atender aquéllos”.¹⁴

¹² BCRA, *Actas del Directorio*, Acta 8, 23/6/1946, f. 39.

¹³ BCRA, 1948, pp. 11-13.

¹⁴ BCRA, 1952.

El ajuste frente a la crisis externa, 1949-1952

Durante la segunda mitad de 1948 los problemas de la balanza de pagos y la persistencia del problema inflacionario hicieron evidente que se debía pasar a otra etapa en la política económica. Las tentativas de cambio fueron acompañadas por la salida de Miranda en enero del siguiente año –sobre quien recaían múltiples acusaciones de corrupción– del gobierno y la designación de Alfredo Gómez Morales al frente del BCRA.

La Secretaría de Finanzas asumió las funciones hasta entonces atribuidas al BCRA y a su Sistema reconociendo algunas fallas de coordinación. Una vez sancionada la nueva Constitución en marzo de 1949 los ministerios de Hacienda y de Economía quedaron bajo las directivas del Ministerio de Finanzas, que se transformó en el ámbito desde el que se delinearía la política económica del gobierno. De él pasaron a depender también los bancos oficiales.¹⁵ Esta cartera tenía atribuciones sobre la política bancaria, monetaria, crediticia y cambiaria y sobre el mercado de valores. También regulaba el mercado de seguros y reaseguros y el movimiento de capitales, e intervenía en las operaciones de crédito interno y externo. Por su parte, el IAPI pasó a depender del Ministerio de Economía.

Todo ello supuso el fin del Sistema del Banco Central tal como estaba concebido, si bien la nueva normativa ratificó que los bancos eran agentes del BCRA para la recepción de depósitos y, por supuesto, mantenía sus atribuciones de superintendencia. Asimismo, los planes generales o especiales de fomento elaborados por los bancos oficiales debían ser previamente considerados por el BCRA. El Banco se mantuvo como institución autárquica, pero se lo “ensambló dentro de la acción gubernativa en vez de mantenerlo independiente”, conservando sus funciones

¹⁵ “El Poder Ejecutivo Nacional fijó las funciones específicas del Ministerio de Hacienda, las Secretarías de Economía, Finanzas, Industria y Comercio y del Consejo Económico Nacional”, *Horizontes Económicos*, año V, 41, febrero de 1949, pp. 86-88.

específicas de “banco de bancos” y su papel de agente financiero del gobierno.

Las atribuciones del directorio no fueron modificadas de manera sustancial, aunque se eliminó su facultad para considerar las operaciones de redescuento y establecer las tasas de interés. Tampoco fijaba los tipos de cambio y se suprimió su actuación en el acuerdo de los convenios internacionales, todas herramientas que quedaron en manos del Ejecutivo. Con todo, la innovación más controvertida, a juzgar por el amplio debate que se dio en la opinión pública y en el Congreso, se refirió a la relación entre las reservas y la masa de moneda. La nueva Carta Orgánica permitía orientar la política interna de emisión y de crédito sin que dependiese en forma automática de las reservas de oro. La medida se justificaba en el hecho de que no existían motivos fundamentales para que las reservas monetarias estuvieran vinculadas al circulante interno, cuya masa debía determinarse por los requerimientos de la economía nacional, lo que era, por otra parte, una tendencia mundial. Gómez Morales señaló en el Congreso Nacional:

[La necesidad de] superar cuanto antes la mentalidad ortodoxa, según la cual la desvinculación del oro de la gestión monetaria podría traer aparejados desequilibrios pronunciados entre medios de pago y bienes. Buscamos un respaldo muy superior: el de la potencialidad de nuestro pueblo y de nuestra propia riqueza, en la ocupación de nuestros brazos y en el incremento positivo y consolidado de nuestra renta nacional.¹⁶

En rigor, esta medida era consecuencia de las condiciones restrictivas en las que operaban el comercio y las finanzas internacionales, y, obviamente, de la particular escasez de reservas que se venía manifestando desde fines de 1948, más allá del uso que se había hecho de éstas y de la política de redescuentos.

¹⁶ Intervención de Gómez Morales en la reunión 53ª de la Cámara de Senadores de la Nación, 23 de septiembre de 1949, *DSCSN*, pp. 2030 y ss.

En junio de 1949 Perón presentó el *Plan de Acción en Materia Económica* donde se proponían nuevas definiciones para enfrentar las dificultades económicas y que implicaban una política crediticia más favorable para las actividades rurales. En forma conjunta se proponía el desarrollo y la expansión “ordenada” de la industria y un aflojamiento paulatino de las restricciones crediticias, que desde su aplicación a fines de 1948 habían provocado innumerables trastornos a los industriales. De esta forma, el aumento de la producción iba a permitir una reducción de las importaciones y también contener el incremento de los precios. También se aconsejaba el “desplazamiento” del crédito oficial al privado, la supresión de los subsidios y la regularización de las deudas de todas las reparticiones estatales con el IAPI y las de éste con el sistema bancario oficial. La intención de la política monetaria era mantener la estabilidad de precios, para lo cual era imprescindible no incurrir en una política expansiva o, en todo caso, apostar a una mayor selectividad del crédito y a la “racionalización”.

Como resultado, se ajustaron los tipos de cambio en varias etapas. El objetivo fundamental era no perjudicar en demasía a la industria y el salario real.¹⁷ Además, se reimplantaron los permisos para la importación de artículos calificados como “no esenciales”. Con estas medidas, el gobierno se proponía “que nuestros productores agropecuarios en especial obtengan precios más remunerativos, a la vez que defender a nuestras industrias frente a la competencia que significa la entrada de productos extranjeros a bajo precio”.¹⁸ Para agosto de 1950 había dos tasas de cambio compradoras, para propender al incremento de las exportaciones, y dos vendedoras (una para combustibles y otra para artículos “esenciales”). También se reimplantó el mercado libre para operaciones financieras con el propósito de favorecer el ingreso de divisas y la exportación de algunos artículos. Paralelamente se intentó mejorar el equilibrio comercial con el área del dólar y reactivar el comercio bilateral con Estados Unidos. Se iniciaron gestiones para

¹⁷ BCRA, 1951, p. 33.

¹⁸ BCRA, *Actas del Directorio*, Acta 89, 1/10/1949, f. 222.

obtener el apoyo financiero del Eximbank, que finalmente otorgó 125 millones de dólares tomados por bancos privados y oficiales argentinos, con garantía del BCRA.

Tras varios cambios, también el control de importaciones se tornó más selectivo y permitió mantener o incrementar la producción de distintas actividades (al actuar, además, como mecanismo de regulación de las inversiones). En este sentido, señalaba un informe del BCRA que el control de las importaciones “se ha convertido en un instrumento de verdadera política económica, pues aun en épocas de balances de pagos favorables, como sucedió en 1950, se mantuvo el estricto control selectivo, haciéndose variar únicamente la cuota que se ha de acordar para cada artículo o grupo de artículos conforme a las mayores disponibilidades de cambio”.¹⁹

En un primer momento las medidas cambiarias fueron acompañadas por políticas crediticias restrictivas en términos generales. Sin embargo, pronto las disposiciones fueron flexibilizadas; la generosa política desplegada hasta ese momento no podía interrumpirse fácilmente mientras se mantuvieran altos los salarios, a menos que se aceptaran tiesuras con los sectores productivos. Pero además el crédito debía ahora fluir hacia las actividades agropecuarias.²⁰ Dados estos condicionantes, los intentos estabilizadores y las políticas que acompañaron el recambio de la conducción económica no fueron más allá de una débil disminución de la expansión monetaria y una mayor selectividad del crédito.

La crisis abrió el camino para una política más activa de sustitución de importaciones bajo limitaciones cuantitativas y permisos previos de cambio con criterio selectivo. El nuevo sistema beneficiaba especialmente la importación de máquinas y repuestos para el agro con el propósito de cumplir con el programa de mecanización del campo que había comenzado a desarrollarse desde 1948. El BCRA aprobó un plan del BCIA para el otorgamiento de préstamos de fomento destinados a la fabricación de máquinas agrícolas

¹⁹ BCRA, 1952, p. 50.

²⁰ BCRA, 1951, p. 58.

y otros implementos, que contemplaba también la concesión de las divisas necesarias para la importación de motores y otras piezas claves para esa producción. Se trataba de un cambio en la orientación del gobierno respecto al sector rural (y también al industrial) que perduró hasta su caída.

La reaparición del déficit comercial en 1951 agotó las últimas reservas externas, demostrando que la situación era más grave que lo estimado.²¹ Definida la reelección de Perón, el gobierno lanzó un Plan Económico “de emergencia” en febrero de 1952 que congelaba los salarios por dos años y profundizaba las políticas fiscales y monetarias tendientes a contener el proceso inflacionario y reorientar las actividades productivas. En rigor, el nuevo ordenamiento no representaba una innovación en materia de política económica, sino una sistematización y extensión de las medidas que se venían aplicando desde 1948. El incremento del ahorro se transformaría en central en la óptica del gobierno puesto que esa fuente de recursos era recomendable por su carácter “genuino” para el financiamiento de la inversión y sus efectos deflacionistas.

En junio se produjo una segunda reforma ministerial en la que Miguel Revestido quedó al frente del Ministerio de Finanzas (y por lo tanto también en la presidencia del BCRA) y Alfredo Gómez Morales fue designado en el nuevo Ministerio de Asuntos Económicos, donde se tomaban las medidas económicas más trascendentales. Entre las medidas de estímulo al ahorro se encontraban las modificaciones al régimen de interés para los depósitos a plazo dispuestos por el BCRA, que incluía mayores tasas y beneficios para el depositante. Con el mismo propósito, la Caja Nacional de Ahorro Postal desarrolló una acción de propaganda mucho más agresiva, que tuvo como resultado un incremento de los montos de ahorro en esa institución.²²

La política crediticia selectiva y “antiinflacionista” fue acentuada, lo que afectó fuertemente a algunos sectores industriales. El

²¹ Ministerio de Finanzas, *Actas del Grupo Económico*, Acta 1, 10 de junio de 1952.

²² Sobre las preocupaciones del gobierno en pos de fomentar el ahorro, ver Rougier y Fiszbein (2004).

BCRA instó a las instituciones crediticias a profundizar la política selectiva, además de aconsejar la capitalización de utilidades de las empresas con el propósito de consolidar su situación financiera e impulsar a los industriales y comerciantes a buscar su propia liquidez. También se procuró alentar el crecimiento de la producción agropecuaria a través de un sistema de Crédito Agrario Planificado, y aunque el crédito al sector rural se expandió, se mantuvo por debajo del porcentaje otorgado al sector industrial.

La carta orgánica del BCIA fue modificada y la entidad pasó a denominarse Banco Industrial de la República Argentina (BIRA). Las diferentes secciones en que se dividía su capital fueron unificadas y obtuvo mayor libertad para proponer y ejecutar los planes de promoción industrial. No obstante, el BIRA llevó adelante una política tendiente a no acordar créditos a firmas no vinculadas previamente. Esta política se aplicó en forma indiscriminada y obligó a “suspender momentáneamente toda otra consideración sobre la verdadera política de crédito industrial”.²³ Luego, sobre la base de las indicaciones del BCRA, se establecieron normas más flexibles cuando los préstamos tuviesen la finalidad de promover la producción de artículos con colocación firme o que constituyeran una nueva fuente de divisas para el país.

Un criterio rigurosamente selectivo se aplicó a las importaciones; el otorgamiento de permisos para materias primas cayó (aunque mantuvieron el primer lugar) y se incrementaron los de importación de combustibles, con el propósito de sostener la actividad económica. La selección en las compras intentó mantener el nivel de importación de maquinarias agrícolas. También se otorgaron permisos a los fabricantes de maquinaria y repuestos, entre los que se destacan los otorgados a Industrias Aeronáuticas y Mecánicas del Estado (IAME), una empresa estatal que encaró, entre otras actividades metalmecánicas, la producción de tractores y otros implementos para el agro.²⁴ La caída de las exportaciones, agravada por un deterioro importante de los términos del

²³ BIRA, *Informe sobre propósitos y necesidades*, Buenos Aires, 1955, p. 14.

²⁴ BCRA, 1953, pp. 7, 30.

intercambio que continuó en los años siguientes, arrojó fuerte déficit del balance de pagos en 1952, por lo que se debió recurrir a la ayuda crediticia prevista en los convenios bilaterales, mientras las reservas se mantuvieron en valores muy bajos.

La “racionalización” peronista, 1953-1955

Por la crisis, hacia 1953 la inflación había caído considerablemente y la recuperación de las exportaciones y de la economía en su conjunto estaba en marcha. Con la aplicación del Segundo Plan Quinquenal (SPQ) y de la ley de inversiones extranjeras a fines de ese mismo año, el gobierno pretendía impulsar la producción agropecuaria y avanzar en la integración de las actividades industriales, especialmente en la producción de combustibles, insumos y equipos cuya importación pesaba sobre las cuentas externas. Pedro Bonanni, ministro de Hacienda, señalaba en las nuevas circunstancias:

Dentro de la acción gubernamental se destaca la tendencia a favorecer la formación del ahorro y del capital no sólo por parte de las empresas, sino también del pueblo trabajador, y a complementar el capital nacional con la radicación de capitales extranjeros. Bien entendido que debe tratarse de capitales que se sometan a las leyes de la República con miras a desarrollar actividades productivas de interés nacional y promover el desenvolvimiento de nuestra economía y no para expoliarla con designios imperialistas (Bonanni, 1955).

