

# EL ROL DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO EN LOS SUBREGÍMENES. UNA CARACTERIZACIÓN RECIENTE

The role of the Argentine financial system in sub-regimes. A recent characterization

por Pablo David

Por Pablo David: FCECO UNER

## RESUMEN

El objetivo principal de este artículo, de carácter descriptivo y comparativo, es intentar comprender el lugar y la relevancia del sistema financiero argentino en la configuración concreta del modo de desarrollo, evitando considerarlo simplemente como un mercado que actúa asignando precio y cantidades, sino, por el contrario, considerándolo como una institución que articula un régimen de acumulación. Para ello, partiremos analizando la dinámica económica reciente caracterizándola por etapas o subregímenes de desarrollo, a partir de un enfoque teórico denominado Teoría de la Regulación (TR). Este nos permite construir un modelo endógeno y dinámico para analizar dicha problemática. Endógeno significa que las propias instituciones que componen el modo de desarrollo provocan los fenómenos que intentamos estudiar. Es dinámica porque permite distinguir en distintos niveles de análisis variaciones coyunturales y estructurales.

**Palabras claves:** Subregímenes- Sistema financiero- Argentina- Teoría de la Regulación

## SUMMARY

The main objective of this article, of a descriptive and comparative nature, is to try to understand the place and relevance of the Argentine financial system in the concrete configuration of the development mode, avoiding considering it simply as a market that acts by assigning price and quantities, but, on the contrary, considering it as an institution that articulates an accumulation regime. To this end, we will begin by

analyzing the recent economic dynamics characterized by stages or sub-regimes of development, based on a theoretical approach called Regulation Theory (TR). This allows us to build an endogenous and dynamic model to analyze this problem. Endogenous means that the very institutions that compose the development mode provoke the phenomena we are trying to study. It is dynamic because it allows to distinguish in different levels of analysis conjunctural and structural variations.

**Keywords:** Sub-regimes - Financial System - Argentina - Regulation Theory

---

**Recibido:** 10 de abril de 2019

**Aceptado:** 10 de mayo de 2019

## INTRODUCCIÓN

El objetivo principal de este artículo, de carácter descriptivo y comparativo, es intentar comprender el lugar y la relevancia del sistema financiero argentino en la configuración concreta del modo de desarrollo, evitando considerarlo simplemente como un mercado que actúa asignando precio y cantidades, sino, por el contrario, considerándolo como una institución que articula un régimen de acumulación. Para ello, partiremos analizando la dinámica económica reciente caracterizándola por etapas o subregímenes de desarrollo, a partir de un enfoque teórico denominado Teoría de la Regulación (TR). Este nos permite construir un modelo endógeno y dinámico para analizar dicha problemática. Endógeno significa que las propias instituciones que componen el modo de desarrollo provocan los fenómenos que intentamos estudiar. Es dinámica porque permite distinguir en distintos niveles de análisis variaciones coyunturales y estructurales.

La TR nos permitirá, por lo tanto, interpretar las características del sistema financiero en el contexto de los patrones macroeconómicos e institucionales de la economía argentina y analizar su variación temporal.

Los elementos más importantes en los que se apoya la TR, a los fines de analizar y describir las dinámicas económicas, son: el modo de desarrollo, modo de regulación y régimen de acumulación. Autores regulacionistas (Boyer, Aglietta, du Tertre, Saillard, otros) han definido al modo de desarrollo como la articulación específica de un modo de regulación y un régimen de acumulación explicando, de esta manera, la dinámica de la acumulación de capital (Boyer R., 1989; Neffa J. C., 2008).

El modo de regulación es importante para nuestro trabajo porque explica el rol de las formas institucionales – la moneda; el

Estado; la organización del mercado bajo distintas formas competitivas; la inserción del sistema productivo nacional en el esquema de producción internacional y la relación salarial– en el proceso de acumulación del capital, que dará lugar a la determinación de los subregímenes de desarrollo y, en particular, sintetiza el comportamiento de los individuos que incide en el proceso, dada su racionalidad limitada y situada (Neffa J. C., 2008).

El régimen de acumulación que representa el esquema de crecimiento de la economía de un país caracterizado en un momento histórico, definido por la relación de variables como ser relación de salario/productividad<sup>1</sup>, la tasa de desempleo<sup>2</sup>, los componentes de demanda agregada<sup>3</sup> y la composición sectorial de la oferta<sup>4</sup> (Neffa J. C., 2008).

1 Dado que la TR se ubica dentro de la corriente de pensamiento que podemos caracterizarla como “liderada por la demanda”, en el sentido de que cómo esté determinada la distribución entre salarios y beneficios definirá las pautas de consumo e inversión, y con ello, el nivel de demanda agregada el cual depende la evolución de la dinámica de la economía (Neffa, Panigo & López, 2010).

2 Estrictamente es considerada como el nivel de desocupación en relación a la población activa pero este concepto hay que enmarcarla dentro del enfoque regulacionista y adquiere una dimensión más importante y significativa ya que relaciona las variaciones en el desempleo con los procesos de agotamiento en la dinámica económica como resultado de desajustes en las formas institucionales y cambios en el régimen de acumulación (Neffa, Panigo & López, 2010).

3 Se hace referencia al consumo, inversión, gasto público y exportaciones como elementos centrales que definen la demanda y el régimen de acumulación.

