

# LA POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA DURANTE EL PERONISMO: UN ANÁLISIS DE LA ESTADÍSTICA

Monetary and credit policy during Peronism: an analysis of statistics

por Lionel Barbagallo y Marcelo Rougier

## RESUMEN

**Lionel Barbagallo** es profesor de historia de la Universidad de Buenos Aires, doctorando en Ciencias Sociales por la misma casa de estudios y miembro del Área de Estudios sobre la Industria en América Latina (Facultad de Ciencias Económicas-UBA). Sus temas de investigación se relacionan con la performance del sector industrial durante la industrialización sustitutiva, especialmente centrándose en los indicadores económicos y financieros.

**Marcelo Rougier** es doctor en Historia, investigador independiente del CONICET/IIEP-Baires y profesor titular de Historia Económica en la Facultad de Ciencias Económicas (UBA). Es autor, entre otros libros de *Industria, finanzas e instituciones. La experiencia del Banco Nacional de Desarrollo* (2004), *Estado y empresarios en la industria del aluminio* (2011), *La economía del peronismo* (2012); *Aldo Ferrer y sus días* (2014) y *La industrialización en su laberinto. Historia de empresas argentinas* (2015). Ha editado numerosas compilaciones y la serie *Estudios sobre la industria argentina* (3 vols.).

Una de las principales características de la política financiera y monetaria desplegada a partir de 1946 fue la notable expansión de los medios de pago. Aunque se conocen de forma aislada ciertos factores de relevancia, la evolución de la oferta monetaria durante el peronismo no ha sido abordada en un estudio integral. Este trabajo se propone, a través de un análisis de la estadística monetaria y crediticia del período, sintetizar parte de la información disponible y aportar nuevos elementos para la comprensión de los objetivos y lineamientos de la política monetaria y crediticia del primer peronismo. El resultado de nuestro estudio indica que la orientación de la política financiera durante la mayor parte del período estuvo al servicio del sector rural.

**Palabras clave:** Finanzas - Crédito - Peronismo - Argentina

## ABSTRACT

During the Peronism, both monetary and financial policies were deeply expansive. Even if some features of this policies are well known, a global and comprehensive study hasn't been presented yet. This paper aims to fill this gap through an analysis of monetary and credit statistics, to synthesize previous works and to provide new insights regarding the main lines and objectives of monetary and financial policies during the first peronism. The results of this study shows that during the greater part of the period, financial policies were established to support the agriculture sector.

**Key Words:** Finance - Credit - Peronism - Argentina

Recibido: 9 de setiembre 2017

Aceptado: 2 de noviembre 2017

## INTRODUCCIÓN

Una de las principales características de la política financiera y monetaria desplegada a partir de 1946 fue la notable expansión de los medios de pago. El incremento del crédito al sector privado y la importancia del mismo como elemento de transferencia de ingreso al sector industrial, ha sido señalado por varios autores. Asimismo, también se ha señalado el importante peso de los déficits del Instituto Argentino para la Promoción del Intercambio (IAPI) como elemento de preponderancia dentro de los factores de expansión de la oferta monetaria<sup>1</sup>. Aunque se conocen de forma aislada ciertos factores de relevancia, la evolución de la oferta monetaria durante el peronismo no ha sido abordada en un estudio integral.

Este trabajo se propone, a través de un análisis de la estadística monetaria y crediticia del período, sintetizar parte de la información disponible y aportar nuevos elementos para la comprensión de los objetivos y lineamientos de la política monetaria y crediticia del primer peronismo. Adicionalmente, se identifican las principales transformaciones de esas políticas durante el período, así como los principales sectores beneficiados en las distintas circunstancias. Con este objetivo, hemos recurrido al análisis de la estadística monetaria provista por el Banco Central de la

República Argentina (BCRA) en los boletines estadísticos y los balances consolidados. Asimismo, se ha estudiado la evolución crediticia a partir de la información volcada en las memorias anuales de la institución financiera central.

La información se presenta dividida en tres subperíodos, 1946-1949, 1950-1952 y 1953-1955, diferenciados a partir de sus particularidades. Entre 1946 y 1949 se comprueba una importante expansión monetaria y crediticia, acompañada por solidez en el frente externo. Este período se caracterizó por un fuerte impulso al crédito industrial. Entre 1950 y 1952, la política monetaria y crediticia fue bastante más restrictiva, desarrollándose en un contexto de crisis del sector externo que impuso fuertes tensiones inflacionarias. El crédito al agro ganó peso relativo frente a la industria, en línea con las intenciones oficiales de estimular al sector exportador. Finalmente, durante el período 1953-1955 la oferta monetaria se expandió nuevamente de forma veloz producto, principalmente, de los subsidios y créditos al agro. Por el contrario, el crédito industrial se vio fuertemente perjudicado, alcanzando los niveles más bajos para todo el período.

El resultado de nuestro estudio indica que, lejos del imaginario que el peronismo construyó de sí mismo, la orientación de la política financiera durante la mayor parte del período estuvo al servicio del sector rural, con excepción de los primeros años de esa experiencia, donde el crédito al sector industrial ocupó un lugar principal.

<sup>1</sup> Al respecto véase Schwartz (1969), Reutz (1991) y Cortés Conde (2002).

## 1946-1949. LA HORA DE LA INDUSTRIA

Durante estos cuatro años el crecimiento de la oferta monetaria fue la más veloz de todo el peronismo. Alcanzó el 27%, el 24%, el 29% y el 22% en 1946, 1947, 1948 y 1949 respectivamente, fenómeno que se aprecia en el Cuadro I. En promedio, la tasa de crecimiento superó el 25% anual, lo que reflejó el rápido incremento del crédito interno. A pesar de la velocidad de la expansión, ya en el año 1949 se experimentó cierta retracción en el ritmo, fruto de los intentos deliberados del Gobierno de poner un límite a la inflación, vía moderación del crédito. Más allá de esta disminución en el ritmo respecto al año precedente, es evidente que el objetivo oficial de reducir la tasa de creación de dinero chocó con reclamos sectoriales muy específicos que impidieron reducirla mucho más, por lo que la misma permaneció en niveles elevados. En su conjunto, fueron los años de políticas monetarias más laxas.

El análisis pormenorizado de la estadística monetaria revela que el sector externo, al contrario de los años de la guerra, funcionó como un factor de absorción de la oferta monetaria. Dicha dinámica comenzó ya en 1946, tíbiamente, y se impuso definitivamente durante 1947. La disminución de los saldos monetarios generados por el sector externo obedece principalmente al constante déficit de la balanza de pagos, especialmente en el área de divisas libres. Aunque las exportaciones de 1946 alcanzaron a

cubrir las importaciones de ese año, ya a partir de 1947 la colocación de productos en el mercado mundial se hizo mucho más difícil, al tiempo que el volumen de las importaciones creció fuertemente (Ramos y Sourrouille, 2013). Adicionalmente, el comercio exterior se direccionó principalmente hacia el área de divisas de convenio, hecho que se agravó en septiembre cuando la libra esterlina fue declarada nuevamente moneda no convertible. Según la memoria del BCRA del año 1947:

[...] la disminución es consecuencia de las condiciones en que se desarrolla nuestro comercio internacional de posguerra –ya explicadas en el punto anterior– pues se origina exclusivamente en el déficit registrado en el sector de divisas libres que muestra el balance de pagos, en contraposición al aumento de la existencia en divisas de convenio. (p.11)

La disminución del déficit del sector externo recién llegó en 1949 y 1950, merced a un control de cambios férreo, una importante disminución de la actividad económica local –especialmente en el sector industrial– y el incremento de la asistencia financiera del extranjero. En 1950, el Gobierno se vio obligado a contratar un empréstito por 125 millones de dólares con el Eximbank de Estados Unidos para regularizar la situación con los exportadores norteamericanos. Para esa fecha, el Banco Central había agotado sus reservas de oro y divisas de libre disponibilidad (Sourrouille, 2007). Los únicos activos externos de

importancia en poder del Banco Central se encontraban constituidos por divisas de convenio, incapaces de procurar en el mercado mundial los bienes y servicios que la economía local requería, sobre todo en vista del programa de industrialización vigente. Durante este período, aunque la balanza de pagos no resultó netamente deficitaria, se operó una drástica disminución en la liquidez disponible en divisas libres. El déficit comercial con los Estados Unidos insumió la totalidad de las reservas acumuladas durante la guerra. Los 1.192 millones de dólares disponibles hacia fines de 1945, para fines de 1948 se habían convertido en magros 257 millones de dólares. Durante 1949 y 1950 esta situación se volvió crítica y la Argentina experimentó su primera devaluación de posguerra. El tipo de cambio básico comprador de las exportaciones pasó en 1950 de 3,36 a 5 pesos por dólar, el preferencial se devaluó a 7,5 pesos por dólar. El tipo de cambio vendedor pasó de 4,23 a 7,5 pesos por dólar y a 5 pesos por dólar en su tipo "preferencial" (Sourrouille, 2007).

