

El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades.

Por Alan Cibils y Cecilia Allami¹

(Última revisión: 22 de octubre de 2008)

Resumen

Rompiendo con décadas de fuerte regulación del mercado financiero, la reforma financiera de 1977 tuvo como objetivo la liberalización del sistema financiero local. Basándose en la teoría económica neoclásica, la reforma estaba orientada a reducir la participación e intervención del Estado en el sistema financiero, dejando que los mercados locales e internacionales actuasen con la mayor libertad posible. Como resultado, el sistema financiero argentino pasó por un proceso de profundas transformaciones desde 1977 hasta la crisis del 2001-2002. Dichas transformaciones tendieron a apoyar el modelo económico centrado en la valorización financiera, resultando en un sistema financiero más concentrado y extranjerizado, con una estructura poco adecuada para acompañar un proceso de desarrollo económico. A partir del 2002, se producen cambios importantes tanto en las políticas monetaria y cambiaria como en el discurso oficial en materia de política económica. Este trabajo se propone examinar la evolución reciente del sistema financiero con el fin de evaluar hasta qué punto los cambios de política y discurso se han visto reflejados en la estructura, funcionamiento y marco regulatorio del sistema financiero.

JEL Classification Codes: G18 (General financial markets: Government Policy and Regulation, Financial institutions); G28 (Financial institutions and services: Government Policy and Regulation); E12 (Keynes, keynesian, postkeynesian).

¹ Universidad Nacional de General Sarmiento, Instituto de Industria, Área de Economía Política. Trabajo elaborado para las XXI Jornadas de Historia Económica, 23-26 Septiembre 2008, Caseros, Buenos Aires. Los autores agradecen los comentarios de los participantes en las jornadas, y en especial los comentarios de Jorge Gaggero y Karina Forcinito.

1. Introducción

El actual episodio de liberalización financiera comenzó a principios de la década de 1970, cuando el cambio en la política cambiaria de los EE.UU. decretó el fin del sistema de Bretton Woods. La crisis de las políticas keynesianas que habían prevalecido desde el fin de segunda guerra mundial, la llegada al poder de gobiernos conservadores en los EE.UU. y Gran Bretaña y la creciente difusión y aceptación en círculos académicos y de política económica del monetarismo, resultaron en un cambio radical en las políticas financieras nacionales e internacionales.

Como consecuencia, se dismanteló el sistema de protecciones, restricciones e intervención estatal en los mercados financieros locales e internacionales. Basándose en los preceptos de la teoría neoclásica, se buscó liberar a los mercados de la “represión financiera”, desregulándose la actividad financiera local e internacional. Los organismos financieros internacionales, creados para promover el buen funcionamiento del sistema de Bretton Woods, fueron reconvertidos en organismos promotores de la nueva ideología.

Argentina no quedó afuera de estas transformaciones. El sistema financiero fue radicalmente reformado en 1977 por la dictadura militar²—que había tomado el poder un año antes—iniciando un proceso que, según la teoría en que se basaba, debía llevar a una mayor eficiencia en la asignación de los recursos financieros, promoviendo el ahorro y canalizándolo hacia los sectores productivos. Esto generaría un “círculo virtuoso” de ahorro, inversión, crecimiento, empleo y desarrollo económico.

Si bien dicho círculo virtuoso no se materializó, las reformas del sistema financiero, con algunas modificaciones, se mantuvieron y profundizaron por dos décadas y media hasta la crisis del 2001-2002. Con la llegada de Néstor Kirchner al poder en 2003, y con un discurso en materia de política económica marcadamente distinto al de sus precursores, se generaron expectativas de un cambio de modelo económico y financiero. De hecho, las políticas cambiaria y monetaria son claramente divergentes de la propuesta ortodoxa³.

² Ley N° 21.526, conocida como Ley de Entidades Financieras.

³ La política monetaria de metas cuantitativas conjuntamente con la política cambiaria de flotación sucia fueron implementadas por el ex presidente Duhalde y su ministro de economía, Roberto Lavagna, en abril de 2002. La propuesta ortodoxa consiste en una política monetaria de metas de inflación y una flotación libre de la moneda. Para una evaluación crítica de la propuesta ortodoxa véase Cibils y Lo Vuolo (2004).

En este trabajo se investiga hasta qué punto el sistema financiero actual diverge en su estructura y comportamiento del sistema que resultó de la reforma de 1977. Paralelamente, se explora hasta qué punto el sistema financiero reformado se ha comportado de acuerdo a lo postulado por los promotores de la liberalización financiera. La estructura del trabajo es la siguiente. En el próximo apartado se resume la teoría sobre la que se basaron las reformas financieras argentinas, sus principales críticas, y diversos estudios empíricos sobre la liberalización financiera. A continuación, se analiza la reforma financiera de 1977 y las principales modificaciones al marco regulatorio desde su promulgación. En el apartado siguiente, se presentan algunos datos sobre la evolución del sistema financiero argentino y una evaluación crítica de los resultados de la liberalización financiera en los últimos 30 años. El trabajo concluye con un breve resumen de los principales puntos.

2. La liberalización financiera en el contexto global

El sistema de Bretton Woods, establecido en 1944, se basó en el reconocimiento por parte de los países centrales de los efectos nocivos del libre movimiento internacional de capitales especulativos. A nivel nacional se implementaron una serie de políticas orientadas a reducir la volatilidad financiera a través del control de los flujos financieros especulativos. Adicionalmente, se impulsaron distintas medidas para evitar que los sectores productivos estuviesen limitados por el precio o la oferta de financiamiento. A nivel internacional, también se implementaron medidas para controlar a los flujos financieros y orientarlos mayoritariamente a la actividad productiva. El objetivo central de este sistema era fomentar la estabilidad financiera internacional generando un entorno en el que los estados nacionales pudiesen promover sus objetivos económicos y sociales.

Una de las consecuencias de estas políticas fue que el sector financiero se veía fuertemente restringido en su accionar lo que, con el correr del tiempo, comenzó a ser fuertemente cuestionado por el propio sector. Estos cuestionamientos confluyeron con otros cuestionamientos a la intervención estatal que fueron surgiendo durante la década de los 1960s desde la academia y círculos de política económica en los países del centro, resultando en un marcado cambio de rumbo para las políticas económicas a partir de la década de los 1970s.

2.1. Premisas básicas de la hipótesis de McKinnon-Shaw

Uno de los argumentos centrales de los críticos de las políticas intervencionistas con relación a los países periféricos era que la regulación estatal de tasas de interés y tipos de cambio limitaba el proceso de desarrollo económico. Uno de los trabajos clave sobre el vínculo entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico fue el de Patrick (1966) en el que elabora dos hipótesis alternativas sobre el mencionado vínculo. Por un lado se estipulaba que el desarrollo financiero era una consecuencia del proceso de desarrollo y crecimiento económico (*demand following* o consecuencia de la demanda) y por el otro que el crecimiento y desarrollo económico era una consecuencia del desarrollo del sector financiero (*supply leading* o liderado por la oferta). Si bien el debate en torno a estos dos puntos de vista tuvo una amplia difusión, terminó prevaleciendo la segunda hipótesis, llegando a su máximo desarrollo en la hipótesis de liberalización financiera de McKinnon-Shaw y otros, en la que el proceso de acumulación dependería del ahorro previo.

La hipótesis central, elaborada por McKinnon (1973) y Shaw (1973) y conocida como la hipótesis McKinnon-Shaw⁴ (en adelante, hipótesis M-S), es que la intervención y regulación estatales producen un clima de “represión financiera”, al introducir distorsiones que resultarían en oferta insuficiente de crédito y también de ahorro, cuya escasez retrasaría el proceso de acumulación. El argumento es que las tasas reales bajas y a menudo negativas no producen los incentivos adecuados para el ahorro, lo que a su vez limita la inversión. Se argumentaba que si se dejara que el mercado fijase la tasa de interés libremente, esto aumentaría la oferta de crédito. En otras palabras, tasas de interés reales altas serían una señal de desarrollo o profundización del sistema financiero (*financial deepening*).

Adicionalmente, la falta de competencia en el sector financiero resultaba en una intermediación ineficiente. Por lo tanto un primer paso para lograr un sistema financiero más eficiente era liberalizar las tasas de interés. Sin embargo, hay dos problemas adicionales que la liberalización de las tasas de interés no solucionaría. El primero era que la liberalización por sí sola no sería suficiente para generar un mercado financiero competitivo, dada la estructura oligopólica del mismo. Para lograr un mayor número de instituciones financieras en el mercado, era necesario remover

⁴ La hipótesis de la represión financiera fue posteriormente desarrollada en mayor profundidad por Fry (1995).

las barreras al ingreso a dicho mercado de tal modo de facilitar la entrada de las instituciones financieras no bancarias.

El segundo problema era que aún con una tasa de interés liberalizada y mayor cantidad de instituciones financieras, la oferta de ahorro interno podría seguir siendo insuficiente. Para lograr una oferta adecuada, sería necesario liberalizar la cuenta de capital, permitiendo el libre ingreso y egreso de capitales, levantando controles de cambios y otras formas de controles a los movimientos de capitales. También deberían levantarse las restricciones a la participación de instituciones financieras transnacionales en el mercado local, permitiéndose adquisiciones y fusiones con instituciones financieras locales⁵.

De esta manera, con un sistema financiero competitivo, las diferencias entre tasas activas y pasivas, o *spread*, que en sistemas caracterizados por la represión financiera son altos, deberían disminuir sensiblemente, reflejando la mayor eficiencia en la intermediación.

Un beneficio adicional de la liberalización financiera, siempre según sus promotores, es que dicho conjunto de políticas tiene un efecto disciplinador sobre la política económica, obligando al gobierno que las implementa a mantener políticas macroeconómicas “sanas”. En general, esto se refiere a políticas pro mercado, tales como la desregulación y las privatizaciones, la eliminación del déficit fiscal y una política monetaria orientada a mantener la inflación en los niveles más bajos posibles.