4 Hace referencia a cómo se encuentra estructurado el esquema de crecimiento económico, orientado a la inversión y exportaciones o basado en gasto público y en consumo interno. También estudiando la tasa de crecimiento de los distintos componentes de la oferta agregada se observará cuál ha sido el modo de inserción de la economía argentina a nivel mundial, detectando los sectores más dinámicos y, a su vez, se muestran las importantes fragilidades del subrégimen.

El desarrollo de las dos categorías intermedias y la aplicación para el caso argentino nos permitirán entender las características de la estructura productiva de nuestro país, cómo participan los asalariados en la distribución del ingreso y su relación con los medios de producción, a fin de abordar un análisis de las distintas etapas de crecimiento que tuvo Argentina a partir de la consolidación de un nuevo régimen de desarrollo, inaugurado en la segunda mitad de la década de los setenta del siglo XX y confluyendo, finalmente, en el análisis de los subregímenes de desarrollo.

A partir de un tratamiento sintético de estos indicadores mencionados arriba, se pretende contextualizar y que sirvan de comparativos para dichas etapas. Además, plantearemos como hipótesis el hecho de que a cada subrégimen le corresponde un sistema financiero con distintas características. Para este caso, se tendrán en cuenta algunos indicadores tales como la evolución del número de entidades bancarias, la rentabilidad del sector, el nivel de intermediación financiera con respecto al producto y la correlación entre el ciclo económico y el financiero bajo el período de análisis seleccionado.

Diferentes investigaciones han observado que, desde mediados de la década de los setenta del siglo XX, se produjeron transformaciones económicas significativas a nivel global. La TR, por ejemplo, pudo observar la ruptura del modo de desarrollo que caracterizó al modelo de los "treinta gloriosos", el cual se determinó por la presencia de un Estado de Bienestar (Boyer R., 1989; Neffa J. C., 2008).

Estas tendencias globales impactaron en la economía de Argentina, transformando sus patrones de desarrollo tanto institucionales como macroeconómicos, cuyas características, congruentes con las tendencias globales, pueden resumirse en liberalización y desregulación de los com-

ponentes que hacen a la vida económica (trabajo, comercio, finanzas, servicios públicos, entre otros) (Boyer R., 1989; Basualdo & Arceo, 2006).

Esta transformación institucional tuvo como correlato nuevos patrones macroeconómicos que, como lo definen los teóricos de la regulación, compusieron un nuevo régimen de acumulación cuyas características generales pueden cifrarse en la caída del salario real respecto de la productividad, una demanda agregada orientada hacia la exportación e inversión, la "primarización de la oferta" y un aumento del desempleo estructural.

Esta transformación tuvo su impacto sobre el sistema financiero, el cual sufrió en los primeros años de la dictadura militar intensos cambios institucionales tales como: la Ley N° 21495 de Descentralización de Depósitos (sancionada 21 de enero de 1977), la Ley N° 21526 de Entidades Financieras (sancionada 21 de febrero de 1977) y la Ley N° 21572 que crea la Cuenta de Regulación Monetaria (sancionada 12 de febrero de 1981). Estas leyes buscaban dotar al sistema financiero de mayor flexibilidad y eficiencia (Fernández, 2012).

La transformación del sistema financiero no fue únicamente de naturaleza institucional, sino que, como es esperable, cambió su rol en el régimen de acumulación, es decir, en relación a los patrones macroeconómicos de desarrollo. No obstante, estas características no son estables en el tiempo, sino que, por el contrario, es posible observar, aún en un mismo modo de desarrollo, etapas con distintas características.

Estas etapas, que existen bajo un mismo modo de desarrollo, serán denominadas subregímenes de desarrollo, es decir, regímenes en los cuales cambian ciertos aspectos regulatorios y patrones macroeconómicos, pero sin que cambien las

condiciones estructurales del régimen general. Es esperable que, en cada subrégimen, el sistema financiero adopte características diferentes.

Finalmente, la organización del trabajo se presenta de la siguiente manera: En primer lugar, se realiza un recorrido acerca de la evolución de los últimos dos subregímenes de desarrollo en nuestro país correspondientes a los períodos 1991-2001 y 2002-2015. En segundo lugar, se tratarán de exponer las implicancias del sistema financiero observado por la Teoría de la Regulación, como institución capaz de influir en el marco constitutivo del régimen de acumulación a partir del financiamiento de los distintos proyectos productivos, los cambios en la distribución del ingreso y en la configuración de nuevos actores sociales. En tercer lugar, se orienta a estudiar las configuraciones institucionales que hacen a la estructura del sistema financiero argentino en las últimas dos décadas de nuestro país. Por último, se presentan algunas consideraciones finales acerca del lugar que juega nuestro sistema financiero en la configuración del modo de acumulación y cuál ha sido su compartimiento en la etapa seleccionada.

## **CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LOS ÚLTIMOS SUBRÉGIMENES DE DESARROLLOS**

Con la irrupción del gobierno de facto en la Argentina, se inicia un cambio en el modo de desarrollo, coherente con los lineamientos de la política económica internacional orientado hacia la desregulación y liberalización de las variables económicas.

En nuestro país, se interrumpe el proceso de industrialización sustitutiva de importaciones retrocediendo a la política económica y monetaria para conformar un esquema rentístico, financiero y orientado hacia las exportaciones de productos que

contaban con ventajas comparativas.

En los años noventa, y con el régimen de Convertibilidad, continua el modo de desarrollo orientado hacia la acumulación, pero con modificaciones. Esto permitió consolidar el cambio en las jerarquías institucionales, predominando la inserción internacional y el régimen monetario por sobre el Estado y la relación salarial, a través de la apertura comercial y de capitales, flexibilización del mercado laboral y adopción del tipo de cambio fijo, funcionando a modo de caja de conversión, con cierta flexibilidad.