A diferencia del sector externo, el sector oficial tuvo importante gravitación sobre la expansión monetaria del período. En su conjunto, el IAPI y la administración central explicaron alrededor de un 60% de la moneda creada. Por supuesto que el claro beneficiado aquí fue el IAPI, ya que como se observa en los Cuadros I y II, las necesidades fiscales fueron mínimas. En cambio, el déficit en las operaciones del IAPI fue mayúsculo. Debe incluirse entre las operaciones del IAPI, la suscripción de créditos

a Gobiernos extranjeros como los de Italia, España y Bolivia para la adquisición de productos en nuestro país. No obstante, el grueso de los quebrantos financieros del IAPI durante el período se debió a operaciones extraordinarias llevadas a cabo por mandato del Gobierno Nacional. En total, la nacionalización y reequipamiento de las empresas de servicios públicos le insumió al IAPI 2.360 millones de pesos (moneda nacional) entre 1946 y 1948.

La administración central, aunque registraba importantes déficits, no generaba una presión inflacionaria importante, ya que dichos déficits no eran monetizados. Por el contrario, recurría al recurso de la deuda, especialmente con el sistema previsional. El endeudamiento con el sistema bancario, reparticiones oficiales y otras, como la Fundación Eva Perón, jugó un rol secundario en la financiación del sector público. Desarticulados los mercados de títulos públicos, el Gobierno recurrió mayoritariamente a la colocación dentro del sistema previsional. Entre 1946 y 1955, el Estado se endeudó fuertemente con el recientemente creado sistema previsional, que experimentaba importantes superávits. Se trató de un endeudamiento forzoso, ya que el Gobierno emitió bonos previsionales no negociables, que rendían una tasa de interés varios puntos por debajo de la inflación, para ser colocados en las cajas (Arnaudo, 1957). De este modo, evitaba monetizar su déficit y competir con el financiamiento al sector privado (al menos dentro del sistema bancario y el mercado

de valores). No obstante, este déficit que no se cubrió a través del impuesto inflacionario fue cubierto con una expropiación progresiva de los ahorros previsionales de la clase obrera, lo que equivale a decir que el Estado se financió principalmente a partir de una imposición al salario futuro. Solo hasta el año 1951 las cajas previsionales tenían un fondo acumulado de 15.175 millones de pesos, del cual un 75% aproximadamente estaba colocado en títulos públicos, principalmente obligaciones previsionales no negociables en los mercados de valores (Arnaudo, 1957). Hacia fines de 1956, la circulación neta de deuda pública por sectores de inversión se conformaba como lo evidencia el Cuadro III. Las cajas previsionales absorbieron hasta fines de 1956 más de un 75% de la deuda del sector público (excluido el IAPI), con lo que se convirtieron en su principal financista.

En orden de importancia, detrás de las operaciones del sector público, fue el crédito al sector privado (excluido el hipotecario) el principal factor de expansión de la oferta monetaria. Poco más del 42% del nuevo dinero creado en esos años responde a la expansión del crédito al sector privado. El grueso de este crédito estuvo vinculado con el acelerado proyecto de industrialización puesto en marcha. La memoria del BCRA del año 1947 defiende así la política expansiva encarada:

[...] a un gran esfuerzo de dinámica como el que estamos realizando y nos proponemos intensificar, debe acompañar necesariamente una mayor circulación fiduciaria. En un país de economía agropecuaria pura, la circulación es normalmente reducida [...] La actividad industrial cambia esa figura [...] son otros tantos hechos que aumentan el volumen de medios de pago necesarios y que influyen en la velocidad de circulación monetaria. Se trata pues, de hechos normales que no pueden ser confundidos con inflación [...]. (p.72)

El principal sector beneficiario del crecimiento crediticio fue el industrial, que entre fines de 1945 y 1949 expandió el volumen de crédito recibido en términos reales en un 312%. Medidos en moneda homogénea, el saldo de créditos del sector industrial fue para la primera fecha de 523 millones de pesos, mientras que para la segunda alcanzó los 2.156 millones de pesos. En promedio, la industria recibió nuevos créditos por un monto anual de 408 millones de pesos en valores de 1945. Aunque no evolucionó de forma tan favorable, la asistencia al sector rural también se expandió durante el período. Entre fines de 1945 y 1949, la misma se incrementó en 151%, pasando de un stock de créditos de 354 millones de pesos a 889 millones de pesos de 1945. La asistencia al sector rural se expandió a un ritmo anual de 133 millones de pesos, aunque se centró principalmente en 1947, 1948 y 1949.

A pesar del avance de este sector, debe recalcar el incremento en la participación del sector industrial.

Aún con estos indicadores favorables al sector industrial, un análisis más riguroso habrá de atemperar las conclusiones más optimistas. Si bien los indicadores de inversión se aceleraron fuertemente durante el período, no puede dejar de señalarse que el grueso del crédito recibido por las empresas industriales se compuso de financiación a corto plazo y fue destinado a capital de trabajo, continuamente erosionado por la inflación y una masa salarial creciente. Pese a los fines declarados del Banco Industrial de promover el crédito de fomento a largo plazo, el mismo devino rápidamente en una institución incapaz de proveerlo (Rougier, 2004). Aun así, debe remarcar que estimaciones de la capacidad instalada del sector industrial sugieren que la misma creció fuertemente entre 1946 y 1948.

El stock de bienes de capital de la industria manufacturera en su conjunto se expandió entre fines de 1945 y fines de 1949 alrededor de un 20% (Elías, 1969). Pero la performance sectorial fue disímil. El sector textil acompañó la tendencia general, en tanto que el sector alimenticio evidenció una tendencia fuertemente declinante, disminuyendo su stock de capital cerca de un 7%. El sector de transformación de metales, en cambio, registró una clara tendencia favorable: entre las fechas estudiadas, expandió su stock de bienes de capital en un 50%, aunque debe tenerse en

cuenta su participación menor dentro del sector manufacturero.

No obstante, para 1949 el proceso de expansión del crédito comenzó a moderarse. El alza de la inflación y el agotamiento de las reservas de divisas libres obligaron al Gobierno a encarar políticas de austeridad y racionamiento crediticio. Si bien 1949 fue un año de transición en el que todavía la expansión de los años previos se hacía sentir, la fuerte desaceleración del crédito comenzó a plasmarse hacia fin de año.

Juzgada concluida una primera etapa de "revolución económica", el Gobierno procedería a "ajustar" la economía a fin de lograr un desarrollo más armónico de la actividad económica, limitando el crédito en volumen y subiendo la tasa de interés.

Las estimaciones permiten suponer que dicho ajuste implicó una caída en términos reales del 25% del volumen de crédito otorgado en 1949 en relación con el año previo. No obstante, la estadística monetaria revela una caída aún mayor de lo que la crediticia deja entrever. Mientras que el crédito a industria y agro se redujo aproximadamente en un cuarto, la creación de dinero destinada al sector privado en su conjunto se redujo a la mitad. Esta divergencia entre las fuentes se debe a diferentes criterios de agregación de la información. En este sentido, resulta mucho más confiable la información monetaria, aunque lamentablemente se presenta menos desagregada impidiendo

realizar un análisis sectorial. Estos señalamientos nos llevan a suponer que la caída del crédito disponible para el sector privado, medido en términos reales, pudo haber sido muy superior al 25%, y probablemente se haya ubicado en una cifra intermedia alrededor del 35-40%.

Un capítulo aparte merece el análisis del crédito hipotecario. En 1946 se tomó la decisión de modificar el mecanismo de financiación del crédito hipotecario. Hasta ese momento, el capital demandado por el crédito hipotecario era financiado mediante sociedades de ahorro recíproco y por el mercado de valores a través de la emisión de Cédulas Hipotecarias (CHA)<sup>2</sup>. Este instrumento financiero, muy estable, líquido y solvente se había convertido en un gran medio de ahorro e inversión para la clase media argentina y explicaba gran parte del movimiento en el mercado de capitales local. En promedio, la CHA rindió cerca de un 6% anual entre 1900 y 1946, lo que en términos reales significó importantes retornos para los inversores. El peronismo juzgó necesario modificar el mecanismo de financiación del crédito hipotecario, buscando con ello cumplir dos objetivos. En primer lugar, abaratar y expandir el crédito hipotecario, ampliando el acceso a la vivienda propia. En segundo lugar, buscó despejar el mercado de capitales de instrumentos que compitiesen con la financiación de la actividad industrial, disminuyendo a su vez el costo de oportunidad de esta operatoria. Para sustituir la CHA, se dispusieron dos medios

alternativos: el lanzamiento de bonos hipotecarios del Banco Central y el mecanismo de redescuento. En 1946 se procedió a rescatar la totalidad de las Cédulas en circulación, operación que insumió unos 1.440 millones de pesos y explicó más del 40% del crecimiento en los medios de pago dicho año. Paralelamente, se buscó recuperar estos fondos emitiendo bonos hipotecarios; en 1946 la Comisión de Valores autorizó la emisión de 2.000 millones de pesos en dicho instrumento, pero en virtud de su escaso rendimiento – el 3% anual– su aceptación fue nula (Barbagallo, 2017). Fracasado el intento de recurrir al mercado de capitales, quedó abierto el expediente del redescuento bancario, mecanismo que sería utilizado de 1947 en adelante.