Se trataba de una apuesta a la inversión (interna y externa) para profundizar la sustitución de importaciones y con ello garantizar las condiciones para sostener el crecimiento económico, que no podía descansar sólo en las divisas obtenidas por exportaciones y el ahorro local. Según el BCRA, que participó activamente en la redacción de la ley de inversiones extranjeras, el capital podría ingresar al país únicamente “si viene para cumplir objetivos

industriales o mineros, y siempre que tienda a economizar o crear divisas, para que no se transforme en un factor ulterior de desequilibrio del balance de pagos”.²⁵

En este nuevo contexto, la política del BCRA mantuvo en general los lineamientos “antiinflacionistas” y la política crediticia “cualitativa”, mientras que el Ministerio de Finanzas elaboraría planes periódicos en función de la situación económica y financiera del país teniendo en cuenta las necesidades de crédito de cada actividad. Se buscó agilizar el crédito a las nuevas condiciones para lo cual se ampliaron los márgenes de redescuento para préstamos ordinarios. Se dio lugar a créditos para ventas a plazo de artefactos de uso familiar al público. También de acuerdo con las directivas impartidas por el gobierno se ampliaron los adelantos a los bancos para que otorgaran préstamos hipotecarios. Finalmente, se mantuvo la práctica establecida en 1952 de dar márgenes especiales para facilitar la financiación de importaciones. El crédito se destinó preferentemente a las actividades agropecuarias del Crédito Agrario Planificado. Ello produjo un incremento de los préstamos al sector oficial, puesto que el IAPI fue el encargado de financiar las cosechas. También se fijaron tipos de interés mínimo preferenciales para los préstamos que se otorgaran a las cooperativas, mientras se iniciaron los estudios a fin de estructurar el Crédito Industrial Planificado, que seguía conservando el primer lugar entre los saldos de préstamos bancarios por actividades.

La recuperación de las exportaciones permitió afianzar la posición de reservas y divisas y mejorar y diversificar las negociaciones comerciales. Una estructura cambiaria más flexible permitió ordenar las compras en el exterior y una mejor distribución de los permisos de cambio con el propósito de mantener los abastecimientos imprescindibles (materias primas y semielaborados, combustibles y maquinarias, en ese orden). Dentro de los lineamientos del SPQ y del presupuesto de divisas se dio preferente atención a la importación de tractores y demás necesidades de la industria

²⁵ BCRA, 1954, p. 6.

de maquinaria agrícola. También se asignaron con preferencia permisos de cambio para la instalación de plantas industriales destinadas a la fabricación de tractores, como FIAT, y a empresas públicas, como IAME, YPF o Somisa. Por su parte, se estableció un régimen de fomento de exportaciones de artículos manufacturados, que requerían un tipo de cambio superior al del mercado libre para su colocación.

Una vez puesto en marcha el SPQ se produjo una nueva reforma del Estado como parte de un proceso de ordenamiento y concentración de la toma de decisiones que era sustancial para consolidar los nuevos objetivos de racionalización económica que el gobierno sostenía desde 1949. En definitiva, dependencias anteriormente trascendentes, como el CEN, el BCRA y el IAPI, quedaron supeditadas a una nueva Secretaría de Asuntos Económicos dirigida por Gómez Morales, mientras el Ministerio de Finanzas cedió asimismo parte importante de sus atribuciones. Ello implicó nuevos ajustes en la estructura funcional del BCRA, principalmente en lo referente a las operaciones cambiarias.

También se buscó fijar una política que apuntaba a un mayor enraizamiento con los empresarios. En octubre de 1954, consolidada la recuperación económica y realizada la reforma ministerial, el gobierno anunció una serie de medidas a través del denominado “Plan de Acción de Equilibrio para la Economía Nacional”.²⁶ Éste no solo proponía garantizar la estabilidad de precios, amenazada por la presión sindical, sino también un cambio importante en la participación que el Estado tenía hasta entonces en la economía y respecto a la concepción económica que identificaba al peronismo (Perón, 1954). El Plan se refería, en primer lugar, al crédito, que priorizaba el apoyo al sector agrario y a las cooperativas y el mejoramiento técnico de las empresas manufactureras. Para lograr los objetivos propuestos, el presidente instó a la “racionalización” empresaria y a adoptar técnicas de modernización de los procesos productivos. El Estado asumiría el compromiso de estimular el mayor rendimiento de la mano de obra y dirigir la política

²⁶ Sobre este plan, ver Rougier y Stawski (2014).

crediticia en función de los índices de productividad que lograsen las empresas.

Sobre la base de estos lineamientos, el gobierno prolongó la política crediticia moderada con prioridad a las actividades que contribuyeran a aumentar la producción rural y también, dada la caída de los precios de las exportaciones ese año, se fijaron tipos de cambio más favorables para diversos productos exportables, incluidos algunos industriales (siempre que su fabricación no incluyera materiales importados por más del 20 por ciento del costo), como heladeras, lavarropas y máquinas textiles. El gobierno también solicitó a los empresarios que transformaran sus firmas en sociedades anónimas, se capitalizaran a través del mercado accionario y dejaran de recurrir al préstamo bancario. En las nuevas circunstancias, las empresas debían buscar los recursos necesarios para su desenvolvimiento en el ahorro privado, interno o externo. Según los funcionarios, el Estado ya había cumplido el papel que el mercado no podía realizar en cuanto a financiar el desarrollo industrial a través de créditos a largo plazo y debía ahora apartarse. De hecho, en el marco de las medidas restrictivas de crédito, las grandes firmas se acercaron al mercado de valores con el propósito de recabar capitales.

Con el mismo propósito, en abril de 1954, el BCRA instituyó el “Sistema de Cuentas Especiales de Participación Mobiliaria” a fin de promover el mercado mobiliario, largamente deprimido desde la crisis de 1949.²⁷ El Sistema era relativamente sencillo y procuraba ser una política para encauzar el ahorro popular hacia la capitalización de las empresas que cotizaban en la bolsa. La inversión y administración de los valores quedó en manos del IMIM, que garantizaba a los depositantes el capital y asumía los riesgos, aunque se limitó el porcentaje de acciones que podía adquirir de cada firma. El sistema fue exitoso y rápidamente debió ampliarse el límite máximo de depósitos autorizados.

²⁷ Sobre la crisis de la bolsa y las condiciones en las que operó el mercado de valores posteriormente, ver Rougier (2010).

La reorganización durante la “Revolución Libertadora”, 1955-1958

El gobierno militar que derrocó a Perón en septiembre de 1955 no cambió de manera inmediata el régimen bancario. Con todo, hacia fin de año las reservas internacionales habían llegado a un nivel crítico y el balance de pagos arrojaba nuevamente resultados negativos. En la perspectiva de las nuevas autoridades, esos desequilibrios se habían originado en factores externos desfavorables, pero también eran resultado del “intervencionismo” que los había agravado, por ejemplo, al impulsar la industria sin considerar la necesidad de divisas para la importación de materias primas y combustibles, o por el desaliento de los productores rurales. Esa caracterización fue sustentada por Raúl Prebisch, entonces secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), a quien se convocó para realizar un diagnóstico de la economía argentina y un programa económico tendiente a resolver sus problemas.²⁸

El informe lanzaba un diagnóstico muy crítico respecto a la política económica ensayada durante los diez años anteriores, que habían conducido a una “crisis singular”, pero también vertía consideraciones de aliento sobre la necesidad de profundizar la industrialización del país. La propuesta resultó una mixtura de posiciones ortodoxas con otras de cuño desarrollista; consideraba a las políticas liberales como indispensables en lo inmediato para equilibrar la macroeconomía y abatir la inflación, pero a largo plazo era necesario incrementar la producción petrolera, fortalecer la sustitución de importaciones, promocionar obras de infraestructura, mejorar la productividad de las actividades existentes, iniciar la producción a gran escala de industrias básicas (metalúrgicas y mecánicas) e iniciar exportaciones de manufacturas. El objetivo de fondo era atacar el desequilibrio externo a través de una mayor industrialización.

²⁸ Sobre las discusiones desatadas en torno al Plan, ver Rougier y Odisio (2017).

En relación con el sistema bancario y financiero, el “Plan Prebisch” puntualizaba la necesidad de desbrozar el esquema de regulación imperante. No sólo había que derogar el régimen de depósitos nacionalizados y sanear las finanzas de los bancos oficiales –comprometidas sobre todo por los préstamos no recuperados frente al IAPI– sino que además era imperioso restablecer la autonomía técnica y administrativa del BCRA, aunque debía permanecer en manos exclusivamente públicas. Además de otorgarle amplias funciones de orientación e inspección sobre el sistema bancario, se le debían adjudicar facultades para manejar un régimen de encajes flexibles. Los bancos privados deberían decidir el rumbo de sus operaciones bajo su responsabilidad, pero de acuerdo con la orientación fijada por el BCRA. Por su parte, el BIRA debía transformarse en un verdadero banco de desarrollo y especializarse en la provisión de crédito para la inversión de largo plazo.

Ciertamente, las propuestas financieras del Plan fueron acogidas con mayor resolución que sus planteos desarrollistas. La política económica de la autodenominada “Revolución Libertadora” propendió a la liberalización de los mercados financieros y de capitales. Considerando esa tónica y atendiendo a las recomendaciones de Prebisch, el país refinanció su deuda externa con once naciones acreedoras en mayo de 1956, fecha de nacimiento del Club de París. En septiembre, Argentina ingresó al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF). En abril del siguiente año el Fondo otorgó su primer crédito al país, por 75 millones de dólares.

En referencia a la política monetaria y crediticia, la *Memoria* del BCRA del año 1955 señaló que “se orientará a moderar la creación de medios de pago y frenar la inflación, pero procurará al mismo tiempo no constituir un obstáculo a la expansión natural de las actividades ni desatender los requerimientos normales de crédito”. A partir de 1956 se endurecieron las condiciones para el financiamiento de inversiones en activo fijo. Por otra parte, se alentó la incorporación de capital extranjero bajo la forma de importación de equipos y bienes de producción, siempre que las nuevas instalaciones permitieran elaborar productos que ahorraran o produjeran divisas. La nueva orientación debía responder a financiar las

necesidades de bienes esenciales para la población y la producción agropecuaria, mientras se readecuaría “a condiciones racionales” el crédito para la industria,

difiriendo para más adelante el apoyo encaminado a facilitar el establecimiento de nuevas industrias o la ampliación de las existentes, cuando no produzcan elementos esenciales para la economía del país y graviten negativamente sobre esta última al significar un consumo adicional de energía y de materias primas de importación, mayor demanda de crédito bancario [...] o un mayor recargo sobre el sistema de transportes.²⁹

Para terminar con lo que se consideraban “excesos” de intervención estatal, rápidamente se eliminaron varias instituciones heredadas del peronismo. El proceso se inició con el cuestionado IAPI, en noviembre de 1955. También el IMIM fue liquidado poco después, aunque se preservó el Sistema de Cuentas Especiales, que fue trasladado al BIRA. Como los depósitos seguían nacionalizados, el BCRA procuró que la ampliación del redescuento se viera ajustada a “moderar la creación de medios de pago y frenar la inflación”, pero sin “constituir un obstáculo a la expansión natural de las actividades de desatender los requerimientos normales de crédito”; se pretendía alcanzar así un “doble equilibrio” de “desarrollo armónico de la agricultura y la industria y política antiinflacionaria sin depresión”.³⁰ Con todo, los reajustes cambiarios de 1955 y los posteriores aumentos salariales habían incrementado los costos de las empresas, lo que trajo aparejada una demanda intensificada de crédito bancario y presiones inflacionarias. A pesar del discurso a favor de la astringencia financiera, desde el Banco se estimó que debían atenderse las necesidades y se eludió frenar el ritmo de creación de créditos.

²⁹ BCRA, 1956, pp. 65-66. En la misma dirección, el BIRA ajustó su operatoria respetando los nuevos lineamientos restrictivos (ibídem, p. 68).

³⁰ Ibídem, p. 14.

La *Memoria* de 1956 todavía destacaba la necesidad de atacar la distorsión de precios relativos heredada de la intervención peronista, y en particular de los tipos de cambio que “llevaron a cifras impresionantes las pérdidas del instituto oficial de comercialización”.³¹ Pero los esfuerzos para estabilizar el mercado de cambios también se vieron malogrados. Rápidamente se había buscado una liberalización del sistema, cuyo objetivo principal era promover la producción agropecuaria exportable. En octubre de 1955 se unificó el mercado oficial de cambios. El mercado libre (cuya cotización duplicaba la del oficial) comenzó a operar sin restricciones y hacia él se canalizaron las transferencias financieras. Con la intención de otorgar cierto resguardo para la industria nacional, se impusieron recargos adicionales para algunas importaciones, que alcanzaron a la industria automotriz, de maquinaria agrícola y repuestos. Para las exportaciones se introdujo un sistema de aforos que establecía la cantidad de divisas que debían ofrecerse en el mercado oficial para cada mercadería, pudiendo volcarse los ingresos adicionales al mercado libre. Se establecieron retenciones a la exportación regular y gravámenes extraordinarios para los importadores que tuvieran permisos de cambio previos a la modificación cambiaria. Estos recursos dieron respaldo a un Fondo de Restablecimiento Económico Nacional.