2.2. Críticas a la liberalización financiera

En los países centrales la política monetaria generalmente consiste en fijar la tasa de interés a la que los bancos solicitan préstamos de corto plazo de la autoridad monetaria, dejando que el resto de las tasas de interés las fije el sistema financiero. Sin embargo, en los países periféricos los objetivos de desarrollo económico o crecimiento de corto plazo tienden a dominar las políticas macroeconómicas, incluyendo la política monetaria. Estas necesidades explicarían porqué muchos países optaron por políticas que “reprimían” las tasas de interés para estimular la inversión y el crecimiento. McKinnon y Shaw cuestionaron esta práctica, argumentando que si se

⁵ Para una descripción más detallada de las medidas típicas comprendidas en el proceso de liberalización financiera, tanto internas como externas, véase Ghosh (2005). Blecker (1999) contiene una discusión sobre los argumentos teóricos en que se sustentan defensores y críticos de la liberalización financiera.

permitía al mercado fijar la tasa de interés, aumentaría el ahorro disponible para la inversión y el crecimiento.

Los críticos de la hipótesis de M-S señalan una serie de problemas fundamentales con ese enfoque⁶. En primer lugar, la hipótesis se fundamenta en el supuesto ortodoxo que el problema del financiamiento del desarrollo económico es exclusivamente un problema de precios relativos y, consecuentemente, no toman en cuenta las especificidades institucionales de cada país. Varios autores han señalado que un aumento de las tasas de interés tiene los resultados opuestos a los predichos por la hipótesis de M-S, precisamente por el efecto que los mercados informales de crédito, ampliamente difundidos en países periféricos, tienen sobre los mercados financieros⁷.

En segundo lugar, se critica el supuesto implícito en la hipótesis M-S que los mercados financieros son perfectamente competitivos y que sin intervención estatal los mercados financieros operarían de manera tal que se llegaría a un equilibrio óptimo entre ahorro e inversión. Dicho supuesto ignora evidencia empírica contraria, que frecuentemente resulta en elevados *spreads* entre las tasas activas y pasivas y una reducción del crédito bancario⁸. En tal caso, la liberalización no resulta en un mayor desarrollo económico.

En tercer lugar, economistas postkeynesianos han postulado una relación inversa entre el ahorro y el crecimiento a la que postula la hipótesis M-S. Según los primeros, el ahorro es un resultado del crecimiento, y no su causa. En una economía monetaria de producción, el ahorro no financia a la inversión, sino el sector financiero en cuyo caso el ahorro no es una precondition para el crecimiento. Un problema adicional de la hipótesis de M-S, vinculado al punto anterior, es el supuesto de que son los depósitos del sistema financiero los que generan el crédito⁹. Esto se desprendería de la hipótesis refutada por los postkeynesianos que la inversión se financia con ahorro previo. Si este fuese el caso, el papel de la demanda efectiva quedaría debilitada contrario a lo que concluyen autores postkeynesianos y kaleckianos¹⁰. Según estos análisis, las expectativas de ganancias futuras son un

⁶ Véase los trabajos de Arestis (1997) Arestis y otros (2003), Blecker (1999), Ghosh (2005) y Patnaik (2006) entre muchos otros.

⁷ Véase, por ejemplo, Taylor (1983), van Wijnbergen (1983) y Díaz-Alejandro (1985).

⁸ La literatura sobre las imperfecciones de los mercados financieros es extensa. Véase, por ejemplo, los trabajos sobre información asimétrica de Stiglitz y Weiss (1981) y Stiglitz (2000).

⁹ Con frecuencia la relación es la inversa: son los préstamos los que generan depósitos. El exceso de liquidez que a menudo exhibe el sector bancario es prueba de ello.

¹⁰ Ver, por ejemplo, Burkett y Dutt (1991) y Arestis (1997) para una discusión más a fondo.

determinante clave de la inversión, y la demanda efectiva impacta fuertemente sobre las expectativas de ganancias.

Otros autores sugieren que la hipótesis de M-S ignora los efectos que las tasas de interés controladas tienen sobre las finanzas públicas. Incrementos en las tasas de interés pueden tener efectos macroeconómicos desestabilizadores, como se ha visto repetidamente en el caso argentino.

Por último, varios autores sugieren que las políticas de liberalización financiera resultan en excesiva volatilidad en las variables financieras y cambiarias de un país. Incluso, las políticas de liberalización financiera son de corte recesivo aún si no existiesen flujos financieros, dadas las reducciones del gasto público que generalmente forman parte del paquete de políticas liberalizadoras (Patnaik 2006).

2.3. Resultados empíricos de la liberalización financiera

Además de las críticas teóricas enunciadas en el apartado anterior, también se ha criticado a la liberalización financiera porque sus resultados empíricos no han sido los que sus promotores predecían. A continuación se resumen los principales resultados de la liberalización financiera, según la bibliografía reseñada en Arestis (1997) y Arestis y otros (2003). En general, las reformas financieras, ampliamente difundidas en América Latina y otros países asiáticos, han resultado en tasas de interés reales excesivamente altas que generaron numerosas crisis bancarias desde principios de los 1980s. Demás está decir, que las crisis financieras y corridas bancarias no contribuyen al desarrollo económico.

Los estudios econométricos sobre la hipótesis de M-S han examinado las relaciones sobre las que descansa la hipótesis, a saber: entre tasas de interés real y ahorro, entre oferta de crédito e inversión, entre la tasa de interés real y la productividad de la inversión, y entre la inversión y el crecimiento. En general, los resultados son contrarios a las predicciones de la hipótesis de M-S.

Con respecto a la relación entre la tasa de interés real y el ahorro, si bien los primeros estudios encontraron una tenue relación positiva, estudios posteriores más amplios llegan a la conclusión que los efectos de la tasa de interés sobre el capital son mayores que el efecto sobre la oferta de ahorro. Por lo tanto, la liberalización financiera ha tenido, en general, un impacto negativo sobre la inversión.

Otros estudios que han investigado la relación entre la tasa de interés real, las condiciones financieras y el crecimiento del PIB, tampoco encuentran evidencia que

valide la hipótesis. Es más, el vínculo tiende a estar fuertemente influido por las características y modo de funcionamiento de las instituciones financieras en cada país. La evidencia empírica sugiere que, contrariamente a lo que indica la hipótesis de M-S, no hace falta liberalizar los mercados financieros para que haya crecimiento económico y desarrollo del sector financiero.

Resumiendo, la evidencia empírica sobre la hipótesis de liberalización financiera de M-S es, en el mejor de los casos, débil y en la mayoría de los casos contraria a la hipótesis.

3. La liberalización financiera en el contexto argentino

La liberalización financiera fue introducida en la Argentina por la dictadura militar, a través de la Reforma Financiera de 1977, que tuvo un impacto profundo sobre el sistema financiero. Dichas reformas se profundizaron durante los 90s, liberalizando aún más el sistema financiero argentino. En el presente apartado se describe, reseña y analiza sintéticamente el modelo de regulación del sistema financiero argentino a partir de la reforma de 1977 y sus consecuencias sobre su estructura y funcionamiento.

3.1. La Reforma Financiera de 1977

El programa económico anunciado el 2 de abril de 1976 estableció entre sus metas principales la introducción de reformas profundas en el sistema financiero vigente. En este sentido, la Reforma Financiera de junio de 1977 fue uno de los principales pilares del programa económico impulsado en 1976. En concordancia con la visión liberalizadora, para Martínez De Hoz y su equipo la regulación del mercado financiero en el período anterior a su gestión había generado consecuencias negativas sobre la economía, tales como: tasas de interés reales negativas, insuficiencia del ahorro y, por ende, del crédito bancario destinado a actividades productivas, inflación, etc. A partir de este diagnóstico, el objetivo de la nueva gestión fue conformar un sistema financiero eficiente, solvente y competitivo que redujera el costo de intermediación financiera y contribuyera a la movilización de recursos para el funcionamiento de la economía¹¹. De esta forma, la nueva orientación limitó los

¹¹ Martínez De Hoz planteó que era “indispensable devolver al sistema bancario y financiero su flexibilidad y eficiencia, eliminando el sistema de nacionalización de los depósitos, que resulta inoperante desde el punto de vista del control oficial del crédito, a la par que atenta contra el desarrollo y la agilidad de la actividad financiera” (Memoria del BCRA, 1977).

elementos de control e intervención estatal en la asignación de los recursos de capital, poniendo fin a los ejes fundamentales del funcionamiento del sistema financiero anteriormente señalados. Asimismo, se produjeron cambios en la definición de las políticas monetarias y cambiarias que acompañaron estas transformaciones.

La Reforma Financiera se concretó a través de diversas disposiciones legales sancionadas en 1977, principalmente la Ley N° 21.495 de descentralización de depósitos (sancionada el 17 de enero de 1977) y la Ley N° 21.526 de entidades financieras (14 de febrero de 1977). Dentro de este marco, las principales medidas implementadas a partir de las leyes pueden resumirse en los siguientes puntos¹²:

- Autorización a los bancos para captar depósitos por cuenta propia
- Atribución al BCRA de facultades exclusivas de superintendencia y de manejo de las políticas monetarias y crediticias.
- Liberalización de los criterios con que las entidades financieras podían fijar las tasas de interés activas y pasivas.
- Derecho exclusivo de los bancos comerciales para actuar como intermediarios monetarios y como únicos autorizados a recibir depósitos a la vista¹³.
- Normas sobre nivel de capitales mínimos, que facultan al BCRA a modificarlos en función de las necesidades de política monetaria¹⁴.
- Extensión de las garantías del BCRA sobre todos los depósitos en moneda nacional, de todas las entidades.
- Reinstauración del papel del BCRA como prestamista de última instancia, a partir del reestablecimiento de una línea de redescuento a la que tienen acceso todas las entidades financieras.
- Fijación de relaciones límite entre activos inmovilizados y patrimonio neto de las entidades.
- Dictado de normas sobre la relación entre la responsabilidad patrimonial y los depósitos; y entre aquella y los préstamos.

¹² Véase Arnaudo (1987:109); Capese y Rodríguez (2001:7); Sourrouille, Kosacoff, y Lucangeli (1985:84); Martínez de Hoz (1981); Memorias del BCRA; Sourrouille (1983).