Las medidas llevadas a cabo a finales de los setenta y a posteriori, suponen una búsqueda de un régimen intensivo que toma sentido en el último decenio del siglo XX. Tanto en la segunda mitad de los setenta como a principios de los noventa, ambos períodos coincidieron con entradas de capitales especulativos que sirvieron de base para el desarrollo posterior de graves crisis monetarias y financieras.

Luego de la crisis de la Convertibilidad, comenzó a configurarse un nuevo régimen de acumulación que requirió una reconfiguración en la jerarquías institucionales, volviendo, para este caso, el Estado y la relación salarial como formas más relevante, además de la moneda a partir de la adopción del tipo de cambio real competitivo y estable, que contribuyó a que se logran elevadas tasas de crecimiento del PIB y se recuperara la situación fiscal, para llevar adelante políticas de ingreso y pago de la deuda externa.

Estos lineamientos describen un régimen de acumulación con énfasis distribucionista que, aunque supuso cambios institucionales y macroeconómicos, conservó características fundamentales del patrón de inserción internacional y de especialización productiva. Esta etapa culmina en 2011 con un ciclo de fugas de capitales,

pérdidas de divisas y sostenido proceso inflacionario.

El subrégimen de Convertibilidad (1991-2001)

Durante los noventa, continúa el orden de las jerarquías iniciadas a finales de los '70, donde el régimen monetario y la inserción internacional resultan ser los elementos que marcarán las pautas de crecimiento, mientras que la relación salarial y el rol del Estado adoptarían un rol secundario.

Las medidas políticas adoptadas durante los primeros dos años de la nueva gestión política, que trataron de corregir los problemas estructurales del régimen de acumulación extensivo<sup>5</sup>, se basaron en tres leyes importantes, a saber: Ley de Emergencia Económica, Ley de Reforma del Estado<sup>6</sup> y la Ley de Convertibilidad<sup>7</sup>.

5 El régimen de acumulación se define extensivo cuando la generación del excedente económico no se origina en procesos de incremento en la inversión, en la incorporación de I+D en los procesos productivos. En esta instancia, las inversiones sólo se orientan a mantener el stock de capital, es decir, "[...] el incremento del valor de la producción proviene en esencia del crecimiento del número de asalariados, de la mayor duración del tiempo de trabajo, de la instauración del trabajo por turnos y de moderados crecimientos de la productividad" (Neffa, Panigo & López, 2010). En cambio, el régimen de acumulación intensivo la lógica que impera es todo lo contrario al régimen extensivo. Además, se tiende a generar nuevas inversiones y a incorporar I+D e innovaciones organizacionales necesarias para aumentar o evitar que disminuya la tasa de ganancia (Neffa, Panigo & López, 2010).

6 El aspecto central de la ley se orientaba en reducir el déficit fiscal por medio de un extenso programa de privatizaciones, reestructuración del Estado y privatización del Sistema de Seguridad Previsional como así también comprendía la liberalización de los mercados y regulaciones tendientes a fomentar la libre competencia.

7 La Ley de Convertibilidad estableció una paridad cambiaria 1 a 1 entre el peso y el dólar estadounidense, determinando un respaldo de la base monetaria con las reservas internacionales. Dicha ley determinaba que las reservas internacionales son inembargables en el

Además de ello, se recuerda la vigencia de la Ley de Entidades Financieras<sup>8</sup>, sancionada a comienzos de 1977, la modificación de la Carta Orgánica<sup>9</sup> del Banco Central en 1992, dando coherencia a la Convertibilidad, y el marco regulatorio de Basilea I<sup>10</sup>.

caso de un probable default de la deuda pública. También funcionaba como mecanismo para brindar seguridad al nuevo Plan de Convertibilidad, dando certezas a agentes tanto nacionales como extranjeros acerca del nuevo rumbo encarado por la nueva administración y que de haber modificaciones sería necesario arreglos parlamentarios.

8 La modificación de la Ley de Entidades Financieras se dirigió a cuestiones de regulaciones, de capitales mínimos y de medidas procedimentales en caso de afectación de liquidez y solvencia de las entidades. Además, aseguró la igualdad de tratamiento a las entidades bancarias extranjeras respecto de las nacionales y cercano a 1994 el Banco Central a través de la comunicación "A" 2241 dejó sin efecto la restricción que impedía la entrada de nuevas instituciones al mercado bancario (Wierzbza & López, 2011; Damill, Frenkel, & Simpson, 2010)

9 determinó la independencia de la máxima autoridad monetaria respecto del Poder Ejecutivo, esto significaba el posicionamiento congruente con el discurso dominante y además jerarquizó la Superintendencia de Bancos llevándola al rango de unidad semiautónoma dentro del Banco Central. Por otro lado, prohibió la monetización del déficit fiscal y la remuneración de encajes para evitar cualquier posibilidad de ocurrencia de déficit cuasi-fiscal. También, la modificación de Carta Orgánica limitaba estrictamente las operaciones del Banco Central, se quitó la posibilidad de que éste responda por los depósitos bancarios e impedía la capacidad de realizar política monetaria contracíclica.