Durante los primeros años, las tendencias en la distribución del crédito hipotecario difirieron en gran medida de las del resto del sector privado. La expansión de este tipo de crédito fue bastante menor a la del crédito a empresas. En valores corrientes el crédito hipotecario distribuido entre 1946 y 1949 alcanzó los 2.570 millones de pesos, con lo que se convirtió en el tercer factor de expansión de la oferta monetaria en orden de importancia, detrás del sector oficial (IAPI incluido), que insumió 10.708 millones de pesos, y detrás del crédito al público (privado), que explicó una monetización de 7.367 millones de pesos. No obstante, manifiesta una evolución a lo largo del período que contrasta bastante con los otros rubros del crédito. Comienza en 1947 con

<sup>2</sup> Véase Cortés Conde (2011) y Gómez (2012).



valores muy bajos, y en 1948 y 1949, en momentos en que el resto de los rubros se estancan y decrecen, se expande notablemente. En 1946 las estadísticas muestran que no se monetizaron operaciones hipotecarias (salvo el rescate de la CHA), mientras que en 1947 alcanzaron los 297 millones de pesos. En 1948 prácticamente se cuadruplicaron, alcanzando los 1.011 millones de pesos y en 1949 alcanzaron la cifra récord de 1.262 millones de pesos.

En lugar de verse restringidos al igual que los créditos al sector industrial, los créditos al sector hipotecario crecieron fuertemente en 1948 y 1949. Hasta 1955 la política del crédito hipotecario sería altamente expansiva, reflejando la importancia que el mismo revestía para las autoridades económicas. Varios motivos pueden arriesgarse como explicación de esta dinámica. Ante la caída de la actividad industrial es probable que el Gobierno buscara en la construcción una herramienta para dinamizar la economía incentivando actividades con un menor impacto sobre el sector externo (lo que en cierta medida es discutible, ya que gran parte del cemento era importado, al igual que el hierro). A partir de 1948 y 1949, el impulso a la actividad de la construcción a través del crédito fue bastante marcado. No es de sorprender entonces que durante 1950 se haya alcanzado el nivel más elevado de consumo per cápita de cemento del peronismo: 117,15kg. Estos datos son solidarios con la estadística publicada en el Boletín Estadístico del BCRA de enero de 1958: mientras que la economía se

contrajo un 0,1% entre 1948 y 1950, la actividad de la construcción se expandió un 16% en dicho período<sup>3</sup>.

Resumiendo, los años que van de 1946 a 1949 pueden ser caracterizados como años de intensa expansión monetaria, con limitado traslado a precios debido al fuerte crecimiento de la oferta, como resultado de la expansión de la producción local y un marcado incremento de la importación financiada con reservas externas acumuladas durante la guerra, pero no apoyadas por la capacidad exportadora del país. Durante 1949 esta dinámica se vio interrumpida por el agotamiento de las reservas de divisas libres, lo que marcó un límite fuerte al proceso de expansión económica. Esto devino en fuertes tensiones inflacionarias. La expansión de los medios de pago fue liderada por el sector público, que destinó en gran medida estos recursos a su programa de nacionalización de servicios públicos y reequipamiento de los mismos. El traslado a precios de estas medidas expansivas probablemente haya sido limitado; para la nacionalización de los ferrocarriles ingleses se utilizaron divisas bloqueadas, mientras que los recursos emitidos para reequipar los servicios públicos fueron compensados con un signo contrario en el sector externo. El saldo de estas operaciones no fue una expansión neta en los medios de pago, sino un consumo de divisas y oro, no inflacionario en el corto plazo, pero parte del

<sup>3</sup> Nos referimos al cálculo de producto a precios de mercado incluido en el Boletín Estadístico del BCRA de enero de 1958.

coctel explosivo que llevaría a la crisis del sector externo en 1949. La expansión del crédito al sector privado fue un causal de primer orden en el aumento de la oferta monetaria. El mismo fue dirigido especialmente a la industria, y dentro de ella, mayoritariamente a los sectores maduros, alimenticias, textiles, y solo en menor medida a sectores dinámicos. Durante 1949 el crédito al sector privado se redujo fuertemente, especialmente al sector industrial. El crédito hipotecario, en cambio, emprendió una notable expansión en 1948 y 1949, que compensó en parte la caída del crédito industrial. En 1949 el crédito al sector agropecuario comenzó a cobrar mejor ritmo que el crédito industrial, lo que dejó sentadas las tendencias del subperíodo posterior.

## 1950-1952. AJUSTE Y VUELTA AL AGRO I

Los años que fueron de 1950 a 1952 estuvieron marcados por la crisis casi permanente del sector externo, el ajuste y el achicamiento de la economía. Según el Boletín Estadístico del BCRA de enero de 1958, la economía local se contrajo más de un 3% entre 1950 y 1952. En el plano monetario y financiero esto tuvo un correlato bien marcado: aunque fueron los años en que la creación de dinero se redujo a su menor ritmo, el alza de los precios siguió una tendencia completamente opuesta. En 1949 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) marcó un alza del 31.1% y el Índice de Precios Mayoristas

(IPM), un 23.2%. En 1950 estos índices crecieron un 25.5% y 20.4% respectivamente (Ferrerres, 2010). En 1951 dichos índices subieron un 37.7% y 49%, respectivamente, mientras que durante 1952 aumentaron un 38.6% y 31.2%. Como señaló García Martínez (1965), el alza de precios de este período debe atribuirse en gran medida a la disminución de la oferta externa, más que a un alza desmedida de los medios de pago. Según Orlando Ferreres (2010), la oferta global declinó entre 1948 y 1952 alrededor de un 5%, concentrándose el grueso del declive en las importaciones de bienes y servicios, que cayeron cerca de un 50% durante dicho lapso de tiempo. La memoria de la Bolsa de Comercio de 1952 subraya este punto: “[...] un factor que ha influido en los niveles de los precios es la escasez de materias primas disponibles a consecuencia de la restricción de las importaciones[...]” (p.11).

Pero estos datos ocultan parte del problema. A partir de 1949, Argentina se vio forzada a reorientar su comercio exterior hacia el área de países con convenios de divisas. Las compras a los Estados Unidos prácticamente desaparecieron y se importaron solo insumos de primera necesidad. Los equipos y maquinarias disponibles en la plaza local provinieron de orígenes alternativos dentro del área de divisas de convenio. Esta limitación y reorientación del comercio exterior causó escasez y alza en los precios de los bienes de capital. Luego de 1949 los mismos experimentaron una tendencia al alza mucho más marcada que el resto de los precios.

No obstante, las estadísticas con las que se confeccionan las series de cuentas nacionales no captan estas modificaciones y continúan valuando los bienes de capital a precios de la década de 1930 (Díaz Alejandro, 1975). Si en lugar de tomar esos precios se tomasen los vigentes durante el período, el cómputo de la oferta global por el lado de los bienes y servicios importados sería aún menor. Aunque no podemos estimar el impacto de la modificación de los precios relativos de los bienes de capital a partir de 1949 sobre el conjunto de la economía, es evidente que debió ser importante.

El período 1949-1952 estuvo fuertemente atravesado por la permanente crisis del sector externo, cuya profundidad fue en parte aminorada por el comienzo de un nuevo ciclo de endeudamiento externo. El contexto desfavorable obligó a que en 1950 el Gobierno emprendiese una importante devaluación, alimentando las tensiones inflacionarias. Este hecho daría comienzo a un ciclo de movimientos pendulares de *Stop and Go* e inflación cambiaria. Adicionalmente, el Gobierno se vio obligado a contratar un crédito con el Eximbank de Estados Unidos para regularizar los pagos por importaciones adeudadas. También intensificó el uso del crédito bilateral mediante las divisas de convenio, que a partir de 1951 comenzaron a arrojar saldos deficitarios para la Argentina (Sourrouille, 2007). A partir de 1950, Europa comenzó a reponer su producción de alimentos y comenzó a reestructurarse tibiamente el intercambio comercial

dentro del continente, lo que debilitó la endeble posición exportadora de la Argentina y repercutió en los resultados comerciales adversos que se empezaron a registrar con este sector. Durante 1951, “[...] mientras el saldo neto de las divisas de compensación marca un déficit de m\$ 724 millones, las divisas libres muestran por el contrario un superávit de m\$ 183 millones” (*Memoria anual del BCRA, 1951 p. 23*). En 1952 esta situación se agravó aún más: “[...] el balance de pagos tuvo un déficit de m\$ 1890 millones que se reflejó, en más de sus dos terceras partes, en el sector de divisas de compensación. Las facilidades que ofrece el régimen financiero de los convenios de compensación fueron empleadas para atender ese desequilibrio” (*Memoria anual del BCRA, 1952 p.13*).