¹³ Según Arnaudo (1987:113), “el actor principal es la figura del banco comercial, entidad omnipotente facultada para hacer todo tipo de operaciones”.

¹⁴ Estos requisitos se establecerían en función de la clase y ubicación geográfica de la entidad. La mayor exigencia era para los bancos comerciales de Capital Federal y alrededores, y la menor para las cajas de crédito en localidades de reducida importancia relativa.

- Liberalización de las condiciones para la apertura de entidades financieras y filiales¹⁵.
- Establecimiento de normas para la ponderación del riesgo implícito en las operaciones de crédito fijando regulaciones para su otorgamiento, así como para las garantías y demás obligaciones contingentes.
- Redefinición del concepto de persona física y jurídica vinculada a las actividades financieras y de los grupos económicos.
- Modificación del régimen de especialización de las entidades financieras establecido en 1968 por uno de universalidad¹⁶.

Complementariamente, a partir de la sanción de la Ley N° 21.572 se creó la Cuenta de Regulación Monetaria, administrada por el BCRA por cuenta del Gobierno Nacional. Los recursos de esta Cuenta se destinarían a compensar a las entidades comprendidas en la Ley de Entidades Financieras por el efectivo mínimo que mantuvieran por los depósitos y otras obligaciones¹⁷.

Este nuevo marco normativo implicó la eliminación de las preferencias territoriales concedidas por la legislación de 1967. La idea subyacente era convertir un mercado financiero fragmentado en uno único, es decir, pasar de un sistema regional a uno nacional¹⁸.

A partir de estos cambios normativos se buscaba orientar el sistema hacia un régimen en el cual la regulación se efectuase mediante la aplicación de efectivos mínimos o encaje fraccionario y mediante operaciones de mercado abierto. El sector financiero pasó a ocupar una posición hegemónica tanto en términos de absorción como de distribución de los recursos.

Las nuevas regulaciones del sistema financiero fueron impulsadas como parte de un plan económico de liberalización global; en este sentido, existe un fuerte vínculo entre el nuevo marco regulatorio y el modelo macroeconómico implementado por el gobierno militar. En este marco, la inflación fue una preocupación recurrente y

¹⁵ Las entidades financieras calificadas como nacionales podrían abrir filiales dentro del territorio nacional sin necesidad de autorización previa. Sólo se requería que presentasen un aviso dentro de un plazo no inferior a tres meses, lapso durante el cual el BCRA podría oponerse a la instalación de la casa proyectada cuando la entidad no cumpliera las condiciones de carácter general establecidas por la reglamentación (responsabilidad patrimonial mínima, normas sobre liquidez y solvencia, etcétera).

¹⁶ La polémica entre especialidad y universalización se centra en los plazos entre operaciones activas y pasivas. A partir de la reforma, cada entidad puede elegir cualquier plazo y tipo de operación activa cualquiera sea el plazo y tipo de depósito recogido (Arnaudo 1987:112).

¹⁷ Estos requisitos se mantuvieron en 45% hasta enero de 1978, posteriormente fue reducido hasta 29% en diciembre de ese año.

¹⁸ Ver Arnaudo (1987).

continua. Se ensayaron varios cambios en la política monetaria y cambiaria durante el período, pero los desajustes causados por la desregulación del mercado financiero local y la cuenta de capital por un lado, y fuertes variaciones en los flujos de capital por el otro, resultaron en un marco macroeconómico profundamente inestable, con altas tasas de interés, altos niveles de inflación, y una fuerte ciclicidad en el sector externo.

3.1.2 Principales modificaciones normativas 1977-1983¹⁹

En agosto de 1979 se sancionó la Ley N° 22.051, que instituyó un nuevo régimen de garantía de los depósitos de carácter optativo y oneroso para las entidades financieras. Esta ley estipulaba que, en caso de liquidación, el BCRA reintegraría los depósitos en pesos a la entidad si ésta se encontraba adherida al régimen de garantía de los depósitos en las condiciones y dentro de los requisitos establecidos. |

En enero de 1982 se sancionó la ley de consolidación y redimensionamiento del sistema financiero (Ley N° 22.529), a partir de la cual se introdujeron nuevas figuras de regularización, consolidación y liquidación de entidades. El objetivo de la nueva legislación era “perfeccionar la legislación vigente, a fin de brindar alternativas para consolidar y redimensionar el sistema de entidades financieras mediante el afianzamiento de su solidez” (Memoria del BCRA, 1982).

Por último, la Ley N° 22.871, sancionada en agosto de 1983 sobre apertura de filiales, estableció que la apertura de filiales en el territorio nacional por parte de las entidades financieras nacionales quedaba sujeta a la autorización previa del Banco Central de la República Argentina, que fijaba los requisitos a cumplir.

3.2. *El período de Alfonsín*

A comienzos de la década de los 1980s, la crisis de la deuda resultó en la desaparición de los flujos financieros hacia los países periféricos. Otras condiciones externas desfavorables (altas tasas de interés en el mercado internacional, reducción de los precios de los bienes exportables, etc.) agravaron aun más esta situación. En este contexto, se necesitaba del mercado de capitales local para hacer frente al pago de los servicios financieros de la deuda externa y al aumento del déficit fiscal.

¹⁹ Ver el Anexo I para una lista detallada de los antecedentes normativos de la ley de entidades financieras actual.

La evolución del sistema financiero durante esta década estuvo signada por los cambios originados por la Reforma Financiera de 1977 y por la nueva situación de endeudamiento externo, en un contexto de alta inflación. La tendencia general fue de elevada inflación acompañada por un alto nivel de desmonetización de la economía -la relación M3/PBI pasó de 28% en 1980 a aproximadamente 22% en 1985-²⁰.

El peso del servicio de la deuda fue cada vez mayor, y, debido a la débil estructura tributaria, el sector público no estuvo en condiciones de ajustar ni el gasto ni la presión tributaria para enfrentar los gastos financieros²¹. Las obligaciones del Estado se financiaron mediante la emisión de títulos públicos y emisión monetaria por parte del Banco Central y a través de la captación de recursos por medio del sistema financiero utilizando como herramienta la constitución de encajes remunerados.

Pueden destacarse dos características principales del sistema financiero argentino en la década de 1980: la elevada inmovilización que las entidades debían realizar sobre los depósitos -con la consiguiente disminución de la capacidad prestable- y el notorio monto de redescuentos del BCRA a las entidades financieras con destino al otorgamiento de préstamos²². En este esquema, la pérdida operativa del Banco Central reflejaba un mecanismo de transferencia de ingresos que beneficiaba a los deudores con acceso a créditos preferenciales a tasas subsidiadas y a los grandes inversores que percibían elevadas tasas de interés reales por sus imposiciones. El déficit cuasifiscal, de carácter creciente, culminó con la transformación a bonos de esa deuda pública mediante el denominado plan Bonex de 1989²³.

Durante la gestión del ministro Grinspun (1983-1985), se plantearon tres objetivos principales en relación al sistema financiero. Primero, aumentar el ahorro líquido, con el objeto de revertir el bajo coeficiente de monetización. Segundo, se buscaba aumentar la asistencia crediticia al sector privado para reactivar el aparato productivo. El tercer objetivo fue la reducción de las tasas reales de interés hasta ubicarlas en niveles neutros para los ahorristas y ligeramente positivos para los tomadores de préstamos²⁴. En síntesis, se planteó que para aumentar el volumen de asistencia crediticia al sector privado y reducir la tasa de interés nominal, era necesario aumentar el ahorro líquido, reducir la inflación y el déficit fiscal. Asimismo,

²⁰ Streb (1998).

²¹ Fanelli y Frenkel (1990).

²² Bleger (1987:45).

²³ Bleger (2006:46); Golla y Wierzba (2005).

²⁴ Fal y Santarcángelo, (2008).

se establecieron diferentes mecanismos para direccionar el crédito al sector productivo (encajes diferenciados, redescuentos, etc.).

Durante la vigencia del Plan Austral, se planteó como objetivo central el freno de la inflación y el pago de la deuda externa. Se creó una nueva moneda, se congelaron todos los precios de la economía, y se estableció un mecanismo para desindexar contratos. En materia monetaria, el BCRA dejaría de emitir para financiar al sector público, se redujeron las tasas de interés reguladas y se fijó el tipo de cambio. También se introdujeron controles de capitales, a través de la fijación de plazos mínimos para créditos y la reducción del plazo máximo para la liquidación de divisas procedente de las exportaciones.

Por último, durante el Plan Primavera, la política monetaria contractiva sumada a la necesidad de colocación de deuda (bonos) derivó en altas tasas de interés. Así, el control de la oferta monetaria se fue debilitando producto de la necesidad de financiar el déficit y de la caída en la demanda de los títulos públicos. Ante esta situación, se optó por la colocación forzosa de deuda en el sistema financiero, fundamentalmente, a través de encajes remunerados.

3.3. La convertibilidad hasta la actualidad

Luego de la década del ochenta -período durante el cual no se realizaron cambios relevantes en el marco legal instaurado con la reforma de 1977-, y en el marco de un contexto internacional signado por un explosivo crecimiento del movimiento de internacional de capitales, las reformas financieras se profundizaron. En términos generales, el sistema financiero argentino registró un importante crecimiento durante los 1990s, estimulado por la entrada de capitales y por la remonetización inducida a partir de caída en la tasa de inflación. Sin embargo, la expansión de la actividad bancaria no fue un proceso lineal: a lo largo de la década el sistema se vio sometido a una serie de shocks que produjeron reversiones en su crecimiento y cambios estructurales que redefinieron la naturaleza de su expansión²⁵.