10 Dada la liberalización de crecientes volúmenes de capitales internacionalmente a comienzos de la década de los 80, y con el principal interés de aumentar la solidez y estabilidad del sistema bancario internacional y reducir una de las fuentes de desigualdad competitiva entre bancos internacionales, por medio de una aplicación consistente de las definiciones y mediciones del capital, surge el acuerdo de Basilea I. La decisión de las autoridades de no sólo aplicar las recomendaciones de Basilea I sino también de reforzarlas obedece al hecho de evitar que el sistema sufra eventualidades de un shock negativo que lleve a una situación traumática derivando en la intervención del Banco Central debido a la ausencia de la función de prestamista de última instancia y de un seguro de depósitos producto de la restricción

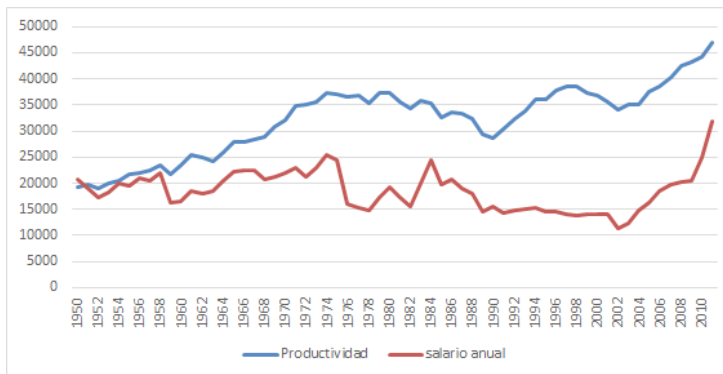
Este subrégimen se caracterizó por ser un régimen de acumulación intensivo, especializado en la producción de manufacturas de origen agropecuario, dada las ventajas comparativas y con un notable dinamismo del sector financiero, concentrador de ingresos y un modo de regulación extravertido, dominado por las finanzas y una relación salarial de tipo competitivo. Se articuló a partir de los siguientes momentos institucionales: una Caja de Conversión que impuso restricciones para llevar adelante políticas monetarias expansivas. Restringió al Estado la posibilidad de monetizar el conflicto distributivo entre capital y trabajo, el cual fue administrado bajo el aumento del desempleo. La reducción de la inflación se produjo a través de restricciones a la emisión monetaria y apertura económica; se incentivó la búsqueda de aumentar la productividad por la vía del desarrollo de inversiones extranjeras directas.

Estudiando la tasa de crecimiento de los distintos componentes de la oferta agregada se observará cuál ha sido el modo de inserción de la economía argentina a nivel mundial, detectando los sectores más dinámicos. A su vez, se muestran las importantes fragilidades del subrégimen.

**Tabla 1: tasa de crecimiento de los componentes de la oferta agregada 1992-2000**

Sectores	1992-1998	1998-2000	1991-2000
Agrícola	4,33	3,46	3,73
Minero	6,91	-0,13	1,06
Industrial	3,24	-3,30	1,06
Electricidad, gas y agua	8,21	5,94	7,45
Construcción	6,36	-2,83	3,30
<b>Sect productores de bienes</b>	<b>4,36</b>	<b>-1,36</b>	<b>2,41</b>
Comercio, hoteles y restaurantes	4,14	-1,96	2,11
Transportes, almac y com	7,38	3,10	5,95
Intermediación fcr	13,88	7,02	11,60
Actividades inmobiliarias	3,89	0,97	2,92
Administración pública y defensa	-0,99	0,68	-0,43
Servicios sociales y salud	2,83	2,48	2,70
<b>Servicios personales</b>	<b>3,84</b>	<b>1,65</b>	<b>3,02</b>
<b>Producción de servicios</b>	<b>4,41</b>	<b>1,19</b>	<b>3,24</b>
<b>VAB a precios productor<sup>11</sup></b>	<b>4,22</b>	<b>0,66</b>	<b>2,50</b>

### Gráfico n° 1: Evolución de la productividad industrial y de los salarios reales 1950-2011 (serie histórica valorados a precios de 2004).



Fuente: elaboración propia en base a datos de Orlando Ferreres

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación y de Ferreres.

Desde el lado de la demanda, se observa que el consumo, tanto público como privado, explica una considerable proporción del crecimiento del período 1990-2000, puede pensarse que esto fue posible por el aumento del crédito doméstico. Esto evidencia que la dinámica del crecimiento que se dio durante el período mencionado estuvo ligada de manera dependiente del



crédito y la poca capacidad de generar empleo. Pero tal aumento sólo tiene un lapso de duración de tres años, al menos, hasta 1993.

**Tabla 2: Participación de la evolución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento del producto, en % de la variación total. 1990-2000**

	PB I	Importación	O-D <sup>12</sup>	Cpriv <sup>13</sup>	Cpúb <sup>14</sup>	IBIF <sup>15</sup>	Exportación	Construcción
90 - 94	76	24	100	60	3	17	3	16
95 - 98	75	25	100	53	5	14	13	13
98 - 00	73	27	100	32	7	35	3	34
90 - 00	77	23	100	59	6	11	12	11

*Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación y de Ferreres.*

### SUBRÉGIMEN DE POST-CONVERTIBILIDAD (2002-2011)

Como resultado de la crisis del 2001, se inició un nuevo subrégimen de desarrollo caracterizado por una menor apertura exterior, en parte, explicado por la declaración de default del Estado y, por otra, como resultado de la dirección política adoptada tendiente a realizar una industrialización sustitutiva de importaciones.