Sin embargo, la inflación erosionó el tipo de cambio real, lo que impulsó a las autoridades a modificar las medidas tomadas: los recargos a la exportación fueron sucesivamente rebajados hasta su eliminación a fines de 1957. La menor disponibilidad de divisas impuso la necesidad de ampliar los artículos del régimen de aforos y de incorporar al mercado libre nuevos rubros de importación. De tal modo, el proyecto original, que pretendía canalizar el grueso del comercio externo por el mercado oficial y mantener el segmento libre para la operatoria financiera, se vio pronto desvirtuado.³² Por su parte, el Fondo de Restablecimiento, cuya aplicación se

³¹ BCRA, 1956.

³² BCRA, 1958, p. 17.

preveía realizar de manera gradual, terminó volcándose rápidamente a la circulación monetaria para solventar el déficit fiscal.

Durante la segunda mitad de 1956 se produjeron una serie de cambios atinentes a la organización del BCRA y se dejó definida la independencia de su Directorio respecto al Poder Ejecutivo. Si bien se debía adecuar el funcionamiento de la institución a las directivas del Ministerio de Hacienda, se le otorgaron nuevas atribuciones, entre las que destacó la determinación de las tasas de redescuento. Finalmente, en octubre de 1957 se promulgó el reordenamiento general del sistema financiero, que el BCRA venía impulsando desde la caída del peronismo y que según Adalbert Krieger Vasena, entonces ministro de Hacienda, tenía como objetivo “acentuar la gravitación del Banco Central en el sistema bancario a fin de darle el máximo de eficacia en la ejecución de la política monetaria y crediticia”.³³ La reforma se dirigió a reestructurar todo el sistema bancario, el saneamiento de la cartera de los bancos públicos y la restitución de la responsabilidad por su operatoria a las instituciones bancarias, recogiendo en parte importante, las recomendaciones de Prebisch.

La “normalización” implicó la restitución de los depósitos a los bancos. La reforma dejaba en claro que las instituciones privadas pasarían a asignar libremente sus recursos prestables, pero esa libertad debía ejercerse dentro de la orientación general señalada por el BCRA. Unos pocos días antes de que entrara en vigor el nuevo sistema, Krieger especificó que se debían encauzar los préstamos hacia actividades “genuinamente productivas” y que se debía reducir el crédito bancario para el financiamiento de importaciones, de construcciones o para inversiones “postergables”. Además, debía retornarse al financiamiento hipotecario mediante la colocación de valores en el mercado. El saldo que resultara del ajuste en los adelantos recibidos por el BIRA y el BHN debía ser convertido en valores industriales y obligaciones hipotecarias, respectivamente, a favor del BCRA. También, se hizo necesario

³³ “Exposición de motivos” para el reordenamiento bancario del ministro de Hacienda (ibídem, p. 172).

consolidar las enormes deudas que distintos organismos oficiales –en especial el IAPI– mantenían frente al BNA, el BIRA y el Banco de la Provincia de Buenos Aires. Además del incremento de su capital, la operación se efectuó mediante la emisión de un “Bono de Saneamiento” a cargo del gobierno nacional, que el BCRA tomó como cancelación del redescuento otorgado a cada entidad. En una operación que parecía repetir lo ensayado en 1935, se revaluaron los activos en oro y divisas del Banco a la nueva paridad cambiaria y se imputó parcialmente el saldo al mismo bono.³⁴

La nueva Carta Orgánica del BCRA mantuvo su “nacionalización” y le otorgó nuevos instrumentos de regulación financiera, como la fijación de los encajes y de las tasas de redescuento y la limitación de las tasas activas y pasivas del sistema bancario. Su mandato era múltiple: no sólo se debía preocupar por mantener el valor de la moneda, sino también por la actividad productiva y el empleo, así como del resultado externo. Además de velar por el buen funcionamiento del sistema de crédito, el Banco debía “concentrar y movilizar las reservas de oro y divisas del país a fin de moderar los efectos que sobre el valor de la moneda y la actividad económica puedan tener las fluctuaciones del balance de pagos”. De todos modos, se mantuvo en suspenso la obligación de conservar en oro y divisas el equivalente del 25 por ciento de billetes en circulación y obligaciones a la vista.

La posibilidad de direccionar proporciones del encaje se transformaría en un instrumento clave del Banco. Esta innovación respondió a la escasa profundidad del mercado de valores para ejercer la regulación monetaria mediante técnicas de mercado abierto (Noya, 1970). De tal modo, el BCRA pasó a determinar el efectivo mínimo que los bancos debían guardar sobre el total de los pasivos para cada tipo de depósito (el encaje básico), así como el coeficiente a retener sobre los aumentos en las obligaciones a partir de un momento determinado (encajes marginales o adicionales). Mediante la modificación de las obligaciones para zonas

³⁴ En relación con el Banco Industrial, se consolidaron sus deudas incobrables y se decidió el traspaso de sus créditos de evolución de corto plazo al BNA.

específicas o para el otorgamiento de préstamos con fin determinado, el manejo de las reservas múltiples permitió –en un sistema no exento de complejidades– la orientación selectiva del crédito bancario. Se sostenía que este instrumento permitía mantener el control crediticio sin los “inconvenientes” que había generado la centralización de depósitos.³⁵

Por otra parte, se incrementó el límite de los fondos que el BCRA podía adelantar al Tesoro al equivalente al 15 por ciento de los recursos que el gobierno nacional hubiera obtenido en los doce meses precedentes. En adición, se facultó al Banco a adquirir títulos públicos mediante la constitución de un Fondo de Regulación de Valores.³⁶ Como medida adicional y temporaria hasta que se restableciera el mercado, el BCRA podría mantener títulos públicos hasta el equivalente al 10 por ciento del total de los depósitos del sistema bancario.

Con el manejo de los encajes se intentó moderar la expansión de los créditos. Por otra parte, a pesar de la elevación de las tasas de interés, las de redescuento se fijaron más bajas para los créditos de fomento agropecuario o industrial, al igual que las tasas que se podían imponer a los préstamos de “promoción”. En igual sentido, el BCRA indicó a los bancos que brindaban créditos de mediano plazo para la financiación industrial que debía apoyarse fundamentalmente la compra de equipos de producción nacional. Además, se revirtió la liberalización de importaciones al imponerse restricciones por el creciente déficit comercial y se intentaron derivar las compras externas hacia zonas monetarias fuera del área dólar –donde se manifestaba el mayor desbalance–, aunque sin demasiado éxito.

Desde 1955, el BCRA había encarado el examen de las necesidades de reequipamiento industrial, lo que determinó que la

³⁵ Específicamente, se señalaba que el sistema de nacionalización había anulado la competencia entre las entidades bancarias y que, además, al desvincular el nivel de préstamos del volumen de depósitos captados, sostuvo una política expansiva para sustentar el déficit fiscal que disparó las tensiones inflacionarias (BCRA, 1958, p. 175).

³⁶ El Fondo podía tener hasta el 15 por ciento del monto en circulación del conjunto de valores, aunque el límite podía ampliarse.

importación de maquinarias de uso general y para producción, transformación y distribución de energía eléctrica debía tener “prioridad inmediata”. Otras máquinas que permitirían ahorrar divisas fueron también incluidas en el mercado de libre importación. En cambio, las que no tenían efectos potenciales sobre el resultado cambiario fueron excluidas. El BCRA procuró además limitar los pagos al contado y promovió el uso de créditos externos obtenidos por los mismos usuarios. Por su parte, se alentaron las exportaciones mediante la rebaja de impuestos, la simplificación del sistema de aforos y el traslado de productos del mercado oficial al libre. A pesar de estos esfuerzos, el resultado negativo del balance exterior se incrementó por el deterioro de los términos de intercambio. Frente a ello, en enero de 1958 se endurecieron los controles de importaciones y el BCRA estableció restricciones adicionales para el financiamiento de esas operaciones.

Auge y declinación del desarrollismo, 1958-1963

En mayo de 1958 se inició una nueva etapa bajo la gestión “desarrollista” de Arturo Frondizi. Las medidas ensayadas durante los primeros meses pretendían acelerar el crecimiento industrial e incluyeron el aumento salarial, la flexibilización de la política monetaria y fiscal y la concreción de varias operaciones con el exterior, especialmente vinculadas con la producción energética. El BCRA redujo las exigencias sobre el efectivo mínimo (aunque no mucho después se volvieron a elevar), considerando el incremento provocado en la demanda crediticia tras los aumentos de remuneraciones. Pero los resultados no fueron los esperados. Los precios aceleraron su crecimiento y el balance de pagos, dominado por el resultado comercial, profundizó la tendencia negativa que acarrea desde 1954. En diciembre, el gobierno lanzó el Programa de Estabilización Monetaria y el Plan de Expansión Económica, con los que buscaba atacar varios frentes al mismo tiempo. El esquema –apoyado en un nuevo acuerdo con el FMI– indicaba que la estrategia pasaría por asociarse con el capital extranjero para desarrollar la extracción petrolera y las industrias básicas del

país.³⁷ Su meta era crear las “condiciones económicas que alienten una mayor producción de bienes dentro de un régimen de libre competencia” e incluía numerosos objetivos atinentes a la política monetaria, crediticia y cambiaria.³⁸

Los anuncios incluyeron la eliminación del control de importaciones, los que “arbitrariamente someten la actividad económica a la decisión de un funcionario y que se prestan al error, la demora innecesaria, el privilegio y el peculado”, según expresó Frondizi. También se procedió a unificar el mercado de cambios en un régimen de cotización libre y fluctuante, lo que implicó una importante devaluación. Los objetivos prioritarios del BCRA eran poner coto a la inflación y al déficit fiscal que –según se sostenía– eran el motivo fundamental del desequilibrio en el balance de pagos.³⁹ La profundización de la orientación ortodoxa se hizo evidente al asumir Álvaro Alsogaray la conducción económica en junio de 1959. Se fijaron precios máximos sobre un conjunto acotado de artículos de primera necesidad. Por lo demás, salvo los alquileres y las tasas de interés, se abolieron todos los controles de precios. El crédito sólo podría incrementarse en la medida en que aumentaran la capacidad productiva y la disponibilidad de bienes. En adición se estableció que los bancos “no debían financiar en forma alguna aumentos masivos de salarios”.⁴⁰

Las únicas importaciones que quedaron sometidas a control del BCRA eran las financiadas desde el extranjero a plazo mayor de 180 días. El nuevo esquema estableció un conjunto acotado de productos sin recargo (combustibles, hierro, cobre, caucho y papel para diarios), materias primas industriales que debían abonar el 20 por ciento y en el caso de elaborados y semielaborados y de bienes de capital, el 40%. A los artículos no comprendidos se les impuso

³⁷ La ley 14.780 de “inversiones de capitales extranjeros”, que igualó los derechos del capital foráneo con el nacional, determinaba que su aporte podía ser en divisas, en máquinas, equipos e instalaciones o como materias primas y repuestos.

³⁸ Mensaje radiofónico de Arturo Frondizi, 29 de diciembre de 1958, reproducido en el apéndice de la *Memoria Anual* de 1958 (BCRA, 1959).

³⁹ BCRA, 1960, pp. 5-6.

⁴⁰ *Ibidem*, p. 11.

una tasa general del 300 por ciento. Se mantuvieron los depósitos previos de importación, pero quedaron libres de esta obligación los bienes que se consideraban de mayor necesidad para el país. Las exportaciones debieron abonar retenciones. Estos recargos, además de afrontar la presión sobre los precios que implicaba la reforma cambiaria, pretendían brindar fuentes “no inflacionistas” de recursos fiscales, que se complementarían con el endeudamiento externo. En relación con las ventas externas de productos manufacturados, el BCRA implementó un mecanismo específico de apoyo al comprar Letras de cambio provenientes de esas operaciones.

El BCRA modificó varias veces el encaje básico frente a los cambios en la liquidez del sistema bancario. A principios de 1959, respondiendo a los cambios de la política económica, el Banco dictó nuevas normas atinentes a la orientación del crédito bancario. Entre los objetivos generales se señalaba la necesidad de promocionar la producción local de aquellos bienes que permitieran ahorrar o generar divisas y la construcción de viviendas. En el apartado sobre comercio exterior se precisaba que debía descartarse el financiamiento de las importaciones de bienes “superfluos o prescindibles”. Tampoco los recargos, los depósitos previos ni las garantías vinculadas con las actividades de importación podrían recibir crédito bancario, mientras que las operaciones a término de divisas sólo podían afectarse a la financiación de exportación.⁴¹

De manera explícita se excluyó el crédito al consumo como destino de financiamiento. El BCRA señaló que los bancos podían financiar las inversiones en activo fijo, pero que debía procurarse la mayor participación de recursos del solicitante y los de otras fuentes. Se estableció un plazo máximo de cinco años para los préstamos con destino a la ampliación de capacidades productivas en la industria y la recomendación de favorecer los programas de inversión que demandaran equipos nacionales. Tras una aguda crisis en 1959, durante los dos años siguientes la recuperación de la industria impulsó a la economía nacional, mientras cedía la

⁴¹ Se incluyeron también numerosas restricciones cuantitativas y de plazo para el financiamiento de las importaciones.

inflación. Sin embargo, los problemas se encontraban subyacentes. La *Memoria Anual* de 1961 del BCRA, aprobada unos días antes del derrocamiento de Frondizi, señalaba:

El Banco considera arriesgada la política de intensificar el desarrollo sobre la base de créditos o financiaciones a corto y mediano plazo, que acentuarán las dificultades de financiación interna que ya soportamos, buena parte de las cuales está servida por créditos del exterior.