Durante los primeros años del período, los principales cambios regulatorios que impactaron en la estructura del sistema financiero fueron la Ley de Convertibilidad, la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, los cambios en la Ley de Entidades Financieras y la adopción de regulaciones prudenciales de acuerdo

²⁵ Damill, Salvatore y Simpson (2004).

a las normas de Basilea²⁶. A partir de la Ley de Convertibilidad y la modificación de la Carta Orgánica del BCRA se fijó la paridad cambiaria, obligando al Banco Central a respaldar la base monetaria en un 100% con reservas internacionales²⁷ y se establecieron severos límites en el otorgamiento de redescuentos y en las operaciones de mercado abierto. Al mismo tiempo, se limitó drásticamente la función del BCRA como prestamista de última instancia, restringiendo la función de la institución a regular la oferta monetaria a través de operaciones de pase y cambios en las reservas internacionales o requisitos de encaje. Adicionalmente, se eliminó la garantía de depósitos provista por el estado a partir de la eliminación del Artículo N° 56 de la Ley de Entidades Financieras sobre "Régimen de Garantías".

En el año 1994 se eliminaron los requisitos adicionales para las entidades de capital extranjero, otorgando igualdad de tratamiento a los bancos extranjeros respecto de los nacionales²⁸. Así, se incentivó la extranjerización del sistema financiero facilitando las normas y controles para la entrada de estas instituciones y la expansión de las ya existentes en el país, estimulando también la conformación de conglomerados financieros. Desde el gobierno se sostuvo que la llegada de bancos internacionales dotaría de mayor estabilidad al sistema y, ante una eventual crisis, las casas matrices actuarían como prestamistas de última instancia. También se argumentaba que, a nivel "micro", se lograrían ganancias de eficiencia mediante la incorporación de tecnología, métodos de organización y nuevos productos y servicios.

Otro rasgo característico de la década fue la expansión del segmento dolarizado del sistema financiero doméstico, incentivada por diversos cambios normativos e institucionales que otorgaron mayor seguridad jurídica a los depósitos en moneda extranjera. Los principales fueron la obligación a las entidades financieras a devolver los depósitos en la misma moneda en que habían sido recibidos, la prohibición al BCRA de disponer de estos fondos²⁹, la plena libertad otorgada a las entidades financieras para la asignación del crédito en pesos y dólares, y la desregulación del mercado bursátil (en particular, la autorización a entidades financieras y empresas a emitir obligaciones negociables en moneda extranjera). A nivel más general, la libre convertibilidad del peso, la nueva Carta Orgánica del

²⁶ Ley N° 23.928 (27/03/1991), ley N° 24.144 (22/10/1992) y ley N° 24.144 (22/10/1992) respectivamente.

²⁷ El 33% de las reservas podía estar constituida en títulos públicos nacionales denominados en dólares.

²⁸ Decreto N° 146/94.

²⁹ Ley N° 23.578.

BCRA y el mayor acceso de los bancos argentinos al mercado internacional de capitales también fueron factores relevantes. Así, el incremento en la demanda de activos financieros internos mostró un sesgo hacia los instrumentos denominados en dólares³⁰.

Un punto de inflexión en materia regulatoria se da a partir de la crisis mexicana de 1994, que generó un efecto de contagio sobre las economías emergentes (“efecto tequila”) y culminó con la quiebra de diversos bancos nacionales. A partir de esta crisis, se cuestiona la solvencia del sistema financiero nacional y comienza un período de reestructuración, incrementándose aun más el grado de concentración del mismo³¹. Las autoridades disponen el fortalecimiento del marco regulatorio en línea con las regulaciones de tipo prudencial, pero también dejando de lado algunos rasgos rígidos del esquema anterior a fin de reestablecer una red de seguridad mínima con la cual apoyar al sistema bancario. Esta red incluyó poderes más amplios para que el BCRA pudiera asistir financieramente a las instituciones en dificultades y para que considerara diversas alternativas de saneamiento para los bancos con dificultades³². En abril de 1995 se crea el Sistema de Seguro de Garantía de los Depósitos³³, que constituyó un sistema de seguro limitado, obligatorio y oneroso, con el objeto de cubrir los riesgos de los depósitos bancarios³⁴. Otras medidas fueron la extensión de los mecanismos de redescuento ampliando los topes máximos, el aumento de los requisitos de capitales mínimos y el reemplazo de los requisitos de encaje o efectivo mínimo por un sistema de “requisitos de liquidez”³⁵ -las exigencias podían constituirse con activos de muy bajo riesgo, en moneda local o extranjera, y su remuneración era determinada por el mercado según el tipo de activo-³⁶. Adicionalmente, se puso en marcha el Programa de Privatización de Bancos Provinciales.

Durante el año 1997 y la primera mitad de 1998 se produce la consolidación de la estructura del sistema financiero de los 90 y de su régimen de funcionamiento, y

³⁰ Bleger y Rozenwurcel (1997); Fanelli (1998).

³¹ La cantidad de bancos comerciales pasó de 168 en 1994 a 119 en 1996.

³² Bleger y Rozenwurcel (1997)

³³ Ley N° 24.485.

³⁴ Se dispuso la conformación de SEDESA -sociedad constituida por el BCRA y un fideicomiso integrado por las entidades financieras-. El fondeo de este seguro se originaba en pagos mensuales de todas las entidades, en forma proporcional a su volumen de depósitos.

³⁵ Estas pasaron a ser del 20% para los depósitos en cuenta corriente, caja de ahorro y plazo fijo siempre que el plazo de vencimiento fuese inferior a los 90 días. Esta tasa disminuye a medida que aumenta el plazo de vencimiento de la obligación llegando a ser de 0% para los pasivos superiores a un año.

³⁶ IEFE (2000).

el marco regulatorio alcanza su forma prácticamente definitiva. Posteriormente, las crisis asiática y rusa no repercutieron significativamente en el sistema financiero nacional, mientras que en la crisis brasileña el efecto contagio fue moderado, castigando principalmente al sector real de la economía³⁷.

A partir del año 2002 se introdujeron modificaciones menores en la Ley de Entidades Financieras, referidas a reestructuración, disolución, intervención judicial, liquidación judicial y quiebras³⁸, y a la operatoria de cajas de crédito y cajas de crédito cooperativas.

4. Resultados de la liberalización financiera en Argentina

La reforma financiera de 1977 y posteriores modificaciones tuvieron un impacto profundo sobre el sistema financiero argentino. En algunos aspectos, dicho impacto, tal como lo evidencian los datos que presentamos en este apartado, confirma la investigación crítica sobre la liberalización financiera presentada en apartados anteriores.

Antes de presentar los resultados empíricos de la liberalización financiera, corresponde un breve comentario sobre los datos financieros del período 1977-2007. Dicho período, como es bien sabido, se caracteriza por una seguidilla de etapas de estabilidad relativa y períodos de crisis de diversos grados de profundidad. Ciertas variables financieras, como por ejemplo tasas de interés, depósitos y créditos del sistema financiero, manifiestan gran volatilidad durante los períodos de crisis, en algunos casos con variaciones extremas.

Es por esta razón que algunos han sugerido que, posiblemente, el período bajo cuestión no sea el más adecuado para verificar si se cumplen las predicciones de los promotores de la liberalización financiera. Esto nos presenta con un problema importante: por un lado, los efectos de la liberalización financiera son precisamente períodos de crisis y de alta volatilidad en las variables financieras. Por otro lado, esa misma inestabilidad imposibilitaría la utilización de dicha etapa para estudiar si la teoría en que se basaron las políticas liberalizadoras es correcta. Ante esta disyuntiva, y ante la importancia que le asignamos a la comprensión de los efectos de la liberalización financiera en la Argentina, hemos optado por seguir adelante con

³⁷ Damill, Salvatore y Simpson, (2004); IEFE (2000).

³⁸ Decreto N° 214/2002, Ley N° 25.562, Ley N° 25.780, Ley N° 25.782 y Ley 26.173.

nuestro estudio, dejando de lado, donde fuese necesario, los períodos de alta volatilidad y focalizándonos en los de estabilidad relativa.

Cuadro 1: Evolución del número de entidades financieras 1977-2007³⁹

| Año | Bancos | Bancos Públicos | Bancos Privados | Bancos extranjeros | Instituciones no bancarias | Total entidades financieras | Filiales | Número de empleados |
|------|--------|-----------------|-----------------|--------------------|----------------------------|-----------------------------|----------|---------------------|
| 1977 | 119 | 34 | 85 | 17 | 604 | 723 | 3.298 | .. |
| 1980 | 213 | 34 | 179 | 27 | 256 | 469 | 4.119 | 150.973 |
| 1984 | 210 | 36 | 174 | 33 | 150 | 360 | 4.790 | 154.108 |
| 1987 | 178 | 36 | 142 | 33 | 89 | 267 | 4.518 | 141.874 |
| 1991 | 167 | 35 | 132 | 31 | 47 | 214 | 4.250 | 122.081 |
| 1994 | 168 | 33 | 135 | 31 | 37 | 205 | 4.245 | 123.105 |
| 1995 | 135 | 33 | 102 | 31 | 31 | 166 | 4.018 | 110.454 |
| 1996 | 119 | 21 | 98 | 39 | 26 | 145 | 4.018 | 106.490 |
| 1997 | 113 | 21 | 92 | 34 | 25 | 138 | 4.120 | 108.213 |
| 1998 | 102 | 16 | 86 | 39 | 23 | 125 | 4.337 | 107.658 |
| 1999 | 92 | 16 | 76 | 38 | 24 | 116 | 4.911 | 104.324 |
| 2000 | 89 | 14 | 75 | 39 | 21 | 110 | 4.601 | 102.418 |
| 2001 | 86 | 13 | 73 | 39 | 22 | 108 | 4.582 | 99.910 |
| 2002 | 78 | 16 | 62 | 29 | 21 | 99 | 3.945 | 106.706 |
| 2003 | 75 | 15 | 60 | 27 | 21 | 96 | 3.876 | 83.833 |
| 2004 | 73 | 14 | 59 | 25 | 18 | 91 | 3.822 | 85.275 |
| 2005 | 71 | 13 | 58 | 23 | 18 | 89 | 3.944 | 88.140 |
| 2006 | 72 | 12 | 60 | 24 | 18 | 90 | 4.020 | 92.281 |
| 2007 | 67 | 12 | 55 | 21 | 18 | 85 | 4.082 | 98.428 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