No obstante, con el comienzo de la guerra de Corea en el año 1950 y el incremento de la demanda de productos agrícolas a nivel mundial, el sector externo tuvo un breve respiro. En estas circunstancias, la economía logró crecer tibiamente durante 1950 y de forma más contundente en 1951. Pero el fracaso de la cosecha de 1951-1952 y el descenso de los precios a partir de 1951 tornó esta mejoría efímera, y en 1952 la crisis externa pegó con especial dureza y la economía se contrajo más de un 5%.

Para aminorar el traslado a precios de la crisis del sector externo, el Gobierno intentó poner paños fríos a la demanda, ralentizando el ritmo de la expansión monetaria de los años previos. Este freno

fue especialmente notorio en la monetización del sector público, que alcanzó niveles mínimos. Entre 1950 y 1952, el sector público explicó solo un 14% de la expansión de los medios de pago total. Fue notoria la caída del déficit del IAPI, que se explicó principalmente por la finalización del programa de nacionalización de los servicios públicos y menor intensidad en el reequipamiento de los mismos. Así lo expresa la memoria del BCRA de 1950:

[...] al respecto, cabe señalar especialmente que el Instituto Argentino de la Promoción del Intercambio (IAPI) ha logrado reducir fuertemente sus requerimientos de crédito, al disponer sin inconvenientes la colocación de los saldos exportables de la producción agrícola - ganadera, cuya negociación se encuentra a su cargo, y al vender buena parte de sus existencias de mercaderías importadas. (p.25)

En tanto, los gastos del Gobierno fueron financiados a través del sistema previsional, evitando recurrir al crédito bancario.

La expansión de los medios de pago durante el período se vinculó casi exclusivamente con el crecimiento al crédito al sector privado. La participación de dichos créditos explicó más del 76% de la expansión total de medios de pago. En medio del proceso de ajuste, el Gobierno fue bastante reticente a disminuir de forma drástica el crédito al sector privado, lo que

implicó un marcado aumento en su participación dentro de los factores de expansión. Evidentemente, este incremento se dio en un contexto general de reducción en el ritmo de crecimiento en la oferta monetaria, por lo que medido en términos absolutos, la asistencia al sector privado no creció demasiado.

Luego de la drástica disminución del año 1949, el Gobierno retomó en 1950 su política de fuerte expansión crediticia. La *Memoria* del BCRA de dicho año explica así esta nueva orientación: "[...] esas disposiciones establecen que los recursos bancarios han de estar al servicio exclusivo de la producción de bienes indispensables para satisfacer las necesidades básicas de la población; de la producción agropecuaria y la elaboración industrial" (p.57). En los años 1950, 1951 y 1952 el ritmo promedio de expansión del crédito, medido en términos reales, fue similar al de los mejores años del período previo. Entre 1950 y 1952 el crédito se expandió a razón de 1.531 millones de pesos por año, mientras que durante 1946 y 1948, la expansión se ubicó en una media de 1.550 millones de pesos anuales. No obstante, los elevados niveles de 1948, año en que se registró una expansión de más de 2.110 millones de pesos, no volvieron a alcanzarse. Si bien la expansión del crédito respondió en parte a presiones sectoriales que impidieron la adopción de una política más restrictiva, detrás de ella el Gobierno procuraba intensificar la oferta de bienes y servicios a fin de afrontar las presiones inflacionarias vigentes.

El sector productivo fue nuevamente el principal beneficiario del crédito bancario. Pero si bien en este sentido se mantienen algunas de las tendencias del período anterior, se registran otras nuevas. Entre ellas cabe destacar el avance relativo del agro y la construcción. Aunque la industria manufacturera continuó siendo la mayor beneficiaria del crédito en términos absolutos, su participación sobre el volumen total se redujo considerablemente. En cambio, la orientación del crédito durante el período refleja las nuevas líneas de política económica vinculadas con un programa de estímulo al sector exportador. La crisis de 1949 puso de relieve los límites del programa económico tal como estaba concebido inicialmente. La posibilidad de convertir al sector agrícola en motor de un acelerado proceso de expansión industrial dio por tierra cuando la Argentina se vio imposibilitada de colocar los saldos exportables favorablemente a partir de 1947. La necesidad de estimular al sector exportador determinó en gran medida las políticas aplicadas de 1949 en adelante:

Como lo anunciara oportunamente el poder ejecutivo nacional, una vez alcanzadas las premisas básicas para la erección de una industria manufacturera sana y concorde con el lugar que a nuestro país le corresponde por sus características, el apoyo de los medios de que dispone el Estado fue íntegramente volcado al sector de las industrias agropecuarias. (*Memoria anual del IAPI, 1950 p. 20*).

El conjunto de medidas destinadas a estimular la producción agrícola incluyó una mejora en los precios a los que el IAPI compraba dicha producción, un programa de importación de equipos de producción agrícolas, pero especialmente el implemento de una amplia política de créditos hacia el sector. Para tales fines, se instrumentaron nuevas líneas de crédito y se redujo la tasa de interés. Estas medidas llevaron a una rápida expansión del crédito dirigido al sector: los nuevos créditos representaron entre 1950 y 1952 un promedio anual de 447 millones de pesos. El contraste con el período previo no podía ser más marcado: entre 1946 y 1949, el ritmo anual de distribución de créditos al sector agrícola fue de 133 millones de pesos. Solo en 1952, la expansión del crédito al sector rural fue mayor a la total de los cuatro años de 1946 a 1949.<sup>4</sup>

El crédito al sector rural absorbió entre 1950 y 1952 cerca del 30% del total disponible para el sector privado. Su crecimiento fue tal que en términos absolutos equiparó al crédito industrial. La intensa movilización de fondos en favor del sector se manifiesta claramente en las memorias del BCRA:

Durante el año de 1952 se ha proseguido intensamente con la política de estímulo a las explotaciones agropecuarias, no sólo con tasas de interés y de redescuento menores a las aplicadas a otras actividades [...] se ha concedido crédito

<sup>4</sup> Variaciones netas de saldos a valores de 1945.

para la colonización [...] Además se han otorgado préstamos en condiciones liberales a cargo del Estado [...] (*Memoria anual* del BCRA, 1952 p. 60).

Pero la asistencia crediticia al sector industrial también prosiguió con fuerza durante el trienio, superando incluso en términos absolutos la expansión del período previo. Entre 1946 y 1949, el crédito industrial se expandió a un ritmo de 408 millones de pesos por año, mientras que en 1950-1952, la expansión promedió los 485 millones de pesos anuales. De todos modos debe señalarse la fuerte baja del año 1950, donde el crédito industrial se redujo a niveles exigüos: 77 millones de pesos; y la importante progresión de 1951 y 1952, cuando alcanzó los 524 y 853 millones de pesos.<sup>5</sup> Los sectores industriales más beneficiados por la distribución del crédito fueron en líneas generales los mismos que durante el período precedente: los sectores tradicionales, alimentos y textiles captaron el grueso del crédito, mientras que la industria metalúrgica recibió una porción menor.

De todos modos, al analizar estos números debe tenerse en cuenta que aunque la magnitud del apoyo al sector industrial fue mayúscula, este fenómeno no implica de por sí una acelerada capitalización. Esto se explica por varios fenómenos: a) las empresas experimentaron a partir de la crisis de 1949 importantes problemas de liquidez, por lo que una porción importante del crédito fue destinada a reponer capital de

trabajo, b) las necesidades salariales cada vez representaron una porción más relevante del capital de trabajo, por lo que gran parte del crédito bancario fue destinado a financiar el gasto salarial, c) el alza de precios de los bienes de capital, fenómeno muy marcado luego de 1949, disminuyó el poder adquisitivo de los pocos fondos destinados a la inversión y d) la crisis del sector externo, que restringió a un mínimo las importaciones de bienes de capital<sup>6</sup>.