Por lo tanto, dentro del ambicioso programa que las autoridades se han trazado, y dado que una parte de la actividad privada ha seguido con notoria imprevisión, no se advierte otra alternativa que una pausa en el avance.⁴²

El fuerte impulso de la producción de petróleo, de la industria de bienes durables y la concurrencia del capital extranjero tuvieron efectos significativos sobre el funcionamiento del sector externo. Si bien se disminuyeron las necesidades de combustibles, el impulso de la capitalización industrial presionaba sobre otras importaciones y las de maquinarias pasaron a ocupar el primer lugar. El abultado déficit comercial –amplificado por la liberación de las importaciones y la demanda de insumos de las empresas extranjeras– se había logrado sostener con el ingreso de capitales en un primer momento. Sin embargo, el saldo negativo comercial, la reversión del signo en los movimientos de capital y, sobre todo, la acumulación de vencimientos externos (públicos y privados) aceleraron las expectativas de devaluación y las “compras precautorias o especulativas de divisas”.⁴³

Durante la segunda mitad de 1961, diversos factores –el incremento de los costos, la renovación de los convenios colectivos de trabajo, la situación cambiaria, entre los principales– comenzaron a presionar sobre la liquidez del sistema. El BCRA respondió con liberaciones en los requisitos de efectivos mínimos. A fin de año,

⁴² BCRA, 1962, p. 6.

⁴³ BCRA, 1963, p. 3.

el gobierno superó el límite de financiamiento que podía obtener del BCRA conforme a lo acordado con el FMI, lo que llevó al organismo internacional a declarar roto el acuerdo vigente. La renegociación implicó la adopción de una política fiscal contractiva, que empeoró tanto la situación laboral como las condiciones monetarias. En enero de 1962, buscando limitar la corrida contra el peso, el Banco endureció la política crediticia. En marzo, en respuesta al éxodo de recursos que sufría el sistema bancario frente a la rentabilidad del mercado financiero extrabancario, se permitió la “liberación condicionada” de encajes sujeta a fines específicos, como el incremento de la producción primaria y el fomento del equipamiento agropecuario e industrial.⁴⁴

Aunque el grueso de los créditos bancarios se orientaba hacia una función típicamente comercial de corto plazo, el BCRA establecía también préstamos “de fomento” a fin de sustentar la inversión de mediano y largo plazo. De todos modos, su importancia era marginal, al punto que las estadísticas no los discriminaban explícitamente. Mucho más importantes resultaron los créditos otorgados por el BIRA al sector industrial aunque, en rigor, la mayor proporción se destinó a financiar gastos de explotación de las empresas antes que a inversiones fijas (Noya, 1970). Sin embargo, la disponibilidad de crédito bancario en proporción al producto bruto industrial mostró una tasa declinante a partir de 1958 (Altimir, Santamaría y Sourrouille, 1967).

El nuevo golpe militar a finales de marzo supuso el abandono definitivo de la estrategia desarrollista, de la que el propio gobierno se había ido apartando desde 1959. Destituido Frondizi, hubo una notoria inestabilidad en los elencos de la conducción económica, pero la tónica general fue el mantenimiento de una política

⁴⁴ En parte importante, el mercado extrabancario había estado conformado por las empresas automotrices a fin de facilitar sus ventas y rápidamente pasaron a movilizar una masa de recursos comparable a la del sistema financiero tradicional. Realizando actividades de intermediación con menos limitaciones que los bancos tradicionales podían ofrecer tasas de interés más elevadas por la captación de dinero (Gutiérrez, 1968). Esto afectaba al resto del sistema y restringía las posibilidades de colocación tanto de valores privados como de títulos públicos, lo que impulsó al BCRA a intervenir sobre su funcionamiento.

monetaria marcadamente restrictiva y de liberalización del mercado cambiario. Al asumir la conducción económica Federico Pinedo, el BCRA dejó de intervenir sobre el mercado de cambios, lo que provocó que la paridad del peso con el dólar se duplicara en pocos meses. Los problemas externos, sin embargo, pronto obligaron a fijar recargos más altos para las importaciones mientras se daba inicio a una política de fomento más enérgica a las exportaciones “no tradicionales” en septiembre de 1962. El nuevo régimen permitía financiar hasta el 80 por ciento del valor de las operaciones. Los plazos de financiación eran de hasta cinco años para los bienes de capital, dos años y medio para durables y semidurables, y un año para los demás productos. La tasa de interés se negociaría libremente entre bancos y exportadores, salvo en el caso del BNA y el BIRA, que se limitó al 6 por ciento. El novedoso sistema de apoyo motorizó un relativo incremento en el rubro de manufacturas, aunque todavía ocupaban un lugar marginal dentro del total exportado.⁴⁵

La política restrictiva general golpeó con fuerza al sector manufacturero, lo que repercutió sobre el consumo y el PBI, mientras se incrementaban la inflación y el desempleo. La crisis impactó sobre los costos de las empresas acreciendo sus necesidades de crédito interno frente a la retirada del financiamiento del exterior. De acuerdo con la mirada del Directorio del BCRA, la fuerte crisis había sido suscitada por tres factores: un excesivo endeudamiento con el exterior, la persistencia del déficit fiscal y la “desconexión” entre la política económica y la social.

Durante 1962 el BCRA implementó un aumento progresivo del efectivo mínimo básico que podría ser desahogado para el financiamiento de ventas de bienes de producción nacional o nuevas inversiones en los rubros de maquinaria agrícola, tecnificación agropecuaria, máquinas herramientas y maquinaria para obras viales. También se fijó un régimen de redescuento de emergencia

⁴⁵ El fomento de las exportaciones manufactureras se puede también vincular al cambio en la prédica de la CEPAL, que insistía por entonces en señalar el agotamiento de la industrialización liviana y la necesidad de ampliar el mercado latinoamericano para los bienes industriales, como claramente manifestó el propio Prebisch (1963).

para financiar empresas con problemas de liquidez. Los recursos puestos a disposición de esta forma tenían como objetivo principal el pago de salarios y de deudas con proveedores, pero, además, como mínimo el 25 por ciento de los créditos debía utilizarse en cancelaciones de deudas impositivas.

Por otra parte, por primera vez en años, el resultado comercial de 1963 resultó superavitario, fundamentalmente por la caída vertical de las importaciones. No obstante, el principal problema a enfrentar era el elevado monto de deuda externa, lo que motivó la solicitud de varios préstamos externos. Dada la experiencia de los años previos, se buscó limitar la inestabilidad que generaban los movimientos de capitales de corto plazo. En marzo de ese año se estableció que los bancos sólo podían brindar avales externos a las operaciones de importación o exportación. Durante el gobierno desarrollista, los bancos habían garantizado las obligaciones de corto plazo asumidas por las empresas en el exterior. Con la crisis, las firmas no pudieron afrontar sus deudas y las instituciones avalistas se vieron comprometidas, por lo que tuvo que accionar el BCRA. En diciembre se rebajaron las sanciones sobre el incumplimiento del encaje legal y se conformó una Comisión Interbancaria que debía estudiar los problemas originados por “circunstancias extraordinarias”, tales como la devaluación o las sequías. Esa comisión seleccionó más de 2.500 firmas a las que se brindó facilidades de pagos.⁴⁶

Si bien la demanda industrial se contrajo en el año, actuaron en sentido opuesto las compras de maquinaria agrícola, facilitadas por los préstamos especiales del BCRA y el régimen para la tecnificación agropecuaria. Ello permitió la expansión de la producción y las ventas de tractores y otras máquinas, lo que impactó positivamente en el sector metalúrgico. En el año, se amplió el apoyo para las empresas industriales en operaciones con organismos oficiales: se podía financiar, con un plazo de hasta cinco años y tasa preferencial, hasta el 80 por ciento del valor de las ventas de bienes industriales al Estado. En septiembre se incrementó nuevamente el auxilio a las

⁴⁶ BCRA, 1964, pp. 46-47.

actividades de exportación “no tradicional”, al autorizar el BCRA el redescuento de los créditos que los bancos otorgaran a tal fin.

El nuevo gobierno radical, 1963-1966

Arturo Illia asumió el Poder Ejecutivo en octubre de 1963. La dirección del BCRA advertía entonces que la deuda externa se había acumulado rápidamente y era necesario reordenarla para establecer un horizonte de pagos más equilibrado. El gobierno también enfrentaba un fuerte desbalance en sus cuentas. No dejaba de notarse, por otra parte, que, gracias a la modernización encarada en los años previos, la capacidad productiva se había incrementado notablemente. Por ello, y pese a los gravosos efectos de la crisis heredada, hacia 1964 las condiciones macroeconómicas comenzaron a mostrar una situación distinta. La actividad industrial frenó su caída y el sector agropecuario, al contar con buenas cosechas, favoreció también a la recuperación. En diciembre se establecieron liberaciones de efectivo mínimo para las industrias que tuvieran bajo componente de importación y alto coeficiente de empleo. Los nuevos créditos debían utilizarse para la compra de materias primas y para financiar la venta de sus productos; de este modo, el BCRA procuró favorecer la reactivación de la producción manufacturera sin presionar sobre los precios.⁴⁷

A fines de 1963 se suspendieron completamente las importaciones de bienes de capital.⁴⁸ Las que tenían como destino al sector público permanecieron congeladas, mientras que las demandadas por el sector privado se rehabilitaron a mediados del año siguiente. Con todo, la existencia de una importante capacidad ociosa permitió mantener estas adquisiciones relativamente bajas. Las importaciones de bienes de consumo conservaron su bajo nivel y las más

⁴⁷ Los sectores a los que se podía destinar este financiamiento eran la industria textil y del cuero para los bancos de la Capital Federal, a los que procesaban productos agropecuarios en el Interior.

⁴⁸ Se creó además una “Comisión de Racionalización de las Importaciones”, en la que el BCRA tendría participación.

importantes fueron las de materiales intermedios, que acapararon más del 70 por ciento del total. Estas compras debieron ajustarse al régimen de pagos fijado por el BCRA –que procuró extender los plazos de financiamiento– y afrontar recargos más altos, para desalentar adquisiciones que no fueran necesarias. Más tarde, el BCRA aplicó sobre las importaciones un requisito de depósito previo del 100 por ciento. Por otra parte, en abril de 1964 se establecieron nuevas condiciones para el funcionamiento del mercado cambiario: se mantuvo el mercado unificado pero para tener un mejor control, se estableció la obligatoriedad de negociar las divisas producto de exportaciones a un plazo máximo de diez días mientras se acotaron las autorizaciones para los egresos. Dadas las prevenciones del BCRA, se procedió a renegociar con los acreedores externos sobre la base de un esquema de erogaciones más escalonado para liberar la carga de deuda de los años subsiguientes.

El plan que lanzó el nuevo gobierno radical incluía un programa de corto plazo para salir de la crisis y otro de mayor aliento, dirigido a lograr un crecimiento sostenido de la actividad económica. Las dos líneas de acción confluían en su finalidad de lograr una mejor utilización de la mano de obra y la capacidad instalada, en un marco financiero que tendiera hacia la estabilidad monetaria. Para que el incremento de la demanda no se tradujera en aumentos desproporcionados de los precios, se puso énfasis sobre todo en la necesidad de expandir la oferta manufacturera.

El BCRA jugó un papel muy importante en el programa. En enero de 1964 se acordó una ampliación sobre su capacidad para adelantar fondos al Tesoro y para los títulos públicos que podía tener en cartera. Adicionalmente, se amplió la liberación de efectivo mínimo asociada a la compra, por parte de los bancos, de títulos y bonos públicos, lo que se había habilitado a mediados de 1963. Esto permitió poner al día las obligaciones estatales atrasadas y sustentó la implementación de una fuerte política expansiva que tuvo efectos casi inmediatos, dado que el sector industrial mantenía niveles importantes de capacidad ociosa.

También el BCRA brindó apoyo financiero al sector privado desplegando varias líneas de crédito destinadas a la reactivación industrial y la construcción de viviendas. Además, se

profundizaron las líneas especiales de fomento a la sustitución de importaciones y de fomento de exportaciones “no tradicionales”, de equipamiento industrial, producción energética y de ventas al Estado, así como de promoción específica de sectores específicos (pesca, lácteos, madera). Los préstamos destinados al sector industrial dentro del total del redescuento se incrementaron notoriamente. También se utilizó profusamente la capacidad de regulación de los encajes siguiendo el nuevo rumbo de la política económica. Desde fines de 1963 se implementaron sucesivas rebajas en los efectivos mínimos adicionales, lo que marcó el inicio de una nueva política crediticia del Banco, orientada hacia la recuperación de la actividad manufacturera, que acaparó la mayor proporción del financiamiento bancario en esos años (Corazzin, 1970). Se profundizó la liberación de fondos hacia las industrias con alto índice de ocupación de mano de obra y elevado empleo de materias primas de origen nacional.

A partir de 1964, el BCRA adoptó una política más nítida de fomento a través del manejo de los encajes, que fue amplificada en fases progresivas. Esta política procuró adecuar los recursos del sistema financiero en dos sentidos: los incrementos en los niveles de exigencias esterilizaban la liquidez generada por los préstamos del BCRA y los bancos al gobierno, mientras que las desafectaciones redireccionaban el crédito hacia renglones específicos de la actividad económica.⁴⁹ La política financiera plasmó las metas de descentralización regional a través de la promoción industrial y de tecnificación del agro, lineamientos de largo plazo en materia económica del gobierno radical. También el Banco amplió el estímulo de las exportaciones “no tradicionales”.