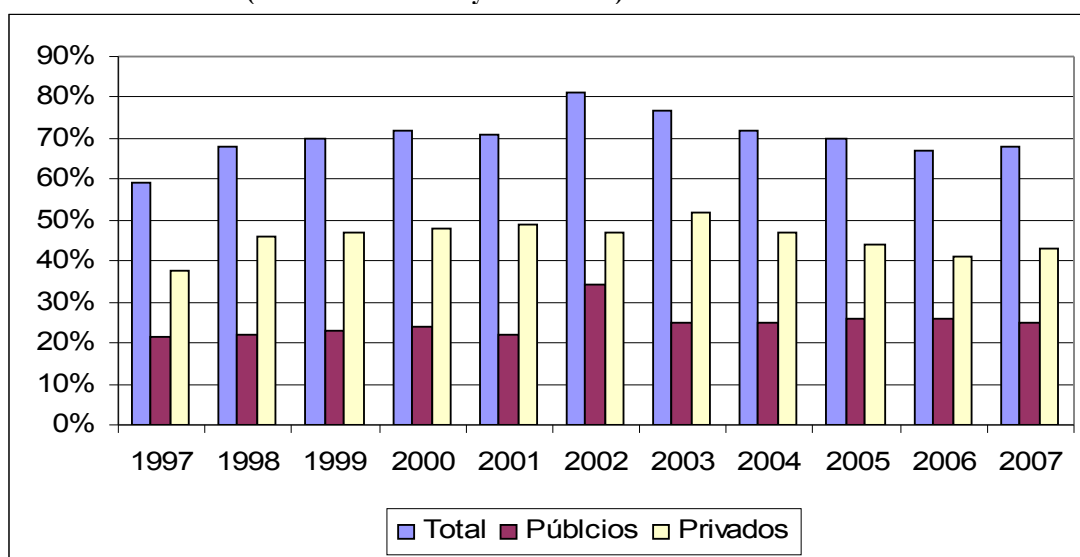
Una consecuencia importante de la reforma financiera fue producir una concentración muy marcada en el sistema financiero⁴⁰. Tal como se puede ver en el cuadro 1, se verificó una reducción neta del total de entidades financieras, pasando de 723 en 1977 a 85 en 2007. También se verificaron cambios importantes en las distintas categorías de entidades financieras. En los años siguientes a la reforma de 1977, se produjeron una serie de fusiones de cajas de crédito y sociedades de crédito para consumo a la vez que otras se transformaron en compañías financieras y bancos. Como consecuencia, entre 1977 y 1980 se produjo un incremento importante de la cantidad de bancos comerciales, que pasó de 119 a 213, al mismo tiempo que se redujo notablemente el número de instituciones no bancarias (de 723 a 469 en el mismo período).

³⁹ El número de bancos extranjeros corresponde a bancos locales de capital extranjero y bancos sucursales de entidades financieras externas. Las instituciones no financieras incluyen de capital local y extranjero.

⁴⁰ Según Martínez de Hoz, “la reforma financiera originó un proceso de reestructuración del sistema que reconoce dos causas. Por un lado, el propio mercado, dentro de la mayor libertad que daban las nuevas normas, produjo un proceso de transformaciones y fusiones que resultó en un menor número de entidades financieras, que cayó de 725 en junio de 1977 a 468 a fines de 1980, o sea una reducción del 35%. Por el otro, parte de dicha reducción, se debió a decisiones de la autoridad monetaria que dispuso la liquidación o intervención de 61 entidades, o sea alrededor de un 10% de las que, en promedio, existían” (Martínez de Hoz 1981:77).

La concentración del sistema financiero indicaría que, lejos de resultar en un mercado más competitivo, el mercado financiero en Argentina post liberalización está mucho más concentrado que el que existía anteriormente. El proceso de concentración se mantiene también en el período post crisis de 2001-2002 hasta la actualidad, lo que estaría indicando que, por lo menos en este aspecto, no ha habido un cambio significativo en la tendencia iniciada en 1977.

Gráfico 1: Préstamos (10 entidades de mayor volumen)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

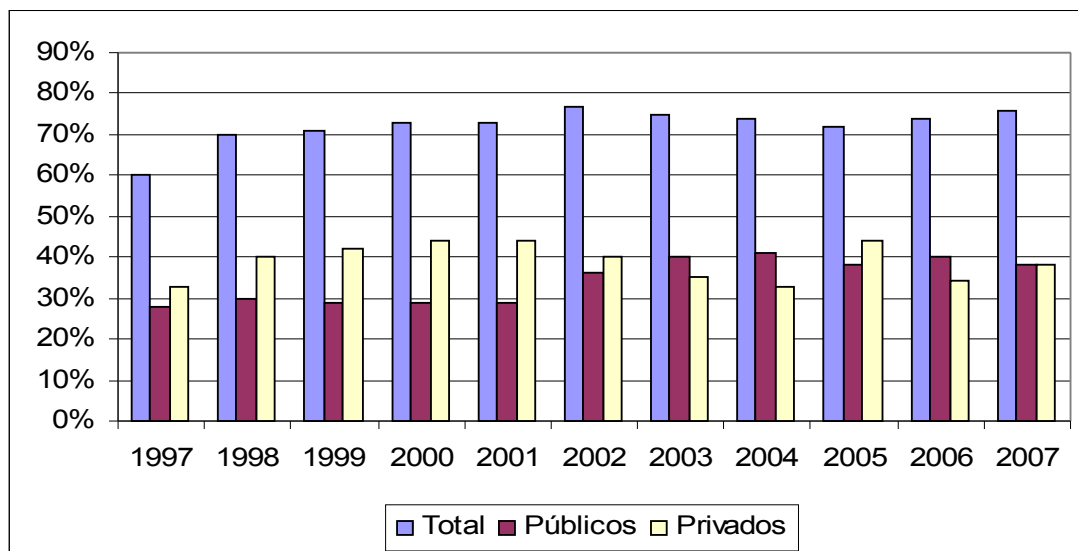
Adicionalmente, no sólo se concentró el sistema financiero en lo que respecta al número total de entidades, sino que también se produjo una concentración al interior del sistema financiero, tal como puede apreciarse en los gráficos 1 y 2⁴¹. Ambos gráficos toman las diez principales entidades financieras del ranking producido por el BCRA. El gráfico 1 presenta la evolución de los préstamos otorgados por entidades públicas y privadas durante la última década. En él se puede apreciar una concentración creciente de la actividad crediticia en las diez principales entidades financieras, con un crecimiento más marcado en las entidades privadas. La tendencia se revierte brevemente en el período postcrisis, para luego retomar su tendencia ascendente a partir de 2006.

La captación de depósitos por las diez principales entidades financieras muestra una tendencia similar (gráfico 2). El cambio notable de la banca pública en el

⁴¹ En los gráficos 1 y 2 el período de tiempo analizado es menor debido a las limitaciones en la disponibilidad de datos.

período postcrisis se debe en parte al superávit primario y el impacto del mismo sobre los balances del Banco de la Nación Argentina.

Gráfico 2: Depósitos (10 entidades de mayor volumen)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

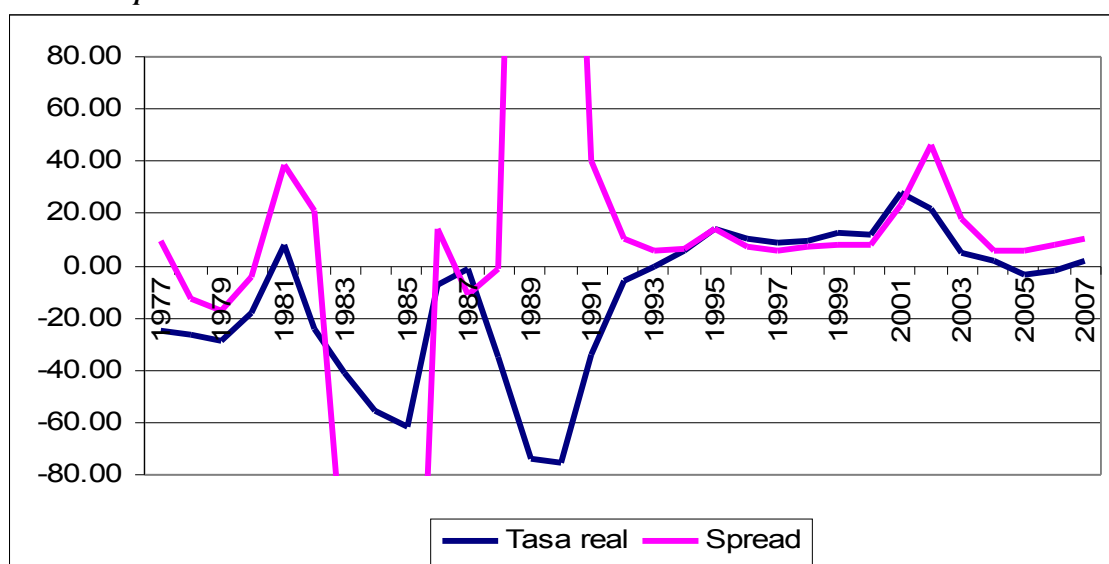
De lo anterior podemos concluir que la concentración del negocio bancario no solamente se dio en la reducción absoluta del número de entidades financieras, sino que también se produjo una concentración creciente al interior del sistema financiero, al menos durante la década 1997-2007. De este modo, lejos de transformarse en un mercado más competitivo, tal como lo postula la hipótesis de M-S, el mercado se volvió menos competitivo y más concentrado.

Paralelamente a la concentración del sistema financiero, se produjo una fuerte extranjerización del mismo entre 1977 y la crisis del 2001, como puede verse en el cuadro 1. Desde 1977 hasta la crisis de la convertibilidad, el número de entidades extranjeras creció sostenidamente. Hacia el final de ese período, el número de bancos extranjeros operando en el país había más que duplicado su valor de 1977. A partir de la crisis de 2001-2002, la tendencia se revierte ya que muchos de los bancos extranjeros abandonaron el país. A esta altura es difícil establecer la evolución futura del número de entidades financieras extranjeras operando en Argentina, pero la crisis financiera global actual hace sospechar que la tendencia decreciente post crisis no se revertirá en el corto plazo.