La magnitud del deterioro de la capacidad productiva del sector industrial se refleja en los siguientes índices. El sector manufacturero en su conjunto redujo el stock de bienes de capital con los que operaba de un valor índice en 1949 de 64,6 a uno de 64,3 en 1952. El sector más perjudicado, uno de los mayores dentro de la industria, el alimenticio, redujo su stock de bienes de capital de un índice de 90,8 a otro de 83,9. En cambio, el textil experimentó una suba importante, lo que se relaciona con el incremento en el volumen de crédito recibido, pasando de valores de 72,4 a 75,5. El sector más beneficiado, pero de menor peso relativo frente a alimentos y textiles fue el de transformación de metales, que mejoró de 37,3 a 44,4 (Elías, 1969). Globalmente, lo que reflejan estos números es la incapacidad del crédito de apuntalar el desarrollo del sector industrial, a pesar de su abultado volumen. Claramente, esta dinámica se vincula con la crisis del sector externo y la imposibilidad

<sup>6</sup> Sobre la situación de las empresas ver Rougier (2004) y las *Memorias anuales* de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Sobre los precios de los bienes de capital, ver Díaz Alejandro (1975) y Sourrouille (1978).

<sup>5</sup> Variaciones netas de saldos de créditos del sector industrial a valores de 1945.

de proveer a la industria local de insumos y equipos en cantidad, calidad y precios convenientes.

Por su parte, el crédito hipotecario mantuvo elevados niveles, aunque un escalón inferior a los máximos de 1948 y 1949. Mientras que durante esos dos años el sector hipotecario distribuyó en promedio 735 millones de pesos, entre 1950 y 1952 el promedio anual de crecimiento en dicho rubro alcanzó los 590 millones de pesos, aunque con una tendencia decreciente<sup>7</sup>. Ya a partir de 1949, comenzaron los intentos de disminuir el volumen de crédito otorgado por el Banco Hipotecario. De todos modos, como la estadística permite observar, la disminución no fue muy marcada. Lo que sí se modificó fue la orientación del crédito hipotecario. Se favoreció especialmente la construcción de viviendas y edificios, limitándose la adquisición de viviendas usadas. Durante 1951 esta orientación fue marcada y el crédito a la construcción alcanzó un 87% del total (Gómez, 2015). En 1952 esta dinámica se repetiría:

Con el objeto de orientar la totalidad de las prestaciones hacia la edificación, se ha suspendido todo crédito ajeno a ese fin - salvo para las viviendas cuya construcción no data de más de un año desde la fecha en que fueron habilitadas - y se ha limitado la superficie a construir en función de los miembros que integran la familia del solicitante (*Memoria anual del BCRA, 1952 p. 55*).

No obstante, esta acción de apoyo hacia el sector de la construcción no permitió sostener el ritmo de la actividad, que durante 1952 se desmoronó un 14%, a pesar de haber marcado una buena trayectoria hasta el año anterior.

La principal novedad del período bajo análisis consiste en la baja en la velocidad de creación de dinero, consecuencia de los esfuerzos de estabilización económica emprendidos; y el aumento relativo y absoluto de la importancia de la asistencia al sector rural. Aunque el crédito a la industria, con excepción de las bajas de 1949 y especialmente 1950, también se incrementó, la verdadera novedad radica en la irrupción del sector rural como un destinatario específico de los esfuerzos financieros del Estado. Claramente, esta reorientación económica –baja de la emisión monetaria y estímulo a la producción exportable– estuvo vinculada a la fuerte crisis del sector externo, que significó, a pesar de los esfuerzos encarados a nivel monetario, una importante disminución en la oferta global y una fuente de tensiones inflacionarias. Por otro lado, no debe perderse de vista el achicamiento relativo del sector oficial entre los factores de expansión de la oferta monetaria. Tanto la administración central, como el IAPI, evitaron monetizar sus necesidades financieras, en un claro esfuerzo de disminuir las tensiones inflacionarias vigentes.

<sup>7</sup> Variaciones netas de saldos a valores de 1945.

## 1953-1955. VUELTA AL AGRO II

El período final del peronismo estuvo marcado por los lineamientos y objetivos del Segundo Plan Quinquenal. En un contexto signado por el límite de la restricción externa, la orientación del mismo privilegió de forma muy marcada el apoyo a las actividades primarias y exportadores. El sector rural fue beneficiado con importante asistencia crediticia y precios atractivos, muy por sobre la paridad de exportación y mejorando incluso por sobre los índices inflacionarios. La industria, luego de ser centro del proceso expansivo en los períodos previos, especialmente entre 1946 y 1949, pasó a ser un sector discriminado dentro de la política monetaria y crediticia del peronismo, tal como se manifiesta en los indicadores que se presentarán a continuación.

En líneas generales, este último período fue mucho más tranquilo en el plano económico que los anteriores. La inflación minorista disminuyó marcadamente, fue del 4% en 1953, del 3,8% en 1954 y del 12,3% en 1955. El crecimiento de la economía se intensificó, las exportaciones aumentaron, y el crédito hipotecario creció fuertemente. Esto se dio en un contexto donde la expansión monetaria prosiguió un ritmo marcadamente ascendente, creciendo a una tasa cercana al 21% anual. Es probable que el éxito del programa antiinflacionario radicase en el importante aumento de la oferta global de la economía, vinculada a un sector externo más favorable, que incrementó la oferta

de bienes y servicios importados desde los magros 2431 millones de m\$<sup>n</sup> de 1952 a más de 3834 millones de pesos durante 1955 (Ferrerres, 2010). Este punto aparece bien claro en la memoria del BCRA del año 1953:

La producción de granos finos, que fue excepcional en el año agrícola correspondiente a dicho ejercicio, permitió recuperar el ritmo de nuestras exportaciones, facilitar los aprovisionamientos foráneos dentro de las condiciones imperantes en el mercado y afianzar ostensiblemente las reservas de oro y divisas. (*Memoria anual del BCRA, 1953 p. 1*).

A partir de una balanza de pagos favorable, el sector externo dejó de operar como un factor de variación negativa en la oferta monetaria y se convirtió en uno expansivo. De este modo, contribuyó a la oferta monetaria con 330 millones de pesos. A pesar del resultado global positivo, que el mismo alcanzó mediante un importante superávit en el año 1953, cuando la oferta monetaria creció en 482 millones, se registraron luego saldos negativos en 33 millones y 118 millones de pesos en 1954 y 1955 respectivamente<sup>8</sup>. De todos modos, no debe perderse de vista que el resultado fue mucho más satisfactorio que durante períodos previos en lo que el déficit fue constante y profundo. La estabilización del frente externo se vinculó con una serie de factores: en primer lugar, con la virtual desaparición de las importaciones del área de divisas libres y un activo control sobre el volumen de las

<sup>8</sup> A valores constantes de 1945.



importaciones; en segundo lugar, con una mejora en el ritmo de las exportaciones, resultado de las políticas favorables hacia el sector agrícola; y, en tercer lugar, con un acelerado incremento de los pasivos externos<sup>9</sup>.

Lo que a nivel superficial parece ser un éxito moderado esconde ciertas contradicciones que serán presentadas a lo largo del análisis. Salvo la campaña excepcional de 1953, en 1954 y 1955 la estabilización del frente externo se debió de forma casi exclusiva a la contribución del endeudamiento vía el margen de crédito de los acuerdos bilaterales de compensación de divisas (Sourrouille, 2007). En más de una ocasión, el Banco Central argentino solicitó la expansión de los márgenes de crédito de los mismos a fin de conseguir el oxígeno financiero necesitado. En el frente de las divisas de convenio, el saldo de la balanza comercial fue fuertemente deficitario, solo compensado por el constante incremento de los márgenes de crédito. Para 1955, el saldo de las cuentas de convenio, que fue equilibrado hasta 1951, marcaba un activo por 49 millones de dólares y un pasivo de 270 millones en esa misma moneda. Estas cifras señalan el importante deterioro en este frente, que si no fue acompañado de forma tan marcada por el sector de divisas libres, fue por las limitaciones de incrementar pasivos en dicha divisa. Los diez años de peronismo dejaron al sector externo del país en condiciones desastrosas: no solo se extinguieron

las abundantes reservas disponibles en 1946 (alrededor de 1.100 millones de dólares en oro y divisas libres), sino que el país quedó en una situación de deudor neto por casi 400 millones de dólares (Sourrouille, 2007). Adicionalmente, gran parte de los activos en manos del BCRA eran poco líquidos o insolventes, mientras que los pasivos a cancelar eran en gran proporción de corto plazo. Entre 1951 y 1955 esta dinámica adquirió especial fuerza. Observadores contemporáneos como Prebisch (1955) señalaban que hacia 1956 y 1957, de no mediar un rápido aumento de las exportaciones, era de esperarse una nueva crisis del sector a medida que los pasivos debían ser cancelados.

La Bolsa de Comercio también concordaba con este diagnóstico:

Nadie, sin embargo, podía llamarse a engaño y el hecho de que la actividad económica se encontrara, dentro del ciclo económico de corto plazo, en una fase ligeramente ascendente, no significaba en manera alguna que se hubiera contrarrestado la tendencia de fondo o de largo plazo, que indicaba, terminantemente que la economía nacional continuaba en su proceso de descapitalización y en la falta de perspectivas de solución de sus graves debilidades de estructura: mecanización agrícola, transportes, energía y renovación de equipos industriales. (*Memoria anual* de la BCBA, 1955 p. 14).