Durante los primeros años de la nueva etapa, estuvo caracterizada por el establecimiento de un tipo de cambio elevado que pasó de una paridad fija 1 a 1, a valer 3,90 pesos por dólar. La estrategia perseguía alentar las exportaciones, al mismo tiempo, desalentar las importaciones y con ello utilizar la elevada capacidad ociosa existente producto del estallido de la crisis de la Convertibilidad. A su vez, un tipo de cambio elevado, fomentó el cambio de los precios relativos en favor de los productos transables. Además, el crecimiento económico se ve secundado por una drástica reducción de los salarios reales y congelamiento de tarifas tendientes a reconstituir

la tasa de ganancia empresarial.

Una vez iniciada la recuperación económica, se inició un ciclo distribucionista que tendió a recuperar la relación salarial, tanto directa como indirecta. Es decir, no sólo una mejora de los salarios, sino también otros conceptos que hacen a la subsistencia del asalariado.

Por último, se produjo un cambio en la dinámica de los sectores, distinto a lo registrado en la década de los noventa. Se fomentaron las industrias manufactureras, pero lejos de generar un patrón industrialista, de construcción y servicios. En el modo de inserción internacional sigue predominando las exportaciones de productos de origen agropecuario y la minería, mientras que acompañan los productos

de origen industrial, destacándose una dependencia de los términos de intercambios y una vulnerabilidad de los "vientos de la globalización", que marcan la pauta de aquellos.

En lo que a la relación salarial refiere, siguen sin resolverse las cuestiones heterogéneas a nivel institucional, ya que en la determinación de los salarios siguen predominando los sectores con mayores fuerzas de negociación.

En consecuencia, podría decirse que existe una heterogeneidad en la configuración del subrégimen de la post-convertibilidad, constituida por los solapamientos de las formas instituciones, lo que lleva a que existan fragilidades estructurales difíciles de superar y, al mismo tiempo, se constituyen en factores limitantes para los patrones de desarrollo.

**Tabla 3: Participación de la evolución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento del producto, en % de la variación total. 2002-2011.**



	PIB	Importación	O-D	Cpriv	Cpúb	IBIF	Exportación	Construcción
'02-'04	76	24	100	50	2	17	8	22
'05-'07	80	20	100	52	7	15	11	16
'08-'11	83	17	100	58	15	19	7	7
'02-'11	80	20	100	53	9	17	9	14

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación

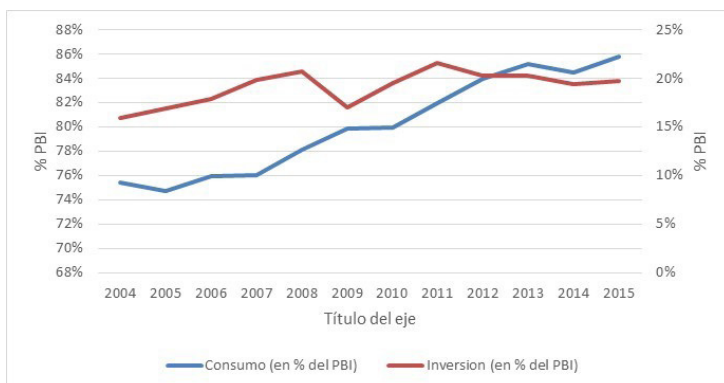
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda

### SUBRÉGIMEN DE POST-CONVERTIBILIDAD (2011-2015)

Las fragilidades antes expuestas condujeron a que Argentina experimentase nuevas restricciones externas, suceso recurrente en la historia del país, que comienza a operar debido a debilidades de tipo institucional, expresadas en la reducida capacidad para aprovechar los ciclos de bonanzas a través de un aumento en los niveles de inversión y, con ello, mejorar la productividad y competitividad. En este sentido, el gobierno de turno decidió profundizar el esquema de crecimiento basado en el consumo el cual, para el período 2004-2014 y con respecto al PIB tuvo un crecimiento promedio del 8,5%, muy por encima de la registrada para la inversión.

Lo expuesto conduce a un marco institucional endeble, al generar conflictos distributivos relacionados con el reparto de la revalorización de las rentas extraordinarias provenientes de la actividad agropecuaria. En consecuencia, se producen incentivos que terminan atentando contra

### Gráfico N° 2: Evolución del consumo e inversión, Argentina 2004-2015, a partir de datos desestacionalizados



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda

### SUBRÉGIMEN DE POST-CONVERTIBILIDAD (2015-2018)

En diciembre de 2015 se produjo un cambio en la gestión de gobierno y, con ello una modificación en el rumbo del modelo económico, intentando recuperar la competitividad externa por medio de un cambio de esquema de crecimiento. Se pasó de uno liderado por el consumo y gasto público a otro ligado a la inversión y exportación. Con la decisión de cortar con la dominancia fiscal, corrigiendo precios relativos, reduciendo la inflación y recu-

riendo al financiamiento externo como puente para la transición de un esquema a otro. Para el retorno al mercado internacional de crédito fue necesario la eliminación del cepo cambiario, produciéndose una devaluación de nuestra moneda, y la solución al conflicto con los holdouts<sup>1</sup>. Esto dio lugar a un fuerte traslado de la devaluación a los precios, provocando una aceleración en la inflación.

Por otra parte, la estrategia de estabilización llevada a cabo por la gestión actual adolece de un problema derivado en la intención de reducir la inflación y corregir, simultáneamente, precios relativos sin que esto afecte al nivel de actividad. Este conflicto surge de una inconsistencia en que la política fiscal deja indeterminada a la política monetaria. Por su parte, esta última se concentra en absorber liquidez y en mantener tasas elevadas de interés con el fin de evitar la dolarización.