El resultado de la política de manejo del efectivo mínimo fue el surgimiento de un sistema bancario cuyas reservas se podían orientar tanto al cumplimiento de las funciones de regulación monetaria propiamente dicha, como de orientación selectiva

⁴⁹ Durante 1964, esta regulación implicó la absorción de 25.800 millones de pesos (por mayores encajes) y la liberación condicionada de 14.400 millones (BCRA, 1965, pp. 53-54).

de los recursos financieros (Aisenstein, 1986). Sin embargo, las sucesivas modificaciones terminaron por definir un esquema de regulación excesivamente complejo: además de las diferencias establecidas sobre el encaje “básico” (tanto por zona como por tipo de depósito), el BCRA precisaba el congelamiento de los recursos en los bancos que superaran los depósitos alcanzados en octubre de 1958, agosto de 1961 o abril de 1963, estableciendo posteriormente desafectaciones “marginales” condicionadas asimismo por tipos de depósito, zonas geográficas o destinos a ser promocionados.

El apoyo al sector rural absorbió una porción sustancial del total de redescuentos y adelantos acordados por el Banco. Por vía del “redescuento estacional” el BCRA otorgaba recursos para cubrir los requerimientos del ciclo productivo agrícola (azúcar, algodón, vitivinicultura, siembra y cosecha fina y gruesa, etcétera) y cuando se presentaban situaciones climáticas adversas. El BCRA también liberó recursos para solventar la mejora agropecuaria, la implantación de pasturas, la repoblación de campos, la inversión en silos y elevadores, y apoyar procesos de electrificación rural. Se buscaba incrementar la productividad del campo para, en definitiva, mejorar las exportaciones. En este sentido, la reactivación económica fue también permitida por una recuperación en las ventas externas que se expandieron de manera sostenida durante los siguientes años. En el total, iba lentamente ganando importancia la exportación de productos manufacturados.

El nuevo contexto y las medidas de fomento permitieron que también la industria traccionara a la economía nacional. Como señalamos, desde 1963 el BCRA comenzó a apoyar las actividades manufactureras mediante el otorgamiento de adelantos y redescuentos específicos, los que tuvieron una expansión notoria. La mejora fue motivada fundamentalmente por una mayor demanda de bienes de consumo durable. Con todo, tras dos años de importante crecimiento, hacia 1966 la economía comenzó a mostrar signos recesivos nuevamente, motivados por una caída de la producción (y la exportación) agrícola especialmente, indicando que el sector externo no había dejado de fungir como la principal restricción para la economía nacional.

El BCRA durante la “Revolución Argentina”, 1966-1973

En junio de 1966 el general Juan Onganía encabezó el levantamiento militar que inauguró el período de la autodenominada “Revolución Argentina”, aunque recién a principios del año siguiente Krieger Vasena, otra vez ministro de Economía, definió la nueva orientación económica. Su programa contemplaba dos metas primordiales: detener el proceso inflacionario y estimular una asignación más eficiente de los recursos productivos. Los objetivos destilaban la filosofía de “modernizar” la economía mientras propugnaba por la estabilidad como condición necesaria. Resultaba imperioso “racionalizar” la estructura industrial para hacerla más eficiente y abierta, esto es, que tuviese segmentos competitivos internacionalmente mediante la aparición de establecimientos de gran escala, lo que era compartido por la mayoría de los economistas de la época (Rougier y Odisio, 2018). En línea con ese diagnóstico, el directorio del BCRA señalaba que debían corregirse las “imperfecciones que han tenido su origen en el desarrollo mismo del proceso de industrialización y sustitución de importaciones, al amparo de medidas proteccionistas y normas limitativas de la movilidad de los factores de la producción y del uso eficiente de los recursos productivos por parte de las empresas”.⁵⁰

Las medidas tomadas fueron profundas y en varios frentes a la vez, comenzando por una devaluación “compensada”. Tras el reajuste cambiario, el éxito en atraer capitales y frenar la inflación acarreó un resultado externo positivo que permitió incrementar notoriamente las reservas del BCRA. Se liberaron de todo requisito los movimientos externos de capitales y se gravó la tenencia de divisas con un tributo especial, cuyo destino debía ser la construcción de viviendas económicas. Los impuestos a las importaciones fueron, a su vez, modificados; al reducir su

⁵⁰ BCRA, 1967, p. 4.

nivel general, se buscó absorber el impacto devaluatorio sobre los costos de importación, además de generar mejores condiciones para la exportación de manufacturas. Como resultado, se incrementaron especialmente las importaciones de bienes de capital, facilitadas porque el BCRA modificó su régimen de financiamiento. Al mismo tiempo, se impusieron retenciones extraordinarias a los principales productos de exportación para “compensar” el impacto de la devaluación sobre los precios internos, aunque las exportaciones “no tradicionales” fueron exceptuadas del gravamen.

El programa de crecimiento con estabilidad mostró inicialmente resultados positivos. Sin embargo, hacia finales de 1967 se percibieron signos de retroceso en la actividad industrial y, con el objetivo de traccionar a la economía, se adoptaron medidas expansivas basadas en un importante programa de obra pública. Se pactaron además dos préstamos con el FMI en pesos. Con el ingreso del país al grupo de miembros con moneda convertible, se asumió el compromiso de no establecer ningún tipo de restricción a los pagos internacionales por transacciones corrientes ni de imponer políticas discriminatorias o de tipo de cambio múltiple. En 1968 la economía se expandió nuevamente impulsada por el sector industrial, pero el superávit de cuenta corriente, que el país venía alcanzando desde 1963, se revirtió. Con todo, el resultado del balance de pagos fue positivo gracias a la entrada de capitales.

A lo largo de esta etapa, el BCRA tuvo un papel importante en la política de ingresos ya que una proporción de los aumentos de costos de las empresas fue absorbida mediante créditos. Por otra parte, el Banco autorizó al sistema bancario a otorgar préstamos personales para la adquisición de bienes de consumo –para sostener a las empresas adherentes al acuerdo de precios del gobierno– y a expandir los relacionados con la vivienda. La política del BCRA mantuvo los lineamientos tendientes a brindar recursos frente a necesidades de procesos productivos estacionales y apoyar a sectores y actividades que específicamente se pretendía asistir en el interior del país. La importancia del crédito bancario para las empresas se veía magnificada por la atonía de la Bolsa,

cuyos montos de operación no alcanzaron valores de consideración, a pesar de los intentos oficiales por fortalecerla. En cambio, el mercado de capitales corrió mejor suerte y permitió la financiación de grandes proyectos de inversión pública mediante la colocación de títulos del gobierno de mediano y largo plazo. Gracias a este impulso, la construcción lideró el crecimiento con un arrastre importante sobre la demanda industrial.

Desde el inicio de la gestión de Krieger el Banco Central destinó financiamiento especial para distintos sectores, entre los que se destacó un aporte especial para las ventas de manufacturas a los organismos públicos, orientado hacia los productores de bienes de capital y de productos durables y semidurables. También se profundizó la disponibilidad del crédito bancario para sostener el consumo y se incorporó la financiación de las compras de automotores, antes restringidas. El régimen de promoción de exportaciones manufactureras también fue amplificado. En 1968 se destinó una línea especial de créditos para la industria siderúrgica, mientras el gobierno asumió la deuda que SOMISA mantenía con el Banco. Los programas orientados al desarrollo económico del Interior se llevaron a cabo, casi en su totalidad, mediante adelantos otorgados a los bancos provinciales, tanto para brindar financiamiento a los planes de capitalización como para atender necesidades regionales frente a condiciones climáticas adversas.

La Junta Nacional de Granos (JNG) recibió generosos recursos por intermedio del redescuento, al igual que la industria molinera y el sector vitivinícola. También el sector azucarero –envuelto en agudo conflicto económico y social– recibió importantes créditos. En 1969 se estableció una línea específica para el BIRA, que debía destinarse a las empresas constructoras de obra pública y a atender necesidades del sector industrial. Tuvieron asimismo un impacto importante los adelantos pautados para el programa de “rehabilitación de empresas”. Tras la devaluación y la contención de la inflación, había empeorado el panorama financiero de un número significativo de firmas industriales y hacia 1969 se decidió prestarles auxilio financiero extraordinario desde el BCRA. Más de 180 empresas acordaron convenios de “rehabilitación”, lo que

motivó un gran incremento en adelantos al BIRA para solventar el programa.⁵¹

Los préstamos de orientación selectiva mediante utilización del encaje desafectable se expandieron de manera notoria y mantuvieron su estructura a grandes trazos: financiación a mediano plazo para la producción primaria, préstamos personales y compra de bonos públicos fueron los principales rubros, aunque también se sumaron nuevos destinos, como las empresas adheridas a la política de estabilización de precios. Además, se permitió el uso de recursos liberados entre entidades bancarias. En un mismo sentido, el BCRA eliminó en 1968 restricciones al sistema de encajes móviles, lo que permitió un gran incremento de la creación secundaria de dinero. Se fijaron tasas únicas sobre depósitos y obligaciones de cada banco y se descartaron limitaciones sobre la financiación de productos antes considerados “suntuarios, prescindibles o superfluos”. Se sostenía que, dada la estabilidad de precios, las instituciones bancarias debían atender los requerimientos de sus clientes exclusivamente en función de estimaciones de su rentabilidad, “en vez de gobernarse a través de complicadas reglamentaciones”.⁵² Ahora bien, la mayor disponibilidad y flexibilidad de los bancos para brindar préstamos impulsó al BCRA a señalar la necesidad de actuar con cautela, a fin de evitar que una expansión crediticia “exagerada” afectara la estabilidad alcanzada.

Para mejorar el frente externo se establecieron líneas de crédito para sustentar la exportación industrial hacia países limítrofes, se impulsó la creación de la Compañía Argentina de Seguro de Crédito a la Exportación S. A., una empresa aseguradora estatal destinada a emitir pólizas para cubrir riesgos en la exportación de manufacturas, se redujeron los derechos de exportación y se otorgaron exenciones de impuestos para las mercancías

⁵¹ La devaluación encareció los préstamos en divisas de las empresas –en rigor, muchas de ellas también arrastraban problemas desde la crisis de 1962/63 (Rougier, 2009)– y el ajuste monetario interno motivó que las tasas activas abandonaran sus históricos valores negativos.

⁵² BCRA, 1969, p. 3.

exportadas. En paralelo, se adoptaron numerosas medidas tendientes a facilitar la importación, con especial atención a los bienes de capital.

A principios de 1969, tras un largo proceso de gestación, se dictó una nueva Ley de Entidades Financieras que buscaba regular la totalidad del sistema financiero y readecuar el accionar del Banco Central. Por otra parte, en enero del siguiente año se reemplazó el peso moneda nacional por nuevos billetes y monedas que tenían un valor cien veces superior a la línea en circulación.⁵³ Krieger reiteró que el fin era mantener elevados niveles de producción brindando un marco de estabilidad.⁵⁴ A favor de la innovación regulatoria se señalaba también que, desde la sanción de la Ley de Bancos de 1957, se habían producido modificaciones significativas en el mercado financiero. Entre ellas debía atenderse a la aparición de nuevas empresas y modalidades que actuaban por fuera de la banca tradicional y debía terminarse con esa parcialización del sistema de intermediación, para lo cual se acrecentó el campo de acción del BCRA.

Para facilitar el flujo de dinero entre sectores se permitió que las entidades acordaran préstamos entre ellas y que compraran y descontaran sus propios documentos. En adición, se dio “preferencia” a las entidades nacionales e, introduciendo concepciones de desconcentración regional, se procuró fortalecer a los bancos regionales. Una de las preocupaciones de la época era la “desnacionalización” del entramado productivo y financiero, iniciada en la época desarrollista y ampliada con el programa de 1967. Sin embargo, no se establecieron prevenciones contra la banca extranjera.⁵⁵ La ley promovió también la “especialización” del

⁵³ Ley 18.188 del 15 de abril de 1969. Egidio Ianella, entonces presidente del BCRA, expresó que el cambio buscaba desalentar futuras expectativas inflacionarias (citado en Lorenzutti, 1996).

⁵⁴ *Boletín Oficial*, 22/1/1969, pp. 1-2

⁵⁵ Una amplia literatura de la época dio cuenta de la preocupación por la creciente “extranjerización”. En relación con el sistema bancario, pueden verse Noya (1970) y Mícele (1970), trabajos que –entre otros– tendieron a desacreditar las críticas hacia las instituciones foráneas indicando que su peso, sin ser despreciable, distaba de ser dominante del mercado.

sistema financiero y legisló específicamente sobre la modalidad de bancos de inversión, expresando la preocupación por la falta de financiamiento de largo plazo. Estos bancos no debían actuar en el mercado de créditos sino en el de capitales y la nueva regulación—que remedaba las normas del BIRA— los excluyó de limitaciones que regían sobre los restantes bancos y les brindó importantes instrumentos y facultades para intervenir en los mercados de valores y concertar operaciones de largo plazo.

En 1969 todos los sectores de la economía crecieron. Las mayores subas se verificaron en la construcción y la industria, sectores especialmente apoyados por el BCRA. El mantenimiento de los planes de obra pública impulsó la formación de capital fijo y para ello resultó primordial la colocación de nuevas series de títulos públicos. Con todo, el programa comenzó a manifestar dificultades: los precios volvieron a mostrar presiones al alza asociadas al ciclo ganadero, la cuenta corriente profundizó su tendencia negativa al verse afectadas las exportaciones, y la fuga de capitales de corto plazo presionó sobre las reservas. Con ingresos reales estancados y una mayor conflictividad política, la resistencia al gobierno ganó fuerza tras el estallido del “cordobazo”, que implicó la salida de Krieger Vasena como ministro. La cuestión de la eficiencia, que había estructurado su proyecto, comenzó a quedar de lado frente a preocupaciones sociales y políticas más urgentes.