<sup>9</sup> Véase Sourrouille (2007), y Ramos y Sourrouille (2013).

Y luego prosigue:

El problema mayor que sigue aquejando a la industria nacional es el del re equipamiento, por la falta de importación de bienes de capital y la débil situación financiera de la mayor parte de las industrias, a consecuencia del proceso de descapitalización (*Memoria anual de la BCBA, 1955 p. 21*).

Si bien la estabilización del frente externo permitió continuar un modesto crecimiento con inflación estable, esa dinámica solo fue el resultado de la compresión a niveles mínimos de las importaciones de bienes de capital, proceso que ya venía siendo implementado a partir de 1949. Si bien a valores nominales, e incluso expresados como participación sobre las importaciones, los datos no reflejan esta caída, lo que esconden en realidad es la modificación de los precios relativos de los bienes de capital. La falta de equipos para la inversión fue tan pronunciada que el registro de las cuentas nacionales se vio obligado a reconocer, junto a los rubros tradicionales que componen la inversión, construcción y equipos, uno nuevo: "Reparaciones", que representaba el conjunto de mejoras que se realizaban a los equipos para extender su vida útil una vez amortizados y concluida su vida útil inicial (Sourrouille, 1978).

Este proceso llevó a un franco deterioro en el stock de capital con que operaba la industria manufacturera. Lejos del espectacular crecimiento del período 1946-1949, entre 1953 y

1955 el deterioro en la dotación de bienes de uso del sector industrial fue bastante pronunciado, continuando la tendencia iniciada en 1949. El conjunto del sector industrial manufacturero disminuyó su dotación de bienes de capital en un 6%. El sector textil lo hizo en un 12% y el de alimentos y bebidas en un 5%. En cambio, el sector metalúrgico aumentó su stock de bienes de capital en 13,5% (Elías, 1969). Globalmente, y a pesar de cierto dinamismo en las ramas más modernas, el sector industrial experimentó un creciente deterioro. El empeoramiento en la dotación de capital del sector industrial, junto con las restricciones impuestas sobre la importación de bienes intermedios e insumos, tuvo consecuencias negativas sobre la productividad, constituyéndose en una fuente de tensiones inflacionarias que terminaría de explotar una vez caído el régimen.

Pero aunque el sector externo aportó cierta tranquilidad momentánea al frente monetario, el sector oficial registró una fuerte escalada como factor de expansión. Lejos del período anterior, donde el sector oficial se había retirado del mercado monetario, dejando la oferta librada al sector privado, a partir de 1953 retornó con bríos a demandar fondos al sistema bancario. No obstante, debe señalarse que dentro del sector oficial no fue la monetización de los gastos del Gobierno la responsable de la gran expansión monetaria, sino las operaciones del IAPI. En su conjunto, las operaciones del IAPI y del Gobierno significaron una expansión monetaria de 2.866

millones de pesos, registrando una participación de casi el 38% sobre el total. De este total, el IAPI insumió 2.475 millones de pesos. El Gobierno, al igual que lo venía realizando desde 1946, financió el grueso de su déficit mediante la colocación de bonos en las cajas previsionales, demandando del sistema bancario menos de 400 millones de pesos<sup>10</sup>.

El accionar del IAPI se correspondió con la política trazada en el Segundo Plan Quinquenal de estimular al sector agropecuario. En este sentido, el IAPI siguió una política de precios redituables para la producción agraria. Así lo expresa la *Memoria* del BCRA de 1953: “[...] el mantenimiento de los precios básicos en la compra de las cosechas, siguió constituyendo un estímulo notorio para proseguir las tareas rurales, no obstante, las perspectivas desfavorables de los precios internacionales” (p.2). Entre 1953 y 1955 se prosiguió con las mejoras graduales a los precios agrícolas, a pesar de que a nivel internacional los mismos registraran una tendencia a la baja. Este funcionamiento dio lugar a un déficit creciente en las operaciones de comercialización de la cosecha, el cual fue cubierto mediante endeudamiento bancario. Dicho mecanismo funcionó como un subsidio directo a la explotación agrícola. Esta dinámica representaba un fenómeno novedoso: durante los períodos previos los saldos de dichas operaciones resultaron equilibrados, pero a partir de 1953 comenzaron a marcar quebrantos de gran importancia. Su relevancia

queda manifiesta en la memoria del BCRA del año 1954:

En efecto, la política de apoyo al campo a través de las operaciones del I.A.P.I., que tiene a su cargo la financiación de las cosechas, explica cómo de un total de 13.714 millones en que crecieron dichos medios de pago en el año, correspondieron a ese organismo estatal M\$N 4.515 millones, o sea, el 32,9% de dicho aumento. (p.30)

A diferencia de las operaciones del IAPI, que crecieron notablemente durante el período, el crédito al sector privado se redujo fuertemente. La participación dentro de los factores de expansión monetaria también alcanzó los niveles mínimos durante el peronismo, explicando apenas poco más del 32% de la creación de dinero. Igualmente, debe considerarse que esta periodización esconde el hecho de que el grueso del ajuste recayó en el año 1953, donde el crédito disponible se redujo a niveles mínimos, para luego recuperarse tíbicamente. La realidad económica posterior a 1952 tornó imposible proseguir con el proceso de expansión monetario por el curso que venía circulando, y el grueso del ajuste recayó en la distribución del crédito, especialmente al sector industrial. La difusión del Segundo Plan Quinquenal daba cuenta de esta novedad y llamaba a controlar la expansión del crédito bancario:

El primer plan se movilizó con dinero nuevo, es decir con créditos, con expansión crediticia y emisión; el segundo plan no se pone en marcha merced a la

<sup>10</sup> A valores constantes de 1945.

expansión crediticia, no lo hace con dinero nuevo, sino con dinero existente, toda vez que moviliza los fondos de los ahorros socialmente útiles, disponibles por el país en el Instituto Nacional de Previsión Social. (Rumbo, 1953, p. 522)

En 1955, las autoridades del ministerio de finanzas defendían la restricción de la política crediticia del siguiente modo:

El país ha realizado ya una interesante experiencia de utilización del crédito bancario para la promoción del desarrollo económico que se justificó en la primera etapa de su expansión, como consecuencia de la insuficiencia del ahorro interno para cubrir integralmente las inversiones programadas. Pero, en el estado actual de la coyuntura económica, la capitalización de las empresas debe ser realizada libre de toda presión inflacionaria, que se produce cuando las inversiones se financian con crédito bancario. Para salvar este inconveniente y lograr una financiación adecuada, que no conspira contra la sanidad de las empresas, se ha sostenido la necesidad de estimular la utilización del mercado de acciones, para cubrir los requerimientos a largo plazo de las firmas. (*Hechos e Ideas*, 1953, pp. 255-256).

Todos los sectores económicos fueron afectados adversamente por la restricción del crédito, incluso el sector agropecuario. A pesar de las intenciones de continuar con la asistencia al sector agropecuario,

el crédito destinado al mismo se redujo de 1.381 millones de pesos entre 1950 y 1952 a 770 millones de pesos entre 1953 y 1955. Y el sector industrial sufrió lo peor del ajuste. Entre 1950 y 1952 fue beneficiado con 1.455 millones de pesos; mientras que entre 1953 y 1955 recibió 693 millones de pesos (en valores constantes de 1945).

Dentro de los factores de expansión de la oferta monetaria, el crédito hipotecario experimentó una importante alza durante los últimos años del peronismo. Aunque durante 1953 sufrió los rigores del plan de ajuste, en 1954 y 1955 el crédito hipotecario marcó récords sucesivos. El promedio anual de los créditos otorgados se situó en unos 747 millones de pesos, totalizando en el trienio unos 2.242 millones de pesos. Esta cifra ubica al sector hipotecario muy por encima del sector agropecuario, que recibió 770 millones de pesos, y del sector industrial, que recibió 693 millones de pesos. No obstante, es llamativo que siendo el grueso del crédito hipotecario destinado a la construcción, tal actividad permanezca en niveles tan bajos una vez alcanzado el pico de 1951. Entre 1952 y 1955 la actividad de la construcción siguió un patrón errático y una performance inferior al resto de los sectores de la economía.