Otro de los resultados esperados de la liberalización financiera, según la hipótesis de M-S, es un incremento en la eficiencia del sistema bancario que se

reflejaría en una reducción sostenida de la diferencia entre las tasas de interés activa y pasiva (*spread*). El gráfico 3 contiene la evolución del *spread* bancario desde 1977 hasta el 2007. Tal como señalamos al comienzo de este apartado, para esta variable existen períodos de estabilidad relativa y otros de alta volatilidad. Tomando los períodos de 1977-1981 y 1991-2001, se puede concluir que la tendencia del *spread* decididamente no es decreciente y que, durante la convertibilidad -período de mayor estabilidad macroeconómica-, la tendencia es más bien creciente. Luego del pico alcanzado durante la crisis de 2001-2002 el *spread* decrece inicialmente, pero luego retoma su tendencia ascendente.

Gráfico 3: *Spreads* bancarios 1977-2004



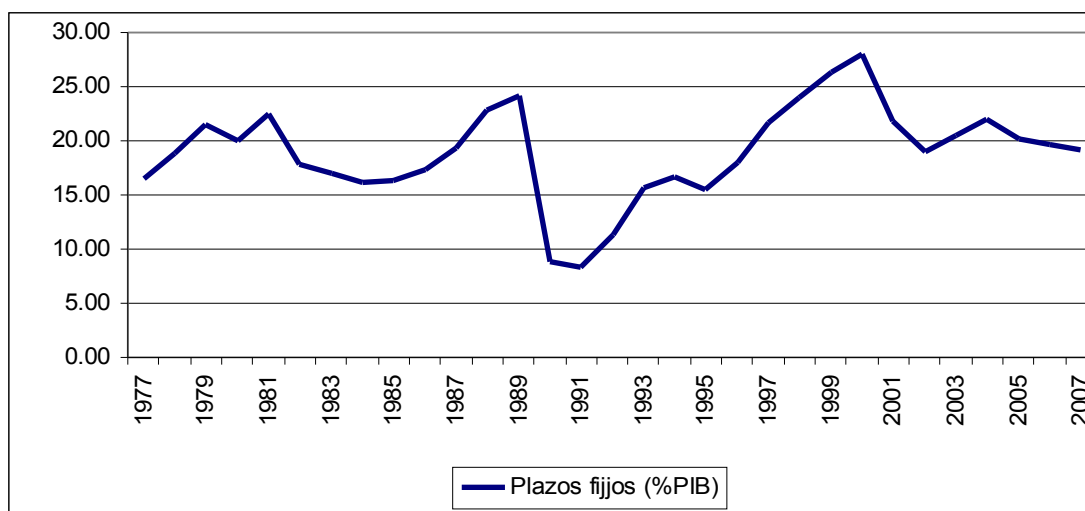
Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005) y BCRA.

La tasa de interés real también manifiesta una gran volatilidad, y la misma tendencia creciente que el *spread* durante los períodos de mayor estabilidad. Luego del pico durante la crisis de 2001-2002, al igual que el *spread*, se produce una marcada caída inicial de la tasa real, aunque desde el 2005 retoma su tendencia ascendente.

Para los promotores de la liberalización financiera, tasas de interés reales altas son sinónimo de la profundización financiera, que debería resultar como consecuencia de las políticas de apertura. Las tasas altas, a su vez, servirían para atraer más depósitos al sistema financiero que, siempre según la hipótesis de M-S, serían canalizados a la inversión productiva potenciando el proceso de acumulación. Los datos para el caso argentino tampoco brindan apoyo para este aspecto de la hipótesis

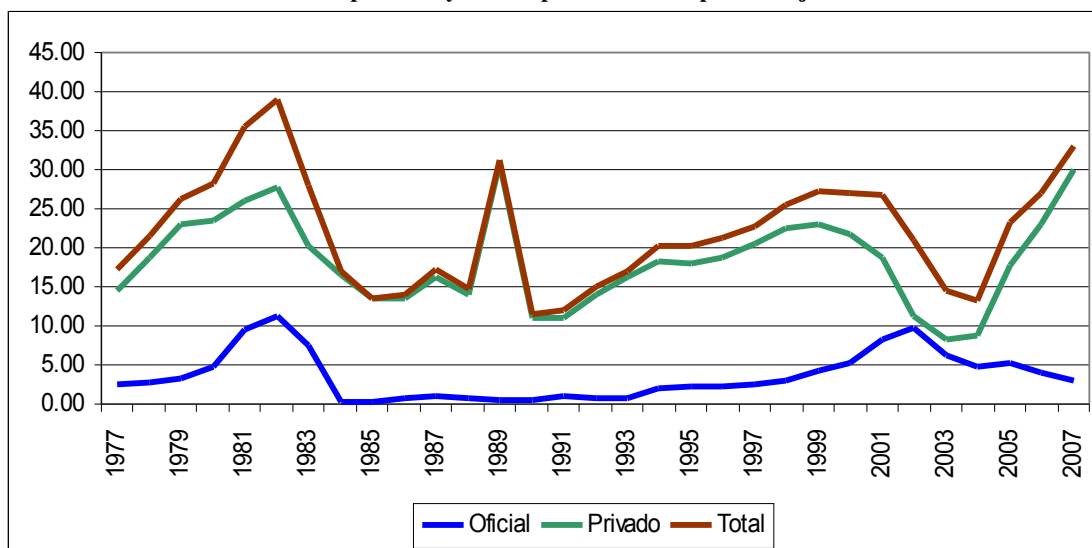
M-S, tal como indica el gráfico 4. La tendencia en todo el período no demuestra un crecimiento importante de los depósitos (plazos fijos), aunque durante los años posteriores a la reforma de 1977 y durante la década de la convertibilidad se evidencia una tendencia creciente de los depósitos a plazo fijo. En el período posterior a la crisis no se manifiesta esta misma tendencia, sino que los depósitos más bien tienden a mantenerse estables en torno a los valores de mediados de los 1990s.

Gráfico 4: Depósitos en plazos fijos como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005) y BCRA

Gráfico 5: Préstamos al sector privado y sector público como porcentaje del PIB

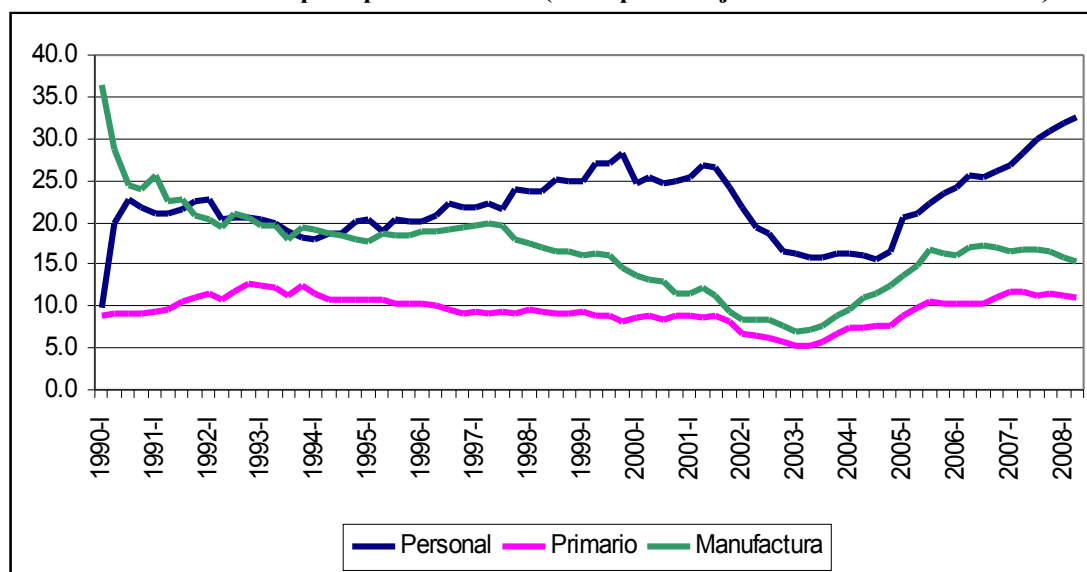


Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005) y BCRA

El comportamiento del crédito es similar al de los depósitos. Tal como se puede ver en el gráfico 5, y exceptuando los períodos de crisis, la tendencia de préstamos al sector privado como porcentaje del producto bruto interno bruto muestra ciertas regularidades con tendencia creciente durante los períodos de estabilidad y fuertes caídas en los períodos de crisis. En este sentido, si bien el crédito se recupera en el período post crisis de 2001-2002, mostrando una pendiente más empinada que durante los 90s, sus valores no superan los del pico de 1981.

Por último, resulta relevante examinar el crédito de manera más desagregada para poder discernir la finalidad del mismo durante los períodos de tendencia creciente. El gráfico 6 presenta datos seleccionados sobre el financiamiento por tipo de actividad, como porcentaje del total de los financiamientos para el período 1990-2008. Los datos son reveladores, a la luz de las predicciones de la hipótesis de M-S.

Gráfico 6: Financiaciones por tipo de actividad (como porcentaje del total de financiaciones)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Desde principios de los 1990s, el crédito que más ha crecido es el crédito personal, generalmente para el consumo. El crédito al sector manufacturero tiene una fuerte tendencia decreciente durante toda la década del 1990 y hasta el 2003. Luego de una breve recuperación, a partir del 2006 ha retomado su tendencia decreciente. El crédito al sector primario demuestra una leve tendencia decreciente durante el período 1990-2001, con un comportamiento post crisis similar al del sector manufacturero (recuperación y luego caída).

Estos datos estarían indicando claramente que la hipótesis de M-S sobre el vínculo entre la liberalización de las tasas de interés, el ahorro y el crédito para la inversión no se verifica en el caso argentino.

5. Conclusión

Los cambios regulatorios y normativos impulsados a partir de la Reforma Financiera de 1977 y profundizados en la década del 90 determinaron una fuerte transformación en la estructura y trama de relaciones financieras. Dichas transformaciones estuvieron inspiradas en la hipótesis de McKinnon y Shaw, que pregonaba las virtudes del mercado como asignador de recursos y fijador de precios y condenaba la intervención estatal en mercados financieros. De acuerdo a dicha hipótesis, tras la liberalización financiera, se mejoraría la competitividad del sector financiero, incrementando el ahorro y la inversión, fomentando así el desarrollo económico a través de la liberación de los recursos financieros de su estado de “represión”.