Los déficits gemelos —fiscal y por cuenta corriente— lejos de corregirse en el corto plazo, terminaron generando dudas respecto de la sostenibilidad del programa financiero del gobierno, lo cual se tradujo en una brusca interrupción a la entrada de capitales, obligando a nuestra economía a realizar una fuerte corrección del déficit fiscal y externo. Esto se tradujo en una significativa devaluación de nuestra moneda —alrededor de un 110%—, con su traslado a precios y forzando al gobierno a efectuar un acuerdo de stand-by con el Fondo Monetario Internacional, a cambio de realizar ajustes en la estrategia de su política económica y así evitar un overshooting cambiario (Rapetti, 2018). Las nuevas medidas corresponden a: una necesidad de acelerar la convergencia en la corrección fiscal, fortalecer la hoja de balance del Banco

<sup>1</sup> Bonistas o agentes que compraron los bonos en default y que no participaron de los procesos de canje de deuda en el 2005 y 2010 y que decidieron litigar contra el estado argentino en la corte de Nueva York para hacerse del pago del mismo.

Central y metas de inflación, además de adoptar un esquema de flotación cambiaria. Se decidió ir por ese camino. La conducción actual de la autoridad monetaria decidió reemplazar el esquema de metas de inflación basada en tasa de interés por una meta de control con agregados monetarios como estrategia antiinflacionaria y un esquema cambiario consistente en bandas de flotación.

Es necesario mencionar que no solamente fueron factores endógenos los que llevaron al país hacia el Fondo sino que esto también respondió a factores internacionales que afectaron negativamente a la economía argentina, como ser la reducción en los términos de intercambio como resultado de un incremento en la aversión al riesgo a nivel mundial derivado del conflicto comercial desatado entre Estados Unidos y China y subas sistemáticas de la tasa de interés de los bonos a 10 de Estados Unidos. Esta política monetaria contractiva llevada a cabo por la FED produjo una reversión de capitales hacia Estados Unidos. En este contexto Argentina, que muestra debilidades externas, mantiene una alta dependencia al financiamiento externo y conjuntamente un sistema financiero reducido, que imposibilita el financiamiento con recursos propios. Esta situación le impuso al gobierno una dinámica de difícil manejo, debido a la sumatoria de inconsistencias macroeconómicas y. También, dada su inserción en la globalización financiera.

## SÍNTESIS DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO ARGENTINO EN LOS SUBREGÍMENES RECIENTES

Las disyuntivas que presenta nuestro país en la actualidad tienen evidencia en los hechos estilizados de los ciclos stop and go<sup>2</sup>. Nuestra economía resulta imposible

<sup>2</sup> Hace referencia a ciclos de expansión-recesión. La dinámica de crecimiento interrumpido aparece

bilitada de romper con los ciclos expansión-recesión y confluir en un sendero de crecimiento sostenible, dado tanto por las debilidades institucionales como por su estructura productiva desequilibrada.

Los hechos empíricos señalan que Argentina ha transitado períodos de ciclos expansivos y otros recesivos permanentemente, desde la posguerra hasta la actualidad. Esto quiere decir que el país transcurrió 16 recesiones —considerando el presente—. Esto equivale a una tercera parte del tiempo.

Las fases expansivas recientes se vinculan a los años impares 2011, 2013, 2015, 2017 y las recesivas con los años pares 2012, 2014, 2016 y 2018. Estos se corresponden con los períodos políticos, es decir que los primeros ocurren durante los años electorales mientras que los segundos se dan momentos de ajustes.

La dinámica de la interrupción en los ciclos expansivos ocurre por las diferencias en las velocidades de las tasas de cambio de la absorción doméstica respecto de las variaciones de la capacidad de productiva de los sectores transables. Esto ocurre cuando el sector que genera dólares no puede acompañar los niveles de gastos, lo cual crea escasez de divisas, desencadenando procesos de crisis cambiaria y frenando el ciclo de expansivo. Se inicia así un proceso fuertemente regresivo del ingreso con niveles elevados de inflación, desempleo, pérdida del poder adquisitivo de los salarios, incremento en la pobreza e indigencia.

---

por síntomas de desequilibrios persistentes entre niveles de demanda y de oferta, generalmente, en las economías en desarrollo. Esto provoca que la capacidad de respuesta de la estructura productiva de los sectores transables (generadores de divisas necesarias) se vea limitada frente a incrementos en el gasto, derivando en un estrangulamiento de la economía por escasez de divisas, iniciando la fase recesiva que frena el proceso de crecimiento.

## **TRATAMIENTO DE LA TEORÍA DE LA REGULACIÓN SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO**

Se expondrá la importancia del sistema financiero no como un actor que asigna precio y cantidad entre deudores y agentes superavitarios, sino como institución capaz de incidir en la configuración del régimen de acumulación. De hecho, autores regulacionistas llegaron a plantear que luego de la ruptura del modo de desarrollo de los "treinta gloriosos", se inicia un proceso liderado por las finanzas a partir de la liberalización financiera en un marco de globalización económica (financiarización). Esto supone el inicio de una nueva configuración de un régimen de acumulación, afectando a la distribución del ingreso, la introducción de nuevos actores y un cambio de lógica del proceso de acumulación, donde los mercados financieros pasan a ocupar un lugar preponderante.

En este marco, tanto las entidades financieras como los mercados de deuda tienen el poder suficiente para generar una modificación en la naturaleza del ahorro. Con la profundización del desarrollo de los mercados financieros y de deuda junto a la creación de nuevos productos financieros, han ido gestando una paulatina modificación en la articulación de las relaciones económicas y políticas entre el capital y el trabajo, en favor del primero (Chesnais, 2003).