El BCRA debió adoptar una política mucho más activa. La acción sobre el mercado de futuros (y la acumulación previa de reservas) le permitieron enfrentar los importantes vencimientos de obligaciones externas, originados en créditos e importaciones en alza, a la vez que impulsó a los bancos a liquidar sus divisas. Dada la contracción monetaria ocasionada por la salida de capitales, el BCRA mantuvo la expansión del crédito, pero con una mayor selectividad; para que no presionaran sobre el mercado de cambios se alentó su otorgamiento a empresas medianas y pequeñas (lo que se venía impulsando desde el año anterior) mientras se contenían las líneas dirigidas a los grandes deudores, especialmente aquellos con acceso a financiamiento externo. El Directorio señaló luego que los resultados

de las acciones emprendidas en este frente habían resultado claramente expansivos.⁵⁶

En junio de 1970, frente a un clima político y sindical cada vez más enrarecido, el gobierno quiso relanzar el programa “revolucionario” con el general Roberto Levingston al frente de la Presidencia. Más allá de la disputa política, en el terreno económico la coincidencia era clara: era necesario un cambio de rumbo. El nuevo presidente buscó el apoyo de los sectores en teoría desplazados: los empresarios vinculados a la Confederación General Económica (CGE) y los sindicatos “participacionistas” de la Confederación General del Trabajo (CGT). Ahora se señalaba que el desarrollo económico nacional debía basarse “en la formación interna del capital y en incrementos sustanciales de las exportaciones industriales y agropecuarias”, mientras el capital extranjero podría participar siempre que no afectara “los intereses de la Nación”. El impulso a la industria básica ocupaba un lugar trascendente en el nuevo programa. Por otra parte, se proponía “reestructurar el mercado financiero a fin de promover el incremento del ahorro nacional proveniente de todos los niveles de ingreso y facilitar su canalización a través de sistemas ágiles y eficientes” y también “promover la creación y proteger la actividad de bancos de capital nacional que proporcionen recursos financieros a las empresas nacionales, económica y tecnológicamente eficientes”.⁵⁷

La designación de Carlos Moyano Llerena en el Ministerio de Economía expresó la búsqueda de cierta continuidad del programa de Krieger, aunque la situación política fue dejando cada vez menos margen de acción. En octubre, Aldo Ferrer, que se había incorporado antes al frente del Ministerio de Obras y Servicios Públicos, pasó a Economía y dio un giro a la política macroeconómica, para adoptar tintes más nacional-desarrollistas. Los objetivos centrales de la nueva estrategia eran acelerar el crecimiento y mejorar el nivel de vida de la población, mediante una mejor distribución del ingreso y el pleno empleo. Se dejó de lado el

⁵⁶ BCRA, 1970, p. 44.

⁵⁷ Artículos 88 y 89, “Políticas Nacionales”, decreto 46 del 29 de junio de 1970, p. 5.

eslogan de la estabilidad para promover la “argentinización”: el desarrollo de industrias básicas de capital nacional, la descentralización regional y las exportaciones industriales se fijaron como los nuevos ejes.⁵⁸

Se previó que el BCRA encabezara un reordenamiento integral del mercado financiero y se señaló la necesidad de que se garantizaran los recursos monetarios para coadyuvar al logro de los planes desarrollistas, especialmente sustentados en el financiamiento de empresas de capital nacional para lograr la “argentinización del sistema”. Sobre la base del BIRA se creó el Banco Nacional de Desarrollo (BND), con funciones mucho más amplias (Rougier, 2004). Ferrer también impulsó la instauración de un Fondo de Ahorro para la Participación en el Desarrollo Nacional, con el objetivo de obtener financiación para grandes obras de infraestructura, la industria de base y la reconversión industrial de las empresas argentinas.

Aunque la inflación triplicó a la del año previo, el PBI continuó su expansión en 1970. Un elevado monto de exportaciones sumado a las entradas de capital (mayormente de corto plazo) habilitó la reasunción de la posición compradora de divisas del BCRA. Para facilitar la colocación de las exportaciones manufactureras, se estableció a principios de año una tasa general del 15 por ciento en concepto de reintegros impositivos, aunque luego se rebajó. Además, se amplió la nómina de productos industriales promocionados, especialmente los que tenían por destino la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC). Por su parte, el BCRA, en línea con los nuevos postulados desarrollistas, adoptó una política monetaria fuertemente expansiva. El direccionamiento del crédito fue amplificado; los fondos debían destinarse a empresas de capital nacional, mientras las extranjeras fueron inducidas a conseguir préstamos del exterior y en el mercado extrabancario.⁵⁹ Esta intervención permitió que —a pesar del recru-

⁵⁸ Esto es, la aplicación del “modelo integrado y abierto” que Ferrer venía esbozando desde años atrás y que hemos analizado en Rougier y Odisio (2012).

⁵⁹ En diciembre de 1970 se estableció que el crédito a otorgar a las empresas extranjeras sólo podía expandirse a una tasa que no superara el 50 por ciento del aumento en la cartera de préstamos generales de cada banco, aunque poco

decimiento de las dificultades internas y externas— la producción interna alcanzara una expansión importante.

En febrero de 1971, el BCRA adoptó numerosas medidas sobre el funcionamiento del mercado financiero. Se liberaron los tipos de interés a fin de estimular la captación del ahorro y se fijó un nuevo régimen de depósitos con permanencia mínima de un año, que buscaba recursos para un sistema de crédito a mediano plazo. Las tasas activas se incrementaron, aunque en términos reales permanecieron en valores negativos. Los bancos debían orientar al menos la mitad de los fondos recibidos a la inversión en bienes de uso de producción nacional. También se introdujeron normas para financiar un Plan de Viviendas Económicas Argentinas, se creó un fondo de garantía de los depósitos y se procedió al reordenamiento del mercado de aceptaciones.

Estos esfuerzos se produjeron en un marco internacional de crisis y fuertes reacomodamientos monetarios y financieros, que —en parte importante— entrañaron tasas de inflación cada vez más altas y un déficit creciente en el balance de pagos. Las salidas de capital ocasionaron una importante disminución de las reservas del país. Caído el régimen de Bretton Woods en 1971, se aumentaron los reintegros para exportaciones de manufacturas, se actualizó la lista de productos promocionados y se incrementó el control sobre las importaciones. Tras varios reajustes en el tipo de cambio, en septiembre se implantó un mercado de cambios regulado para las operaciones comerciales y otro financiero, con cotización libre.

Unos meses antes, se había sancionado una ley que involucró la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central y el desmembramiento del Ministerio de Economía y Trabajo, lo que provocó la salida de Ferrer del gobierno.⁶⁰ El nuevo Ministerio de Hacienda y Finanzas tendría a su cargo todo lo inherente a patrimonio,

después se ampliaron las deducciones que podían imputarse. Para facilitar la movilidad de los recursos, se decidió eliminar restricciones sobre las operaciones interbancarias.

⁶⁰ La reorganización implicó la creación de los Ministerios de Hacienda y Finanzas, y de Industria, Comercio y Minería.

finanzas del Estado y promoción del desarrollo; quedaba bajo su potestad el manejo de la política bancaria, monetaria y crediticia del país, de los mercados de valores y de seguros y reaseguros, y participaba en la determinación de la política de pagos internacionales. Específicamente se estableció que el BCRA pasaba a “depender directamente” del Poder Ejecutivo Nacional; este avance sobre la autonomía del Banco implicaba, en cierto grado, el abandono de los principios que habían guiado su conducción desde la reforma de 1957.

Los recursos puestos a disposición del sistema bancario por el BCRA tuvieron una importante proliferación en 1970 y 1971. La asignación de fondos mantuvo los objetivos de financiación para regímenes promocionados y para brindar sostén a algunas actividades regionales (azúcar, vino, algodón, tabaco), la JNG, los molinos y la producción avícola. Ocuparon los principales renglones el financiamiento de las ventas a organismos públicos y, sobre todo, los montos destinados a las instituciones hipotecarias. También ganó importancia el financiamiento del sector industrial a través de adelantos al flamante BND, que orientaría también los préstamos del régimen de “rehabilitación de empresas” ya mencionado. En tanto, perdió participación el financiamiento a los bancos comerciales y se fijaron limitaciones para los créditos de los grandes deudores. Los préstamos de orientación selectiva mediante liberación de encajes tuvieron una expansión global significativa. La actividad industrial recibió parte importante de los recursos, a través de la promoción de exportaciones manufactureras, asistencia para la venta de equipos y construcción de obra pública, entre otros programas. El mercado de valores, a pesar de diversas medidas promocionales adoptadas, mantuvo su débil desenvolvimiento.

Finalmente, la agudización del conflicto social llevó a que en 1972 el gobierno militar —comandado ahora por el general Alejandro Lanusse— adoptara como objetivo casi excluyente el restablecimiento del sistema democrático. Desde el punto de vista económico, además del agravamiento del déficit fiscal y las dificultades del sector externo, aparecieron mayores presiones sobre la inflación. Con todo, el PBI mantuvo su expansión. Las reservas del BCRA se incrementaron gracias al ingreso de capitales, la

revaluación de monedas extranjeras y la asignación de mayores DEG del FMI.⁶¹ También auxilió una notable mejora en los términos del intercambio. El BCRA mantuvo desdoblado el tipo de cambio, la intervención en el mercado de divisas a término y el control sobre las importaciones. En febrero se reimplantaron derechos móviles a la exportación de productos tradicionales, mientras se redujeron gravámenes y se dieron mayores incentivos sobre las ventas externas promocionadas, con reintegros adicionales para las de productos manufacturados. Adicionalmente, se impusieron medidas para aplacar las salidas de capital en tanto se producía la transición institucional.

Los años vertiginosos del tercer gobierno peronista, 1973-1976

El peronismo retornó al poder luego de 18 años de proscripción y persecución política. El programa económico inicial comandado por José Gelbard utilizó los instrumentos asociados a su orientación política: aumentos salariales, controles de precios, bajas tarifas de servicios públicos y expansión del gasto y del crédito. Estas medidas aceleraron el aumento del PBI y la utilización plena de la capacidad instalada en el sector industrial, que incrementó las importaciones de insumos, cuyos precios treparon notablemente luego de la “crisis del petróleo” de 1973. El incremento de los precios de los productos importados, las dificultades para la colocación de las exportaciones y la caída de los términos del intercambio, luego de un breve auge inédito de los precios de las materias primas, complicaron el frente externo. A partir de entonces comenzó una etapa de ajuste, que presentó ciertas analogías con el cambio de 1949: se apuntó a rebajar el salario real y el consumo y a una recomposición de la posición fiscal. Un ajuste

⁶¹ Los Derechos Especiales de Giro (DEG) son activos de reserva internacional, utilizados por el FMI desde 1970 con el objetivo de reemplazar al oro y al dólar en las transacciones internacionales.

más drástico se produjo en junio de 1975 durante la gestión de Celestino Rodrigo con una megadevaluación y suba de tarifas y combustibles (medidas conocidas como el “rodrigazo”), pero los subsiguientes aumentos de salarios y de precios impidieron la estabilización. Una política de minidevaluaciones emprendida por Antonio Cafiero en el segundo semestre contuvo parcialmente la apreciación del tipo de cambio, aunque la incapacidad del sector público de aumentar sus ingresos al ritmo de la inflación exacerbó el problema fiscal. El ajuste de las cuentas externas se tornó lento y la amenaza de una cesación de pagos promovió la aplicación de nuevas medidas recesivas en los últimos meses de gobierno, que serían trágicamente profundizadas por la dictadura militar (Rougier y Fiszbein, 2006).

La política económica de Gelbard se sustentó en la concertación. El acuerdo, refrendado en el Congreso por la CGE y la CGT en junio de 1973, perfilaba una serie de medidas tendientes a la estabilización en el corto plazo, como la recomposición salarial y la fijación de precios, y otras de carácter más estructural con la pretensión de impulsar el crecimiento económico y ahuyentar la radicalización social en aumento. Una serie de pactos sectoriales fue completada a fines de año junto con la presentación del Plan Trienal para la Reconstrucción y la Liberación Nacional, que tenía como objetivos prioritarios fijar un “proceso gradual y acelerado de distribución del ingreso nacional que restituya a los asalariados una participación justa”; la “modificación de las estructuras productivas y distributivas, a fin de conformar un nuevo modelo de producción, consumo, organización y desarrollo tecnológico”, y la “recuperación de la independencia económica” a través del impulso de la empresa de capital nacional y la reversión de la desnacionalización. Dentro de estos lineamientos, la reforma financiera adquiriría un papel central:

El control del sistema monetario y bancario ha sido mejorado en medida sustancial a través de la nacionalización de los depósitos y de la regionalización de los directorios del Banco de la Nación y del Banco Nacional de Desarrollo. La centralización del crédito, posibilitada por la nacionali-

zación de los depósitos, permitirá al Banco Central dirigir los recursos del ahorro interno captados por los bancos y otras instituciones financieras, hacia las actividades que se consideren prioritarias para la etapa de Reconstrucción y Liberación Nacional, siendo éste uno de los principales mecanismos de impulso y corrección en el proceso de ejecución del Plan.⁶²

Durante la segunda mitad de 1973, se sancionaron distintas disposiciones legales sobre entidades financieras y la nacionalización de fondos bancarios. La nueva reforma emulaba moderadamente la de 1946: en agosto, se dispuso que todas las entidades financieras transfirieran sus depósitos al BCRA y quedaron imposibilitados de utilizar esos fondos por su propia cuenta. El BCRA se haría cargo de las tasas de interés que se pagarían por los depósitos. Las entidades prestaban a partir de sus propios capitales y reservas y de los recursos facilitados por el BCRA mediante el redescuento. La ley estipulaba los criterios generales para la provisión de fondos a los bancos de acuerdo con el programa económico. Ahora bien, la capacidad prestable de las instituciones dependía del monto de los depósitos que recogieran, por lo cual su esfuerzo podía promover una movilización más amplia de ahorros. Además, los bancos percibirían una comisión uniforme por categoría y región, independientemente de los costos que tuvieran, con lo que se procuraba cierta competencia en la captación de depósitos, incentivo que no había existido en la experiencia de 1946.