Los estudios empíricos sobre la hipótesis de M-S, en general, no sustentan las predicciones de los promotores de la liberalización financiera. En este trabajo se investigó de manera preliminar si dichas predicciones se verificaban en el caso argentino. También se indagó si, a partir de la crisis de 2001-2002, se habrían producido cambios significativos en el sistema financiero heredado de la reforma de 1977. En base al análisis de los datos del sistema financiero y del marco regulatorio, se obtuvieron las siguientes conclusiones.

En primer lugar, el sistema normativo que resultó de la reforma de 1977 y modificaciones posteriores, especialmente durante la convertibilidad, sigue esencialmente intacto hasta la fecha. En otras palabras, no ha habido un cambio significativo en el marco regulatorio que produjo la liberalización del sistema financiero argentino.

Segundo, durante todo el período bajo estudio, se ha producido una concentración significativa en el sistema financiero argentino. Lejos de producirse un sistema más competitivo como predice la hipótesis de liberalización financiera, lo que ha resultado es un sistema más concentrado, con un menor número de entidades financieras. Dicho proceso de concentración se mantiene en el período posterior a la crisis de 2001-2002.

Tercero, durante el período 1977-2001 se produce una extranjerización considerable del sistema financiero argentino. Este proceso llegó a su punto más alto en el 2001, y a partir de allí comienza a revertirse alcanzando en la actualidad niveles comparables con los de la década del 1980. La evolución futura es incierta, pero el clima financiero internacional actual, producto de la crisis financiera estadounidense, hace suponer que no habrá un cambio en esta tendencia en el corto o mediano plazo.

Cuarto, el comportamiento de las tasas de interés (*spread* y tasa real) refleja ciertas regularidades durante todo el período. Durante los períodos de estabilidad relativa (1977-1981, 1991-2001, y 2003-2007) tanto los *spreads* bancarios como la tasa de interés real muestran tendencias crecientes. Durante los períodos intermedios de crisis exhiben gran volatilidad. En consecuencia, el comportamiento del *spread* bancario no convalida las predicciones de la hipótesis de M-S. Lejos de producirse una reducción sostenida, se observa una tendencia creciente durante los períodos de estabilidad relativa. La tasa de interés real se comporta de manera análoga.

Por último, también contrariamente a lo que predecía la hipótesis de M-S, no se ha verificado en el sistema financiero argentino un aumento importante del ahorro financiero ni del crédito al sector privado (como porcentaje del PIB). El comportamiento de estas variables es similar al observado con las tasas de interés (tendencia creciente en períodos de estabilidad relativa). También contrario a la hipótesis de M-S, el crédito a los sectores productivos (primario y manufacturero) ha decrecido considerablemente, favoreciéndose el crédito al consumo.

Resumiendo, dada la evidencia regulatoria y empírica reseñada, no se puede aseverar que el sistema financiero argentino se encuentre en una nueva etapa. Más bien parecería ser que el marco y la estructura heredada de la reforma de 1977 se mantienen vigentes y el comportamiento de las variables financieras presentados lo confirma.

Bibliografía

Arestis, Philip (1997). *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*. New York, NY: St. Martin's Press.

Arestis, Philip y Basu, Santonu (2003) "Financial Globalization: Some Conceptual Problems". *Eastern Economic Journal*, vol. 29 nro. 2.

Arestis, Philip; Nissanke, Machico y Stein, Howard. (2003). "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization". Annandale-on-Hudson, NY: *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 377.

Arnaudo, Aldo (1987). *Cincuenta años de política financiera argentina (1934-1983)*. Editorial El Ateneo, Bs.As..

Arnaudo, Aldo y Conejero, Rafael (1985). "Anatomía de las quiebras bancarias de 1980". *Desarrollo Económico*, N° 96, vol. 24.

Baliño, Tomás J. (1991). "The Argentine Banking Crisis of 1980". En Sundararajan V. y Tomás J. T. Baliño (eds.) *Banking Crisis: Cases and Issues*, International Monetary Fund, Washington.

Banco Central de la República Argentina (1977). *Entidades financieras Ley 21526, descentralización de depósitos Ley 21495*. Bs.As..

Banco Central de la República Argentina (1977 a 1993). *Memorias del Banco Central*. Bs.As..

Basualdo, Eduardo (2006). *Estudios sobre historia económica argentina*. Editorial Siglo XXI, Bs.As..

Blecker, Robert (1999). *Taming Global Finance: A Better Architecture for Growth and Equity*. Washington DC: Economic Policy Institute.

Bleger, Leonardo (1987). "Características salientes del actual sistema financiero argentino". *Realidad Económica*, nro. 75.

Bleger, Leonardo (1986). "El Plan Austral y el sistema financiero". *Realidad Económica*, nro. 68.

Bleger, Leonardo y Rozenwurcel, Guillermo (1997). "El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistémica". *Desarrollo Económico*, N° 146, vol. 37

Burkett, Paul y Dutt, Amitava K. 1991. "Interest policy, effective demand and growth in LDCs". *International Review of Applied Economics*, vol. 5, nro. 2.

Canitrot, Adolfo (1981). "Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionario y apertura económica en la argentina 1976-1981". *Desarrollo Económico*, N° 82, vol. 21.

Capece, Alfredo y Rodríguez, Norberto (2001). *El sistema financiero argentino. Estructura, operaciones y normas*. Editorial Macchi, Bs.As.

Cibils, Alan y Lo Vuolo, Rubén (2004). "Regimen de metas de inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria? *Centro interdisciplinario para el estudio de políticas públicas*, Documento de Trabajo N°41.

Damill, Mario, Salvatore, Nicolás y Simpson, Lucio (2004). *Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino. El sistema financiero de la argentina bajo el régimen de convertibilidad y la transición a un nuevo modo de intermediación*. Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina (CESPA), Bs.As..

Díaz-Alejandro, Carlos F. (1985). "Good bye financial repression, hello financial crash". *Journal of Development Economic*, vol. 19, nro. 1.

Dieguez, Héctor y Petrecolla, Alberto (1980). "Cambios recientes en la concentración y desigualdad de captación de depósitos por el sistema bancario argentino". *Desarrollo Económico*, N° 79, vol. 20.

Fal, Juan; Santarcángelo, Juan (2008). *La política financiera argentina y su impacto en el desarrollo económico*. Mimeo.

Fanelli, José María (1998). "Liberalización financiera y cuenta de capital: observaciones sobre la experiencia de los países en desarrollo". *Desarrollo Económico*, N° 149, vol. 38.

Fanelli José María y Frenkel, Roberto (1980). "Desequilibrios, políticas de estabilización e hiperinflación en la Argentina" en *Políticas de estabilización e hiperinflación en la Argentina*. Editorial Tesis, Bs. As.

Ferreres, Orlando (2005). *Dos siglos de economía argentina*. Fundación Norte y Sur, Bs.As..

Fry, Maxwell. (1995). *Money, Interest, and Banking in Economic Development, Second Edition*. Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.

Fry, Maxwell (1997). "In Favour of Financial Liberalization". *The Economic Journal*, vol. 107, nro. 442.

Ghosh, Jayati (2005). "The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries". *United Nations/DESA Development Forum*, Working Paper No. 4.

Golla, Jorge y Wierzba, Guillermo (2005). *La regulación bancaria en Argentina durante la década del noventa*. Documento de trabajo N° 3, CEFID-AR, Bs.As..

Instituto de Estudios Fiscales y Económicos (IEFE) (2002). *Sector financiero: la niña mimada de la Convertibilidad*. Informe N° 100, edición especial.

Kampel, Daniel y Rojze, Adrian (2004). *Algunas reflexiones sobre el rol de la banca pública*. Documento de Trabajo N° 2, CEFID-AR, Bs.As..

Martínez de Hoz, José (1981). *Bases para una Argentina moderna 1976-1981*.

McKinnon, Ronald (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institute.

Patnaik, Prabhat (2006). "Financial Flows and Open Economy Macroeconomics". Trabajo presentado la conferencia de IDEAS-PNUD, *Post liberalisation Constraints on Macroeconomic Policies*, Muttukadu, Chennai: India.

Patrick, Hugh (1966). "Financial Development and Economic Growth in Developing Countries". *Economic Development and Cultural Change*, vol. 14, nro. 2.

Schvarzer, Jorge (1986). *La política económica de Martínez de Hoz*. Hyspamérica, Bs.As..

Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

Sourrouille, Juan V. (1983). *Política Económica y procesos de desarrollo. La experiencia en Argentina entre 1976-1981*. Documento de Trabajo N° 2, CEPAL, Bs.As..

Sourrouille, Juan V., Kosacoff, B. y Lucangeli J. (1985). *Transnacionalización y política económica en la Argentina*. CEAL, Bs.As..

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). "Credit rationing in markets with imperfect competition". *American Economic Review*, vol. 71, nro. 3.

Stiglitz, Joseph. (2000). "Capital market liberalization, economic growth, and instability". *World Development*, vol. 28, nro. 6

Streb, Jorge (1998). “Y, si no hay más remedio... Inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en la Argentina”. *Desarrollo Económico*, nro. especial, vol. 48.

Taylor, Lance (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. Nueva York: Basic Books.

Van Wijnbergen, S. (1983). “Interest management in LDCs”. *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, nro. 3.