En resumen, el período 1953-1955 verifica un aumento en el ritmo de expansión de los medios de pago respecto al período previo, pero sin alcanzar los elevados niveles de 1946-1949. A pesar de esta aceleración, un marcado

incremento de la oferta, conjugado con la baja en la velocidad de circulación del dinero, permitió mantener la inflación a raya. Dicho incremento en la oferta se vincula principalmente a una mejora en el frente externo a consecuencia del aumento en el ritmo de la producción rural y las exportaciones, y al incremento de los pasivos externos. Adicionalmente, para lograr el equilibrio externo se comprimieron las importaciones a niveles mínimos, especialmente las de bienes de capital, lo que implicó una caída fuerte en la inversión en equipos y la descapitalización del sector industrial. El sector rural fue ampliamente favorecido durante el período. Si bien vio la asistencia crediticia restringida, el establecimiento de precios de compra de la cosecha muy por encima del valor internacional compensó de sobra este efecto negativo. El quebranto de estas operaciones fue asumido por el IAPI, que monetizó los mismos a través de la asistencia crediticia del sector bancario. Los quebrantos del IAPI originados en las compras de la cosecha fueron el principal factor de expansión monetaria del período. El crédito al sector privado se moderó bastante durante este momento. El sector agrario salió menos perjudicado que el sector industrial: mientras que el primero redujo su asignación crediticia en un 44%, el segundo lo hizo en un 58%. En cambio, el gran ganador del período fue el crédito hipotecario, que alcanzó elevados niveles, aunque sin mayores impactos sobre la actividad de la construcción.

## **LAS TASAS DE INTERÉS DURANTE EL PERONISMO**

Salta a la vista que la expansión crediticia durante el peronismo se encontró regulada únicamente por el lado de la oferta. La demanda en cambio, tendió hacia el infinito, absorbiendo la totalidad de los recursos puestos a disposición y siempre reclamando la inyección de nuevos capitales. Es en este punto del análisis donde debemos comenzar a considerar el efecto de la tasa de interés. Con excepción de los años 1947 y 1953, la tasa real de interés se ubicó en zona negativa.

A grandes rasgos, puede apreciarse que existieron cuatro grandes grupos de tasas: las destinadas al conjunto de la economía: industria, servicios y comercio; las destinadas al sector agropecuario; las destinadas al sector hipotecario y las destinadas al IAPI. Entre ellas, las tasas del sector hipotecario, del sector rural y del IAPI estuvieron especialmente subsidiadas; su valor nominal se ubicaba en torno al 2 y 3% anual. Las tasas destinadas al resto de los sectores de la economía se ubicaron entre en 5 y 8% anual. No obstante, todas ellas reportaban un importante elemento de subsidio implícito, ya que se ubicaban en terreno real negativo.

Este elemento de subsidio implicó importantes transferencias de ingreso entre sectores. Por lejos el IAPI fue el actor más beneficiado por estas transferencias. El elemento subsidio representó la movilización de recursos equivalentes al 13% del producto en su favor. El IAPI

subsidió al sector rural, solo por la compra de cosechas en un volumen equivalente al 9% del Producto Interno Bruto (PIB). Globalmente, el sector rural fue el mayor beneficiario del crédito bancario, de forma indirecta por el subsidio a través del IAPI, y de forma directa, por los créditos que recibía. Éste último mecanismo implicó la transferencia adicional del 4,1% del PBI. En su conjunto, la asistencia al sector representó una transferencia de más del 13% del PBI, lo que más que seguro compensa el efecto de la sobrevaluación cambiaria que soportó los primeros años.

La asistencia al resto del sector privado representó un subsidio aproximado del 13,9% del PBI, del que la industria recibió poco más del 35%. El sector hipotecario también fue especialmente beneficiado por las tasas negativas. Entre 1946 y 1955, las transferencias hacia los deudores del mismo totalizaron casi el 10% del PBI.

El ritmo de estas transferencias acompañó las tendencias de la inflación. El grueso de las mismas se produjo en los años de brote inflacionario entre 1949 y 1952, en los que gran parte de estos pasivos fueron licuados. Durante todo el peronismo se licuaron pasivos equivalentes al 40% del PBI. Más de 31 puntos se licuaron entre 1949 y 1952. A partir de 1953, esta tendencia se morigeró. Los últimos años fueron tranquilos en este aspecto. Aunque no se produjo un efecto de licuación de pasivos del sector privado muy marcado, la transferencia hacia el sector rural a través de precios sostén alcanzó

niveles elevados, llegando entre 1953 y 1955 casi al 7% del PBI.

## CONSIDERACIONES FINALES

Vista globalmente, la política financiera del peronismo en su período "clásico" tuvo como fin sostener la capitalización y actividad del sector privado. Contrario a lo que podría pensarse, el principal beneficiario de esta política fue el sector rural. El sector industrial si bien fue ampliamente beneficiado entre 1946 y 1949, dejó rápidamente de ser una prioridad para el Gobierno a medida que la situación del frente externo se complicaba. El financiamiento del déficit público poco parece haber incidido sobre la evolución de los principales indicadores monetarios del período.

Pero si el beneficiario fue el sector privado, rural en primera instancia y urbano en segunda: ¿qué sector salió perjudicado por las mismas? Esta es una pregunta difícil de abordar debido a la escasez de estadísticas. En principio, estas transferencias perjudicaron a todo tenedor de activos financieros cuyo retorno se situase por debajo de la inflación. Esto representa principalmente a los tenedores de saldos monetarios, en efectivo y depósitos, y a los tenedores de títulos públicos. Respecto a lo primero poco sabemos. Es claro que el origen de estas transferencias no fueron los saldos monetarios en poder de las empresas, siempre carentes de liquidez y deudoras netas del sistema financiero. Los sectores más bajos de la clase

obrero poco debieron haber aportado, pues la masa salarial total era baja en comparación con la magnitud total de las tenencias de dinero y depósitos, esto, sin tener en cuenta su baja propensión al ahorro. Por otro lado, si existieron transferencias en este sentido, las mismas fueron mucho más que contrarrestadas por el efecto del crédito hipotecario subsidiado, destinado en su gran mayoría a las masas obreras.

Aunque no existen estadísticas para estos años, ciertos datos elaborados por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) (1968) para la década de 1960 pueden echar cierta luz sobre el asunto. Durante esta década, la Cepal constató que el grueso del ahorro nacional era generado por el sector familias, y dentro de ellas, por el sector de mayores ingresos. En este grupo deben considerarse profesionales, comerciantes, asalariados jerárquicos y pequeños empresarios no organizados bajo la forma de sociedades. Aunque estos datos deben tomarse con reparo, ya que corresponden a un período posterior, una dinámica similar podría encajar bien con el escenario planteado durante los años peronistas. Al fin y al cabo, estos sectores medios y capas bajas del empresariado constituyeron una activa oposición al régimen, por lo que no es carente de sentido pensar que el peso del impuesto inflacionario haya caído especialmente sobre sus espaldas. En cambio, un sector especialmente perjudicado, pero no justamente por la tenencia de saldos monetarios, fue la clase obrera en

su conjunto por la depredación de los fondos de las cajas previsionales. Obligar a las cajas a suscribir bonos con rendimientos fuertemente negativos, equivale a expropiar una parte del ingreso futuro. De este modo, la clase obrera financió activamente la actividad estatal, lo que implicó de una forma u otra una pérdida de poder adquisitivo diferida.

La lógica de estos mecanismos de transferencias vuelve a reforzar el carácter proempresa de la política monetaria del peronismo. Los principales beneficiarios de las transferencias de ingresos fueron los empresarios urbanos y rurales, y quienes cargaron con el grueso de las mismas fueron los estratos medios y en cierto sentido la clase obrera, a través de la depredación de sus recursos previsionales. A pesar de estos primeros avances en este sentido, sin dudas la investigación debe profundizarse para echar luz sobre este problema, complejizando las hipótesis aquí planteadas.

## CUADROS

Año	Sector externo	Préstamos al público	Créditos hipotecarios	IAPI	Sector oficial	Otros	Recursos monetarios totales	Var. % Anual en recursos monetarios totales
1946	-69,7	884,8	0	971,1	-536,3	1.996	15.346,7	27%
1947	-1.734,3	2.532,2	297	2.244,1	793,8	-416	19.063,5	24%
1948	-1.279,9	2.458,1	1.011	2.878,7	1.392,7	-970	24.554,1	29%
1949	-190,4	1.492,6	1.262	1.780,4	1.183,6	-177,4	29.904,9	22%
1950	887,1	3.655,2	1.340	8,2	691,7	-976,1	35.511	19%
1951	-690,4	5.625,8	1.812	291,8	391,8	-1.100,6	41.841,4	18%
1952	-1.620,4	3.904,5	2.104	950,6	182,9	-721,9	46.641,1	11%
1953	2.160,8	2.377,4	2.397	3.162,6	396,9	727,2	57.863	24%
1954	-153,6	4.179,7	3.820	4.657,5	497,9	-1.500,9	69.363,6	20%
1955	-597	5.176,2	4.425	3.824,2	981,6	-827,4	82.346,2	19%

TABLA I. Factores de creación de recursos monetarios (Var. anual en millones de m\$n corrientes)

Fuente: Elaboración propia con base en Blanco (1956), memorias del BCRA y Balances consolidados del sistema financiero, BCRA



Año	Sector externo	Préstamos al público	Créditos hipotecarios	IAPI	Sector oficial	Otros	Recursos monetarios totales (a fin de año)
1946	-60	764	0	839	-463	1.724	13.254
1947	-1.445	2.110	248	1.870	662	-347	15.886
1948	-925	1.776	730	2.080	1.006	-701	17.739
1949	-112	875	740	1.044	694	-104	17.537
1950	432	1.781	653	4	337	-476	17.300
1951	-226	1.840	593	95	128	-360	13.683
1952	-404	974	525	237	46	-180	11.630
1953	482	531	535	706	89	162	12.919
1954	-33	906	828	1.009	108	-325	15.027
1955	-119	1.029	879	760	195	-164	16.366

TABLA II. Factores de creación de recursos monetarios (Var. anual) en millones de m\$*n* de 1945

Fuente: Elaboración propia con base en Blanco (1956), memorias del BCRA y Balances consolidados del sistema financiero, BCRA. Valores deflactados por IPM de Ferreres (2010).