La formulación de las metas de distribución sectorial y regional del crédito quedaba sujeta a las previsiones de crecimiento del Plan Trienal. La idea era canalizarlo selectivamente en favor de la pequeña y mediana empresa y de las regiones y sectores sociales rezagados, lograr un adecuado grado de liquidez y financiamiento de la economía, y afirmar el poder de decisión nacional sobre la canalización del ahorro interno. Para ello se utilizaban dos grandes

⁶² PEN, 1973, p. 30.

líneas de redescuentos: específicos (sectoriales) y generales. Los primeros tenían tasas de interés diferenciales, como por ejemplo para financiar la construcción de viviendas, los ciclos estacionales de producción agropecuaria y las exportaciones no tradicionales. Los segundos gozaban de mayor flexibilidad y el BCRA determinaba sólo proporciones mínimas de fondos que debían volcarse a sectores prioritarios. Finalmente, el BCRA especificaba los atributos de las firmas beneficiarias, tanto en función del volumen de crédito como de plazos y la tasa de interés (Gaba, 1974).

En agosto se prohibió que las entidades financieras participaran en el capital o la dirección de otras instituciones de distinta clase o naturaleza, de modo de impedir que los bancos comerciales derivasen operaciones hacia entidades vinculadas. También la Carta Orgánica del BCRA fue modificada con el propósito de adecuar la institución a las nuevas normativas. Allí quedó señalado que el Banco tenía por objeto regular el crédito y los medios de pago a fin de crear condiciones para mantener un desarrollo económico ordenado y creciente con sentido social, un alto grado de ocupación y el poder adquisitivo de la moneda.

Las normas tendieron a consolidar el carácter nacional de las entidades financieras con el propósito de que no se repitiesen los procesos de desnacionalización. En septiembre de 1973 se dispuso la “reargentización” de varias entidades en manos de bancos extranjeros. Con todo, como señaló Gómez Morales (1986), no se trataba de incorporar más bancos al Estado, sino de aplicar el ahorro en función del interés nacional. Dado que los bancos nacionalizados apenas captaban un 3 por ciento del total de los depósitos, la medida tenía, en rigor, más repercusión política que económica. Guardando coherencia con lo dispuesto por la ley de inversiones extranjeras, las disposiciones obligaban a las entidades financieras extranjeras que no fuesen bancos comerciales a transformarse en nacionales.

Producida la nacionalización de los depósitos, se asignaron once márgenes de adelantos en cuenta y redescuentos y se estableció un límite de redescuento general al cual las entidades afectaron sus operaciones de préstamos e inversión corriente. Para los créditos destinados a la promoción de exportaciones, se establecieron

líneas de redescuento sin límite prefijado, que también se aplicaron para financiar ventas a organismos públicos. Por otro lado, se acordaron líneas específicas para préstamos a pequeñas y medianas empresas y para financiar viviendas económicas.⁶³ La política monetaria estuvo orientada a incrementar los niveles de liquidez del sector privado, que habían bajado fuertemente en el período previo; esa expansión, junto con la caída de las expectativas inflacionarias, provocó una mayor liquidez en términos reales. Los préstamos a las empresas fueron el factor de mayor participación en el crecimiento de los recursos monetarios.

El grueso de los redescuentos se destinó a satisfacer necesidades varias de los bancos (redescuento general). Los redescuentos específicos, que representaron el 20 por ciento del total de la financiación otorgada por el BCRA, se orientaron al sustento de las actividades agropecuarias –la financiación de la comercialización de cosechas a través de la JNG tuvo un lugar destacadísimo–, la producción de caña de azúcar y la vitivinicultura. En un segundo lugar, las actividades industriales fueron particularmente beneficiadas, destacándose la línea de prefinanciación de exportaciones promocionadas. También fueron importantes los préstamos a las pequeñas y medianas empresas, y a las empresas y reparticiones nacionales (como SEGBA o Vialidad Nacional). Por su parte, los adelantos se concentraron en la financiación de viviendas y las ventas a organismos públicos.

En relación con las tasas de interés, el equipo económico de Gelbard hizo realidad las demandas planteadas por la CGE, que consideraba que el crédito era caro y excesivamente concentrado en las grandes empresas extranjeras.⁶⁴ Para impulsar la inversión, pero también como forma de compensar los incrementos salariales, se dispuso la disminución de las tasas de interés para los tomadores de créditos, que favorecía especialmente a las pequeñas y medianas empresas. Por otra parte, el BCRA dispuso la creación de una línea especial para el financiamiento del aumento de

⁶³ BCRA, 1974, pp. 7-8, 39.

⁶⁴ CGE, 1972.

las remuneraciones; estos préstamos se otorgarían a una tasa de interés apreciablemente menor a la de los préstamos generales, discriminando también a favor de las empresas de menor tamaño. Como estímulo al crédito a mediano plazo, la tasa de interés fue rebajada para este tipo de préstamos. No obstante, la disminución de las tasas nominales resultó inferior a la reducción lograda en el ritmo inflacionario, que tuvo el efecto indeseado de aumentar la carga financiera de las firmas.

Por su parte, los dos tipos de cambio, comercial y financiero, permanecieron constantes en términos nominales durante la gestión de Gelbard y recién tuvieron fuertes ajustes a partir de 1975. En 1973 y 1974 las exportaciones promocionadas se negociaron por el mercado financiero, mientras que las exportaciones tradicionales recibieron un tipo de cambio “mezcla” entre ambos mercados. Para las importaciones se mantuvo el mismo régimen, aunque a partir de enero de 1974 se autorizó el pago íntegro de ciertos productos por el mercado comercial y se modificó el tratamiento para otros.

En 1974 la economía tuvo buen desempeño. El consumo interno fue un claro motor del crecimiento, aunque la inversión en equipos fue poco significativa. El balance de pagos volvió a ser favorable, pero muy inferior al del año anterior por distintos problemas en los principales rubros de exportación mientras el valor y el volumen de las importaciones crecieron fuertemente. La liberación del régimen para el pago de las importaciones y la implantación temporaria del tipo de cambio comercial para el abastecimiento de algunos insumos esenciales provocaron un incremento de las adquisiciones en el exterior y la salida de divisas, pues muchas compras que se venían abonando a plazo pasaron a pagarse al contado. En esas circunstancias, el BCRA perdió reservas de manera acelerada. En los últimos meses del año, la economía mostró una tendencia al desequilibrio externo al tiempo que se registraba un “recalentamiento” interno, que agravaba en el corto plazo la desestabilización generada por el incrementado proceso inflacionario. La restricción externa y la restricción financiera se agudizaron, pero su efecto monetario contractivo fue compensado por la expansión del déficit fiscal.

La política económica se orientó entonces a la búsqueda de la medida, a realizar “los ajustes necesarios y aún más urgentes para atender a orientar el proceso hacia un equilibrio adecuado que permita, al mismo tiempo, fortalecer la inversión reproductora que asegure el nivel de empleo, el crecimiento del PBI y su justa distribución entre los grupos de la economía”.⁶⁵ Hasta ese momento, la política monetaria había seguido sin mayores modificaciones los lineamientos esbozados por la reforma financiera, incluso la actualización del Acta de Compromiso Nacional en marzo de 1974 dispuso que el BCRA implementara una línea de crédito especial para la atención de las necesidades financieras derivadas del ajuste salarial. Pero a partir de los cambios en el gabinete económico, se buscó principalmente desacelerar la tasa de creación de recursos monetarios. Los préstamos al sector privado disminuyeron en términos reales en el segundo semestre del año. Como en 1949, el ajuste fue comandado por Alfredo Gómez Morales, quien había pasado de la conducción del BCRA al Ministerio de Economía en octubre.

El redescuento general se mantuvo en el 60 por ciento del total. Del resto, una parte importante se destinó nuevamente a las actividades agropecuarias a través de la JNG y a la agroindustria. Los redescuentos a las actividades industriales fueron mayores que los destinados a las actividades agropecuarias. Se destacaron la prefinanciación y financiación de exportaciones industriales, régimen que fue ampliado con el propósito de atenuar los problemas externos.⁶⁶ Se agregó al régimen el apoyo de ventas al exterior de plantas industriales y obras contratadas “llave en mano”. También se otorgaron mayores facilidades de financiamiento a la construcción de navíos, con el propósito de incrementar sus posibilidades de exportación. Estos mecanismos resultaron exitosos y, de hecho, las exportaciones promocionadas aumentaron a una tasa más

⁶⁵ BCRA, 1975, p. 6.

⁶⁶ En el mismo sentido se intentó alentar el ingreso de capitales del exterior. Gómez Morales sostenía que la ley de inversiones extranjeras era “excesivamente rigurosa” y en respuesta, a inicios de 1974 se dispuso que las firmas foráneas podían recibir asistencia financiera con los mismos derechos y obligaciones que las nacionales.

elevada que las tradicionales. También los préstamos a las actividades frigoríficas fueron importantes, en este caso para reponer capital corriente. Entre las financiaciones específicas se destacaron los préstamos a las pequeñas y medianas empresas y los créditos a mediano plazo. Una parte importante de los adelantos se destinó principalmente al BHN para su participación en el programa de construcción de viviendas establecido por el Plan Trienal. También se otorgaron abundantes fondos al BND para atender los proyectos encarados por las empresas públicas, como obras de infraestructura, adquisición de bienes industriales, etcétera.

El año 1975 fue particularmente complicado no sólo en términos económicos, sino sociales y políticos. Luego de diez años de crecimiento, el PBI tuvo signo negativo. La clave de ese proceso se situó en la restricción externa. Las graves dificultades en el frente externo y la aceleración del proceso inflacionario (que superó el 300 por ciento anual) se reflejaron en el nivel de actividad, principalmente de la construcción y del sector industrial, así como en la inversión y el salario real. El desequilibrio fiscal obligó a una importante emisión que superó de manera holgada la absorción externa. Aun así, el ritmo inflacionario fue mayor a la expansión monetaria nominal, lo que redujo los coeficientes de liquidez con las consiguientes dificultades para el desarrollo de las operaciones corrientes de la industria y el comercio, que debieron recurrir a un oneroso financiamiento externo de corto plazo. En la primera parte del año, la política monetaria estuvo destinada a evitar que la expansión de la cantidad de dinero agravase el desequilibrio externo. Luego, cuando los aumentos de precios y salarios se dispararon como consecuencia del “rodrigazo”, se proporcionaron fondos adicionales al sector público y se implementaron líneas de redescuento especiales al sector privado para evitar una mayor recesión económica. En esa expansión tuvo especial peso el financiamiento de la construcción de viviendas y los créditos para atender los aumentos salariales, computados dentro de la cartera general. Los redescuentos a las empresas públicas fueron similares al año anterior, mientras que la asistencia a las firmas pequeñas y medianas disminuyó.

En líneas generales, se mantuvo el financiamiento al sector agropecuario en las líneas trazadas desde 1973. En cuanto a la

industria estrictamente manufacturera, se destaca el apoyo a la Dirección General de Fabricaciones Militares para la compra de insumos siderúrgicos y el financiamiento de las necesidades de evolución de SOMISA, además del financiamiento de las compras de insumos por parte de la Corporación para el Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa.

Cuando surgieron los primeros problemas en el frente externo, el Directorio del BCRA mantuvo una preocupación constante por la situación cambiaria. Durante 1975 se practicaron varios ajustes a las paridades cambiarias con el propósito de incentivar las exportaciones y desalentar las importaciones. Luego de la devaluación llevada adelante por Gómez Morales en marzo y particularmente por Rodrigo en junio, se aplicó una política de ajustes graduales de los tipos de cambio para acompañar la evolución de la inflación y como instrumento para hacer frente a la difícil situación externa. Las correcciones resultaron en varias oportunidades inferiores al aumento de los costos internos, pero la caída de la actividad económica y las restricciones cuantitativas compensaron el efecto sobre las importaciones.

Por otro lado, se adoptaron diversas medidas en materia de negociación de divisas, modificándose el esquema de liquidación entre el mercado comercial y financiero. También se incrementaron los derechos a la exportación y se redujeron los reintegros, se clasificaron los productos de importación y se estableció la obligatoriedad del seguro de cambio para su pago, con algunas pocas excepciones. En agosto se creó además un mercado financiero especial, con un tipo de cambio superior, donde se autorizó la venta de divisas correspondientes a las exportaciones promocionadas. A fin de año, las operaciones que se cursaban por el mercado comercial, que registraba los tipos de cambio más bajos, fueron transferidas al mercado financiero. En enero de 1976 se agregó el tipo de cambio libre para gastos de viajes y turismo mientras las devaluaciones se disponían semanalmente. A comienzos de marzo se reorganizó el mercado de cambios y se suprimió el seguro de cambio.