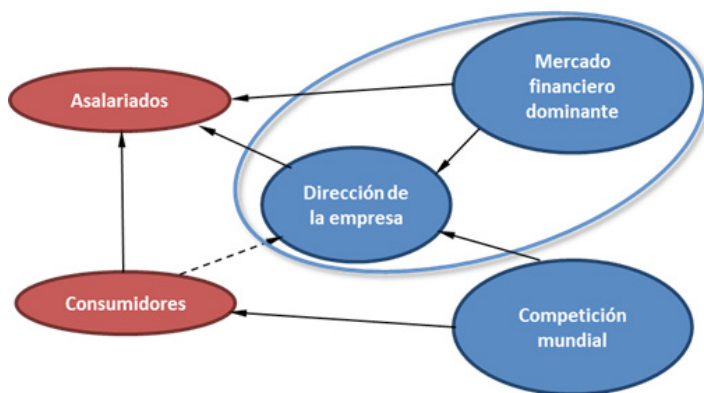
Como resultado de los procesos de liberalización y flexibilización encarados luego de la ruptura del Acuerdo de Bretton Woods, se inicia un proceso gradual determinando una lógica de operatoria bajo la forma de "mercado financiero-producción" donde:

"El mercado financiero determina entonces tanto la productividad de la empresa como el nivel del salario, utilizando para este último dos herramientas bien distintas: una incitación negativa, el desempleo

y una incitación positiva, distribuyendo entre una cierta clase de asalariados, generalmente cuadros de dirección, acciones y bonos" (Miotti E. L., 2014).

Por otra parte, se produce una ruptura de la figura convencional del asalariado, ya que ahora este mismo se convierte en asalariado-accionista. El esquema siguiente sintetiza lo descrito en párrafo precedente.

### Esquema 1: Finanzas y mutación del compromiso desde los 90s<sup>3</sup>



Fuente: Miotti, 2014

No solamente la gobernanza del sistema financiero genera una nueva figura, sino que, también, configura una nueva forma de distribución del ingreso tal como fue descrito en el párrafo anterior. Simultáneamente, la nueva configuración, genera

<sup>3</sup> El esquema analiza cómo ha cambiado la lógica del compromiso capital productivo-capital financiero a partir de la desregularización y flexibilización financiera. El nuevo régimen de acumulación pasa por dos vías: el endeudamiento y capacidad de amortización de la misma por parte de la clase asalariada (constituyendo un puente que permite generar mayor consumo, aumento de la producción y empleo), y, por el otro lado, establece un mecanismo por el cual determina un nivel dado de productividad necesario para generar un grado de rentabilidad acorde a las expectativas de los acreedores de las empresas representados por medio de acciones, obligaciones negociables y otros instrumentos que cotizan en el mercado financiero.

una "deuda social privada"<sup>4</sup> que se define por la caída tendencial de la participación de los salarios en el ingreso, la caída de tasas de ahorro de los asalariados y el incremento de su deuda. Así, mientras los asalariados intentan mantener su nivel de consumo vía deuda, realizan transferencias en favor de un nuevo actor, el intermediario financiero, cuya participación en la generación del ingreso es mayor que la del capitalista.

La importancia que revisten estas instituciones está en la administración de fondos destinados a financiar el sistema productivo capitalista. No sólo el consumo de los individuos y los proyectos productivos de las empresas sino también el financiamiento al sector público y a entidades financieras entre sí.

No obstante, existen autores regulacionistas (Guttman, Aglietta, Orléan, Théret, otros) que tratan de explicar el sistema financiero partiendo del concepto de la manipulación de la moneda que realizan diversos agentes, en tanto se refiere a modalidades de emisión. La dinámica de circulación que tiene la moneda dentro del sistema económico incide sobre el funcionamiento de la economía de mercado, ya que dependiendo de estas condiciones, determinarán el modelo de desarrollo económico.

Se observa que la moneda no es tratada de manera exógena y neutral como en otras corrientes que le asignan la función de ser un elemento que facilita el intercambio. Por el contrario, la moneda concentra y aglutina las relaciones sociales dentro de una sociedad mercantil, dando origen al

<sup>4</sup> (Chesnais, 2003).

ejercicio de la soberanía, sin que por ello inhiba las contradicciones propias que puedan surgir dentro de la sociedad (Rapoport & Guiñazú, 2016; Guttman, 1996).

En este sentido, las instituciones financieras, especialmente los bancos, podrían llegar a modificar las condiciones monetarias y financieras sobre la base en la que se asienta la estructura económica con sus comportamientos de intermediación, ya que captan depósitos de los agentes económicos y tratan de socializar los riesgos de su operatoria mediante nuevos productos financieros.

No obstante, en el proceso de creación del dinero bancario existen ciertos límites, aunque estos pueden ser variables. Entre ellos se encuentran la información asimétrica, la valuación correcta de los riesgos (de liquidez, de crédito, de mercado) y el esquema racional de maximización de la utilidad (Castelao Caruana & Patrouilleau, 2007).

Asimismo, los autores mencionados proponen un esquema teórico de creación de la moneda basado en un sistema jerarquizado que muestra cómo se gestionan las luchas antagónicas de intereses privados (deudores y acreedores). De acuerdo con Aglietta y Orléan, existen dos sistemas opuestos. Uno es el sistema homogéneo. El Banco Central es quien regula, a través de una participación activa, los plazos del financiamiento y el costo del crédito. En este caso, la máxima autoridad monetaria tiene la posibilidad de monetizar los conflictos endógenos del sistema y socializar las pérdidas de acuerdo a los objetivos que persiga. En contraposición a ello, se encuentra el sistema fraccionado, donde predomina la negociación entre las partes, por lo que las condiciones de plazo y costo del financiamiento surgirán de la parte que más poder tenga en las mismas. Es decir que las decisiones surgen de la mera negociación entre privados sin mediar el

Banco Central, existiendo una mayor predisposición a las transferencias de propiedad entre ambos sujetos.