Anexo I: Principales antecedentes normativos de la Ley 21.526

| Norma | Fecha | Descripción | Detalle | Modificaciones |
|---|------------|--|---|---|
| Ley N° 22.051 | 20/08/1979 | Ley de Entidades financieras; nuevo régimen de garantía de los depósitos | Se instituyó un nuevo régimen de garantía de los depósitos de carácter optativo y oneroso para las entidades financieras. En caso de liquidación, el BCRA reintegraría los depósitos en pesos a la entidad si ésta se encontraba adherida al régimen de garantía de los depósitos en las condiciones y dentro de los requisitos que se establecieron a partir de esta ley. | Artículo 56, sustituido por el Art. 1° de la Ley N° 22.051 |
| Ley N° 22.529 | 26/01/1982 | Ley de consolidación y redimensionamiento del sistema financiero | Se introdujeron nuevas figuras de regularización, consolidación y liquidación de entidades. Los objetivos de la presente ley eran: a) Sanear las entidades en dificultades; b) Fortalecer al sistema en su conjunto mediante fusiones, absorciones o ventas de entidades; c) Minimizar las liquidaciones en la instancia judicial y agilizarlas en la esfera administrativa, posibilitando la transferencia de entidades en funcionamiento; d) Aplicar el principio de subsidiariedad y libre iniciativa, y encomendar a terceros gestiones de administración de entidades, recupero de créditos y diversos servicios necesarios. | Artículo 34, derogado por art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| | | | | Artículo 45, sustituido por el Art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| | | | | Artículo 46, sustituido por el Art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| | | | | Artículo 47, sustituido por el Art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| | | | | Artículo 48, Primer párrafo e inciso d) sustituidos por el Art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| | | | | Artículo 50, sustituido por el Art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| | | | | Artículo 52, sustituido por el Art. 30 de la Ley N° 22.529 |
| Ley N° 22.871 | 10/08/1983 | Ley de Entidades financieras; Apertura de filiales y Requisitos Apertura de filiales | La apertura de filiales en el territorio nacional por parte de las entidades financieras nacionales quedaba sujeta a la autorización previa del Banco Central de la República Argentina, que fijaba los requisitos a cumplir. | Artículo 16, sustituido por el Art. 1° de la Ley N° 22.871 |
| | | | | |
| Ley N° 24144 | 22/10/1992 | Reforma de Carta Orgánica del BCRA y cambios en la Ley de Entidades Financieras | Se eliminó la garantía de depósitos provista por el estado a partir de la eliminación del Artículo N° 56 de la Ley de Entidades Financieras sobre "Régimen de Garantías". Asimismo, el artículo 19 de la Carta Orgánica prohibió otorgar garantías especiales que directa o indirectamente cubran obligaciones de las entidades financieras, incluso las originadas en la captación de depósitos. Se derogó la ley 22.529 de Consolidación y Redimensionamiento del Sistema Financiero. Se introdujeron cláusulas específicas que tienden a evitar la "administración de pasivos" y la "apuesta por la resurrección" por parte de accionistas, directores y gerentes. | Artículo 18 derogado por el Art. 10 de la Ley N° 24.144 |
| | | | | Artículo 28 inciso a) modificado por el artículo 3 de la Ley N° 24.144 |
| Decreto N° 146/94 | 21/02/1994 | Reforma Ley de Entidades Financieras | Se eliminaron los requisitos adicionales para las entidades de capital extranjero (capítulo III de Ley de Entidades Financieras sobre Autorización y Condiciones para funcionar). | Artículos 11 y 12, 14 derogados, Artículos 13 y 16 modificados por Decreto N° 146/94 |
| Ley N° 24.485 | 18/04/1995 | Modificación de la Carta Orgánica del Banco central de la República Argentina y de la Ley de Entidades Financieras. Sistema de seguro de garantía de los depósitos bancarios | Se creó el Sistema de Seguro de Garantía de los Depósitos (limitado, obligatorio y oneroso), con el objeto de cubrir los riesgos de los depósitos bancarios, en forma subsidiaria y complementaria al sistema de privilegios y protección de depósitos establecido por la Ley de Entidades Financieras, sin comprometer los recursos del Banco Central de la República Argentina ni del Tesoro Nacional. Con este propósito se dispuso la conformación de SEDESA, sociedad constituida por el BCRA y un fideicomiso integrado por las entidades financieras. El artículo 35 bis de la Ley de Entidades Financieras estableció que el BCRA puede autorizar la reestructuración de una institución bancaria con carácter previo a | Artículo 35 bis apartado V incorporado por artículo 3 de Ley N° 24.485 |
| | | | | Artículo 41, inciso 5 modificado por artículo 3 de Ley N° 24.485 |
| | | | | Artículo 45, Segundo párrafo incorporado y tercer párrafo modificado por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 |
| | | | | Artículo 48, párrafo modificado por el artículo 3 de Ley N° 24.485 |
| | | | | Artículo 49, inciso b) modificado por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 |
| | | | | Artículo 49, inciso d) derogado por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 |
| | | | | Artículo 49, inciso e) modificado por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 |
| Artículo 50, Cuarto párrafo sustituido por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 | | | | |
| Artículo 51, sustituido por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 | | | | |
| Artículo 53, modificado por el Art. 3° de la Ley N° 24.485 | | | | |

VERSION PRELIMINAR — NO CITAR SIN PERMISO DE LOS AUTORES

| | | | | |
|--|------------|--|---|---|
| | | | considerar la revocación de su | Artículo 62, dos párrafos incorporados por el artículo 3 de Ley N° 24.485 |
| Ley N° 24.627 | 18/03/1996 | Reforma Ley de Entidades Financieras | Se introdujeron regulaciones referidas a entidades en proceso de reestructuración en los términos del artículo 35 bis, así como a las ex entidades en proceso de cese de actividad reglada o autoliquidación o liquidación judicial o quiebra, sin alterar las etapas precluidas, salvo respecto de aquellas en las cuales se mantenga la vigencia de la Ley de entidades Financieras (redacción conforme a las Leyes N° 21.526 y N° 22.529) de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 8° de la Ley N° 24.144. | Artículo 35 bis, apartado III, párrafo incorporado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| | | | | Artículo 35 bis, apartado V, incorporado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| | | | | Artículo 42, incorpora dos párrafos de artículo 1 de ley 24.627 |
| | | | | Artículo 44, último párrafo incorporado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| | | | | Artículo 45 sustituido por artículo 1 de Ley24.627 |
| | | | | Artículo 46 incorporado por artículo 1 de Ley24.627 |
| | | | | Artículo 49, inciso e), modificado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| | | | | Artículo 49, inciso d), modificado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| | | | | Artículo 49, inciso k), incorporado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| | | | | Artículo 50, modificado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 |
| Artículo 51, inciso d), incorporado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 | | | | |
| Artículo 52, sustituido por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 | | | | |
| Artículo 53, sustituido por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 | | | | |
| Artículo 56, incorporado por el Art. 1° de la Ley N° 24.627 | | | | |
| Decreto N° 214/2002 | 04/02/2002 | Reordenamiento del Sistema Financiero. Nuevas medidas económicas. Pesificación | El Artículo 13 estableció que cuando una entidad financiera se encontrara en cualquiera de las situaciones previstas por el artículo 44 (disolución y liquidación de entidades financieras), el BCRA podría autorizar su reestructuración en defensa de los depositantes, con carácter previo a la revocación de la autorización para funcionar. El Artículo 14 sustituyó el inciso a) del Art. 53 de la Ley de Entidades Financieras (quiebras) por el siguiente: "a) Los créditos con privilegio especial por causa de hipoteca, prenda, y los créditos otorgados conforme a lo previsto por el artículo 17, incisos b), c) y f) de la Carta Orgánica del Banco Central, en la extensión de sus respectivos ordenamientos. El Banco Central podrá renunciar a su privilegio con el exclusivo objeto de favorecer procesos de reestructuración de entidades financieras en los términos del artículo 35 Bis". | Artículo 35 bis modificado por artículo 13 del decreto 214/2002 |
| | | | | Artículo 53, inciso a) sustituido por art. 14 del Decreto N° 214/2002 |
| Ley N° 25.562 | 08/02/2002 | Modificación de la Carta Orgánica. Ley N° 24.144. Modificación de la Ley de Entidades Financieras N° 21.526 | Se introdujo la siguiente modificación referida a quiebras: "a) Los créditos con privilegio especial por causa de hipoteca, prenda y los créditos otorgados conforme a lo previsto por el artículo 17 incisos b) c) y f) de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, en la extensión de sus respectivos ordenamientos. Los créditos otorgados por el Fondo de Liquidez Bancaria (FLB) creado por el Decreto N° 32 del 26 de diciembre de 2001, garantizados por prenda o hipoteca, gozarán de idéntico privilegio". | Artículo 53 bis a) sustituido por art. 15 de Ley N° 25.562 |
| Ley N° 25.780 | 08/09/2003 | Reformas a la Ley de Entidades Financieras y a la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina. Norma transitoria durante el plazo de emergencia (Ley 25.561). | Se introdujeron cambios en la normativa relativa a reestructuraciones, intervención judicial, liquidación judicial y quiebras | Artículo 35 bis apartado II sustituido por art. 1 de Ley N° 25.780 |
| | | | | Artículo 35 bis apartado III sustituido por art. 2 de Ley N° 25.780 |
| | | | | Artículo 35 bis apartado IV sustituido por art. 3 de Ley N° 25.780 |
| | | | | Artículo 35 bis apartado V sustituido por art. 4 de Ley N° 25.780 |
| | | | | Artículo 35 ter incorporado por art. 5 de Ley N° 25.780 |
| | | | | Artículo 44 (último párrafo) sustituido por artículo 6 de Ley 25.780 |
| | | | | Artículo 48 (último párrafo) incorporado por artículo 7 de Ley 25.780 |
| | | | | Artículo 49 i) sustituido por artículo 9 de Ley 25.780 |
| | | | | Artículo 49 f) sustituido por artículo 10 de Ley 25.780 |
| | | | | Artículo 50 sustituido por artículo 11 de Ley 25.780 |
| Artículo 53 c) sustituido por art. 12 de Ley 25.780 | | | | |
| Ley N° 25.782 | 31/10/2003 | Modificación Ley de Entidades Financieras | Normativa de operatoria de Cajas de Crédito | Artículos 18 y 26 modificados por Ley 26.173 |

| | | | | |
|------------|------------|---|--|--|
| Ley 26.173 | 12/12/2006 | Modificación Ley de Entidades Financieras | Normativa de operatoria de Cajas de Crédito Cooperativas | Artículo 26 sustituido por art. 2° de la Ley N° 25.782 |
|------------|------------|---|--|--|