Total	Sector Oficial					Sector Privado			
	Total	Cajas previsionales	Reparticiones nacionales	Banco Central	Otros bancos oficiales	Total	Bancos Particulares	Compañías de seguros	Otros
58.132,4	55.585	43.805,4	1.621,5	4.249,8	5.908,5	2.547,2	828,6	491,3	1.227

TABLA III. Circulación neta de deuda pública por sectores de inversión a diciembre de 1956 (en millones de m\$*n*)

Fuente: Oecei (1966)

## ACLARACIONES METODOLÓGICAS Y DE FUENTES

Para la confección de los cuadros sobre factores de expansión, en lugar de utilizar directamente con la estadística monetaria actual publicada por el BCRA bajo el rótulo "Balances Consolidados del Sistema Financiero", se ha decidido realizar una serie de ajustes previos. La razón obedece a que la estadística actual no presenta el nivel de detalle requerido para el análisis propuesto. El sector público se expone con un nivel de agregación tal que no permite distinguir entre los requerimientos del IAPI y las necesidades de la administración central. Lo mismo sucede respecto al crédito al sector privado: no permite distinguir el crédito hipotecario de otros tipos de créditos.

Para alcanzar el nivel de desagregado requerido de la información se han recalculado ciertos rubros específicos de la estadística monetaria. En primer lugar, al desearse mayor nivel de desagregado en la información referida a las operaciones del IAPI se procedió a recalcular la monetización del déficit a partir de las cifras de pasivos bancarios publicadas en Blanco (1956). Ya que los depósitos bancarios del IAPI fueron durante el grueso del período prácticamente insignificantes en relación a sus pasivos bancarios, se asume analíticamente que la totalidad de la deuda bancaria del IAPI actuó como factor de expansión de los medios de pago. Por otro lado, para desglosar el

crédito hipotecario como sub categoría del crédito al sector privado, se recurrió a la estadística monetaria original publicada en las memorias del BCRA del período, donde éste figuraba como una categoría independiente.

Respecto a la evolución del crédito sectorial se ha optado por trabajar con las cifras publicadas en las memorias del BCRA del período. No obstante, deben aclararse que los resultados expuestos son provisorios ya que la fuente presenta diversas discontinuidades e inconsistencias, las que han sido subsanadas en la medida de lo posible. En primer lugar, cabe aclarar que son comunes los cambios de categorización de la actividad económica, por lo que los rubros informados difieren frecuentemente. En este caso, se recategorizaron las actividades con base en un criterio propio. Por otro lado, la fuente se muestra especialmente sesgada hacia los créditos de mayor monto, ya que hasta 1952 los créditos menores a 50.000 pesos no eran computados. Esto significa que globalmente el monto de los créditos se encontró subvaluado. Adicionalmente, actividades con pequeñas empresas, con niveles de crédito individual reducidos, por ejemplo pequeños talleres industriales y explotaciones agropecuarias, se encuentran en menos representados frente a los sectores de mayor tamaño relativo. Esto produce dos problemas: uno de comparación entre la estadística previa y posterior a 1952, donde se elimina el criterio de monto mínimo para el cómputo de los créditos, y otro de subvaluación del crédito

disponible para sectores de interés, especialmente el agropecuario entre 1946 y 1949. Para corregir en lo posible estos sesgos de la fuente, los valores previos a 1952 han sido ajustados tomando como base dicho año y re estimando los años previos en función de las tendencias exhibidas en la fuente original.

## FUENTES UTILIZADAS

*Memorias anuales del BCRA (1945 - 1955)*

*Boletín estadístico del BCRA (1945-1948/ Enero 1958)*

*Memorias anuales de la BCBA (1946-1955)*

*Memorias anuales del IAPI (1948-1955)*

*Balances consolidados del Sistema Financiero (BCRA)*

## BIBLIOGRAFÍA

Arnaudo, A. (1957). La inversión de las reservas de las instituciones jubilatorias en Argentina durante el periodo 1946-52. Banco de la Provincia de Córdoba: Revista de economía, 8, 31-58.

Barbagallo, L. (2017). Intermediación financiera y desarrollo económico durante la ISI en Argentina: 1935-1967. H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en

América Latina, 20, 1-23.

Blanco, E. (1956). La moneda, los bancos y la economía nacional. Buenos Aires: Ministerio de Hacienda de la Nación.

Cepal (1968). Desarrollo económico y distribución del ingreso en la Argentina. Estados Unidos, Nueva York: Naciones Unidas.

Cortés Conde, R. (2002). La Economía Política del Peronismo (1946-1955). Anuario del Centro de Estudios Históricos Profesor Carlos SA Segreti, 2-3, 211-222.

Díaz Alejandro, C. (1975). Ensayos sobre la historia económica argentina. Argentina, Buenos Aires: Amorrortu.

Elías, V. (1969). Estimates of Value Added, Capital Labor in Argentine Manufacturing 1935-1963 (Tesis Doctoral). University of Chicago, Estados Unidos.

Ferreres, O. (2010). Dos siglos de economía argentina: Edición Bicentenario. Buenos Aires: El Ateneo.

García Martínez, C. (1965). La inflación argentina. Buenos Aires: Guillermo Kraft.

Gómez, J. (2012). Empresarios de la vivienda. El caso F.I.N.C.A y las compañías de Crédito Recíproco frente a las políticas del Banco

Hipotecario Nacional entre 1946 y 1955. Anuario CEEED, 4, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, 149 - 190.

financiamiento del déficit fiscal del gobierno, 1928 - 1972. Revista Ciclos en la historia, 1(1), 117 -148.

Gómez, J. (2015). Un país por construir. Las políticas del Banco Hipotecario Nacional durante el primer peronismo, 1946-1955. Ponencia presentada en el XI Congreso Brasileiro de HistóriaEconômica, 14-16 de septiembre de 2015, Victoria, Brasil.

Rougier, M. (2001). La política crediticia del Banco Industrial durante el primer peronismo (1944-1955). Documento de trabajo, Universidad de Buenos Aires, Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo.

Hechos e Ideas, 106/109, Ene.-Abr. 1953.

Rougier, M. (2004). Industria, finanzas e instituciones en la Argentina: la experiencia del Banco Nacional de Desarrollo, 1967-1976. Quilmes, Buenos Aires: Editorial Universidad Nacional de Quilmes.

Novick, S. (1986). IAPI, auge y decadencia. Buenos Aires: Centro Editor de América Latina.

Ruiz, J. (2014). El IAPI y el financiamiento de la expansión industrial entre 1946 y 1955 ¿Qué dicen sus cuentas? H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina, 15, 1-29.

OECEI (1966). Argentina Económica y financiera. Buenos Aires.

Prebisch, R. (1955). Informe preliminar acerca de la situación económica. Buenos Aires: Secretaría de prensa y actividades culturales de la Presidencia de la Nación.

Rumbo, Eduardo en Hechos e Ideas, 106/109, Ene.-Abr. 1953.

Ramos, A. y Sourrouille, J. (2013). El trigo y las ganancias del IAPI entre 1946 y 1949: Miranda y la política económica en los inicios del peronismo. Documentos de Trabajo del IIEP, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

Schwartz, H. (1969). The argentine experience with industrial credit and protection incentives, 1943-1958 (Tesis Doctoral). Universidad Yale.

Reutz, T. (1991). Ilusiones fiscales, dimensión y método de

Sourrouille, J. (1978). El desarrollo de las cuentas nacionales en la Argentina. Ensayos Económicos, 5, 41-77.

- Sourrouille, J. (2007). Activos y pasivos externos de la Argentina desde fines de la Segunda Guerra Mundial hasta 1958. *Desarrollo Económico*, 47(185), 25-71.
- Todeschini, F. (2004). El BCRA y el IAPI en la política económica peronista: 1946-1955. *Documentos de Trabajo*, 68, Departamento de economía, UDESA.