Las tasas de interés reales, que habían sido sustancialmente negativas en 1973 y cercanas a cero en 1974, se hicieron estrepitosamente negativas en 1975 a pesar de numerosas modificaciones.

El BCRA señalaba que el esfuerzo realizado en esos ajustes había sido sobrepasado por el crecimiento de los precios.⁶⁷ Durante la gestión de Rodrigo, el BCRA elevó la tasa de redescuento general y limitó el esquema preferencial a las provincias más pobres. También se ajustaron las tasas máximas para el resto de las líneas de crédito y se conservó la preferencia para algunos sectores y actividades, como el fomento de las exportaciones y las pequeñas y medianas empresas. Por otro lado, el desordenado proceso inflacionario luego del “rodrigazo” coincidió con una orientación del sistema hacia operaciones de corto plazo, que contrariaba los objetivos de la reforma financiera de 1973.

Luego, durante la gestión de Cafiero se intentó aplicar la indexación de los préstamos de mediano y largo plazo anunciada por Rodrigo, pero la medida no prosperó; según Di Tella (1986), fue impedida por la resistencia empresaria ya que “el nuevo sistema habría puesto fin al subsidio implícito de los préstamos a tasas reales que resultaban negativas”. Finalmente, varias medidas de liberalización financiera implementadas a finales de 1975 constituyeron “los primeros antecedentes de la transformación que se operaría en los años siguientes en los mecanismos de funcionamiento del sistema financiero local. Por el momento, servían como punta de lanza para romper el control de las autoridades sobre el sistema monetario” (Schvarzer, 1986).

Conclusiones

Como hemos visto, la política del BCRA –crediticia, externa, de financiamiento al Estado– fue moldeada, en parte importante, por los lineamientos de política económica que impulsaron las distintas administraciones entre el primer y el tercer gobierno peronista. Sin embargo, más allá de las intenciones particulares de cada gobierno, tuvo más peso en esa definición la marcha de la

⁶⁷ BCRA, 1976, p. 12.

economía nacional en cada coyuntura. Notoriamente, en momentos de crisis y de expansión, las medidas tomadas tendieron a asemejarse. Forzado a enfrentar esos vaivenes, la respuesta del BCRA cuando se complicaba la situación económica implicó la recurrencia al control de importaciones “superfluas”, el fomento de las exportaciones o la restricción del crédito (a pesar de liberaciones condicionadas, como para que las empresas solventaran los aumentos salariales o sus deudas impositivas); mientras que durante los momentos de expansión se revertían esas limitaciones y la política monetaria, de comercio exterior y de financiamiento se volvía más dúctil y generosa. En este sentido es interesante notar que, al asumir los mandos militares el Poder Ejecutivo su intención fue siempre la de liberalizar los mercados. Aunque con suerte dispar, tras los golpes de 1955, 1962 y 1966 la política financiera y cambiaria se orientó a remover los controles que los gobiernos democráticos habían implantado antes, aunque la evolución macroeconómica impuso sus limitantes.

Con todo, hemos visto que subyacente a esas oscilaciones –de las que, sin duda, ninguna institución podía escapar–, se mantuvo constante la función del Banco Central como “agente del desarrollo”, con todas las herramientas señaladas por Epstein (2007): el financiamiento al Estado, el manejo del mercado de cambios y el control de los precios, el despliegue de políticas de fomento sectorial, o la asignación de crédito por motivos sociales. En particular, durante los momentos de crisis, se trataba de sostener a la industria nacional y cuando se lograba relanzar el crecimiento, se apostaba por complejizar su estructura. Por ejemplo, algunos de los elementos casi permanentes fueron el apoyo brindado a la construcción de viviendas populares, a la agroindustria o la producción tradicional del interior del país, la financiación de las ventas de manufacturas a organismos públicos o el fomento de la exportación industrial, que se fue amplificando durante todo el período y acompañó la propia maduración del sector. En un mismo sentido (aunque discutible), quizá deba mencionarse también el mantenimiento de tasas de interés reales negativas, las que implicaron un fuerte subsidio para las empresas tomadoras de crédito durante la mayor parte del período estudiado.

Ahora bien, no debe descuidarse que entre 1946 y 1976 la inestabilidad de las variables bajo supervisión del BCRA actuó en contra de la planificación del sistema financiero en función del desarrollo o al menos del establecimiento de una política perdurable y consistente de promoción. La inflación, la devaluación, la modificación de las tasas de interés, las fluctuaciones de los mercados de títulos y valores, entre otros, fueron todos problemas que concitaron que la intervención de la entidad debiera concentrarse en el corto plazo. Especialmente en los períodos de crisis, la política monetaria, cambiaria y financiera quedó supeditada a contrapesar los desequilibrios de la macroeconomía nacional y relegar los objetivos más generales vinculados al desarrollo.

En el repaso final, es evidente que la caída del tercer gobierno peronista cerró la estrategia de creciente intervención que había ensayado el BCRA desde la nacionalización de 1946. A pesar de que la reforma de 1973 recogió en parte importante la experiencia de las décadas previas, configuró el último estertor de los esfuerzos promotores del Banco, sin haber logrado del todo sus objetivos. El posterior abandono del modelo de industrialización, los cambios en las condiciones financieras internacionales y la hegemonía del ciclo ideológico neoliberal motivaron que se dejara de lado la preocupación por el desarrollo, y se cercenara la capacidad de control sobre el mercado financiero. La desregulación acarreó consecuencias devastadoras para el entramado industrial, y el BCRA pareció promover la transferencia de ingresos desde el sector productivo al financiero. En suma, después de 1976, el Banco Central, como el país, perdió el rumbo económico.

Referencias bibliográficas

- Aisenstein, Salvador, 1986, "La orientación del crédito en el sistema financiero durante la vigencia de efectivos mínimos fraccionarios", en *El Banco Central de la República Argentina en su 50 Aniversario 1935-1985*, Buenos Aires: BCRA.
- Altimir, Oscar, Santamaría, Horacio y Sourrouille, Juan, 1967, "Los instrumentos de promoción industrial en la postguerra", en *Desarrollo Económico*, vol. 6, n° 24.

- Amsden, Alice, 2001, *The Rise of 'The Rest'; Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*, Oxford: Oxford University Press.
- Bonanni, Pedro, 1955, "El presupuesto nacional para el bienio 1955/56", en *Hechos e Ideas*, abril.
- Corazzin, Gerónimo, 1970, *Acción del Banco Central de la República Argentina*, Tesis de Doctorado, Buenos Aires: FCE-UBA.
- Di Tella, Guido, 1986, *Perón-Perón, 1973-1976*, Buenos Aires: Hyspamérica.
- Epstein, Gerald, 2007, "Central Banks as Agents of Economic Development", en Chang, H. J. (ed.), *Institutional Change and Economic Development*, Nueva York: United Nations University Press.
- Gaba, Ernesto, 1974, *La transformación del sistema monetario argentino: nacionalización de los depósitos bancarios*, Buenos Aires: BCRA. Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.
- Gómez Morales, Alfredo, 1986, "La política monetaria y crediticia en el sistema de nacionalización de depósitos", en *El Banco Central de la República Argentina en su 50 aniversario: 1935-1985*, Buenos Aires: BCRA.
- Gutiérrez, Orenco, 1968, *Los mercados y circuitos extrabancarios del dinero, su reglamentación*, Tesis de Doctorado, Buenos Aires: FCE-UBA.
- Hall, Peter A., 1989, *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism Across Nations*, Princeton, Princeton University Press.
- Krampf, Arie, 2013, "The Life Cycles of Competing Policy Norms. Localizing European and Developmental Central Banking Ideas", *KFG Working Paper*, n° 49. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=2256188>
- Lorenzutti, Jorge, 1996, *Dinero, política y bancos: historia del Banco Central de la República Argentina, 1935-1995*, Buenos Aires: Dunken.
- Micele, Roberto, 1970, *La banca extranjera en la Argentina*, Buenos Aires: Tesis de Doctorado: FCE-UBA.
- Noya, Andrés, 1970, *El sistema financiero argentino*, Buenos Aires: Selcon.
- Prebisch, Raúl, 1963, *Hacia una dinámica del desarrollo económico latinoamericano*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Rougier, Marcelo, 2004, *Industria, finanzas e instituciones. La experiencia del Banco Nacional de Desarrollo*, Bernal: Universidad Nacional de Quilmes.
- , 2009, "La expansión 'por defecto' del Estado empresario. La política económica frente a la crisis de las empresas industriales en la Argentina, 1960-1976", en *Investigaciones de Historia Económica*, vol. 5, n° 15.
- , 2010, "El mercado de valores durante el peronismo. Las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresaria (1944-1955)", en *Investigaciones y Ensayos*, n° 59.
- , 2012, *La economía del peronismo*, Buenos Aires: Sudamericana.
- Rougier, Marcelo y Fiszbein, Martín, 2004, "De Don Derrochín a Maese Ahorrín. El fomento del ahorro durante la economía peronista", en Berrotarán, Patricia, Jáuregui, Aníbal y Rougier, Marcelo, *Sueños de bienestar en la nueva Argentina: Estado y políticas públicas durante el Peronismo (1946-1955)*, Buenos Aires: Imago Mundi.

- , 2006, *La frustración de un proyecto económico. El gobierno peronista de 1973-1976*, Buenos Aires: Manantial.
- Rougier, Marcelo y Odisio, Juan, 2012, “Del dicho al hecho. El ‘modelo integrado y abierto’ de Aldo Ferrer y la política económica en la Argentina de la segunda posguerra”, en *América Latina en la Historia Económica*, vol. 19, n° 1.
- , 2017, “Argentina será industrial o no cumplirá sus destinos”. *Las ideas sobre el desarrollo nacional (1914-1980)*, Buenos Aires: Imago Mundi.
- Rougier, Marcelo y Sember, Florencia (coords.), 2018, *Historia necesaria del Banco Central de la República Argentina: entre la búsqueda de la estabilidad y la promoción del desarrollo*, Buenos Aires: Lenguaje claro Editora y Ciccus.
- Rougier, Marcelo y Stawski, Martín, 2014, “Un programa que ‘no puede conformar a todos’: economía y burocracia en los años finales del primer peronismo”, en *América Latina en la Historia Económica*, vol. 21, n° 1.
- Schvarzer, Jorge, 1986, *La política económica de Martínez de Hoz*, Buenos Aires: Hyspamérica.
- Sember, Florencia, 2018, “El banco mixto (1935-1945): entre la ortodoxia y la búsqueda de un nuevo sendero de crecimiento”, en Rougier, Marcelo y Sember, Florencia (coords.), *Historia necesaria del Banco Central de la República Argentina: entre la búsqueda de la estabilidad y la promoción del desarrollo*, Buenos Aires: Lenguaje claro Editora y Ciccus.

Fuentes

- BCRA (Banco Central de la República Argentina), 1947, *Memoria Anual. Decimosegundo ejercicio. 1946*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1948, *Memoria Anual. Decimotercer ejercicio. 1947*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1951, *Memoria Anual. Decimosexto ejercicio. 1950*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1952, *La política monetaria y crediticia al servicio del desarrollo económico de la República Argentina*. Buenos Aires: Ministerio de Finanzas.
- , 1953, *Memoria Anual. Decimoctavo ejercicio. 1952*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1954, *Memoria Anual. Decimonoveno ejercicio. 1953*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1956, *Memoria Anual. Vigésimoprimer ejercicio. 1955*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1958, *Memoria Anual. Vigésimotercer ejercicio. 1957*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1959, *Memoria Anual. Vigésimocuarto ejercicio. 1958*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1960, *Memoria Anual. Vigésimoquinto ejercicio. 1959*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1962, *Memoria Anual. Vigésimoséptimo ejercicio. 1961*, Buenos Aires: BCRA.

- , 1963, *Memoria Anual. Vigésimo octavo ejercicio. 1962*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1964, *Memoria Anual. Vigésimo noveno ejercicio. 1963*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1965, *Memoria Anual. Trigésimo ejercicio. 1964*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1967, *Memoria anual. Trigésimo segundo ejercicio. 1966*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1969, *Memoria anual. Trigésimo cuarto ejercicio. 1968*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1970, *Memoria anual. Trigésimo quinto ejercicio. 1969*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1974, *Memoria anual. Trigésimo noveno ejercicio. 1973*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1975, *Memoria anual. Cuadragésimo ejercicio. 1974*, Buenos Aires: BCRA.
- , 1976, *Memoria anual. Cuadragésimo primer ejercicio. 1975*, Buenos Aires: BCRA.
- BIRA (Banco Industrial de la República Argentina), 1955, *Informe sobre propósitos y necesidades*, Buenos Aires: BIRA.
- CGE (Confederación General Económica), 1972, *Memoria y Balance General*, Buenos Aires: CGE.
- PEN (Poder Ejecutivo Nacional), 1973, *Plan Trienal para la Reconstrucción y la Liberación*, Buenos Aires.
- Perón, Juan Domingo, 1954, *Plan de acción para el equilibrio de la economía nacional*, Buenos Aires: Presidencia de la Nación.