De este modo, de los autores mencionados más arriba asignan un rol importante en cómo se da la articulación entre el Banco Central y las estrategias adoptadas por las instituciones financieras ya que dependiendo de cómo se oriente dará lugar a un sistema o a otro y con ello, un modelo de crecimiento y un grupo social diferente.

En síntesis, dentro de la Teoría de la Regulación no resulta posible encontrar un análisis unívoco acerca del rol que poseen las instituciones que conforman el sistema financiero, ya que resulta posible encontrar autores tales como Boyer y Saillard quienes consideran los comportamientos que adopte el sistema financiero terminarán gestando diferentes configuraciones que regulan la acumulación de capital sin que impliquen cambios en el modo de acumulación.

En cambio, Aglietta, Orléan, Guttman, y otros, consideran que cambios en el sistema financiero explican modificaciones en el régimen de crecimiento a partir de las consideraciones señaladas anteriormente.

## **EL ROL DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA ARGENTINA EN LOS SUBREGÍMENES RECIENTES**

### ***En el subrégimen de Convertibilidad***

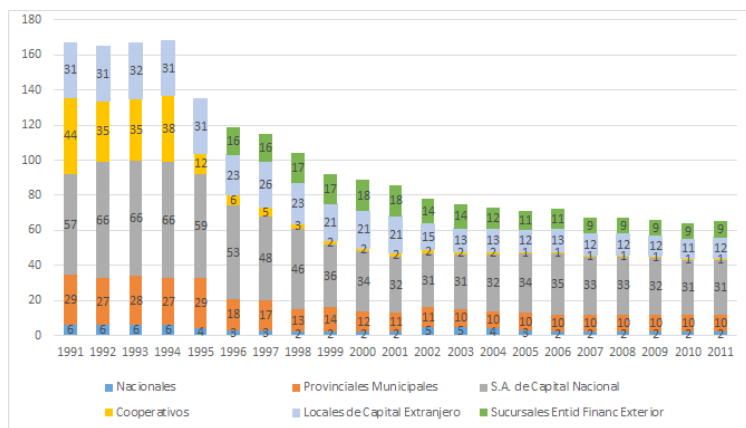
Con el inicio de la Convertibilidad, comienza un ciclo de reformas en donde el sector financiero no es ajeno a los vientos de cambio. Tanto la Ley de Convertibilidad, como las modificaciones en la Ley de Entidades Financieras y en la Carta Orgánica del Banco Central y la adopción de las medidas de Basilea I resultaron ser congruentes con los lineamientos generados a nivel mundial. La idea del disciplinamiento mediante el mercado suponía ganancias

en términos de eficiencia, solidez estructural, modernización del sistema a través de la incorporación de nuevas tecnologías y productos.

Si bien estas modificaciones cumplieron, en parte, los objetivos buscados, es decir que hubo un mejoramiento cualitativo en términos de operatoria financiera y se logró un sistema relativamente sólido, los efectos colaterales de los mismos se pueden sintetizar en prociclicidad y que los procesos de reconstrucción, luego de shocks externos, sean cada vez más costosos.

Con respecto a los niveles de concentración del sistema financiero, aumentó notablemente en sintonía con los procesos de liberalización, privatización y desregulación. Se produjo una reducción del 48,5% para el período 1991-2001 (significando un cierre de 102 entidades bancarias). Este panorama aún persiste en la actualidad.

**Gráfico n° 3: Evolución del número de entidades bancarias diferenciadas por origen de capital (1991-2011, a dic de cada año)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Informes de Entidades Financieras del BCRA

Asimismo, el destino de los créditos marca una tendencia en favor al sector público,

determinando la pauta de una mayor necesidad de financiamiento, producto de la vulnerabilidad de la Convertibilidad ante los shocks exógenos de 1994, 1998 y 1999.

En fin, durante el mencionado período, se puede observar que el grado de concentración del sistema financiero como resultado de los procesos de liberalización y de la implementación del marco prudencial<sup>5</sup> son compatibles con el desarrollo del subrégimen noventista.

Todos estos elementos influyeron en la configuración del sistema financiero, en donde los créditos tuvieron dos direcciones. Uno de ellos estuvo dirigido a financiar al sector público como herramienta para cubrir los déficits fiscales y, la otra dirección, estuvo ligada al consumo privado como elemento paliativo de las familias, para mantener un nivel relativamente estable de consumo ante la reducción de sus salarios reales.

**EL DESEMPEÑO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA POST-CONVERTIBILIDAD**

El inicio del subrégimen de desarrollo de Post-Convertibilidad no se inició sino hasta después del 6 de enero de 2002 momento en el que se sancionó la Ley 25561, que deroga la Ley de

**5** Hace referencia a un marco regulatorio del sistema financiero desarrollado e implementado a nivel mundial que versa sobre

las buenas prácticas de la actividad de intermediación financiera, en donde el objetivo es lograr reducir el riesgo de eventuales crisis financieras y bancarias. Para mayor información léase: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/SistemasFinancierosYdePagos/mas0601.pdf>



Convertibilidad.

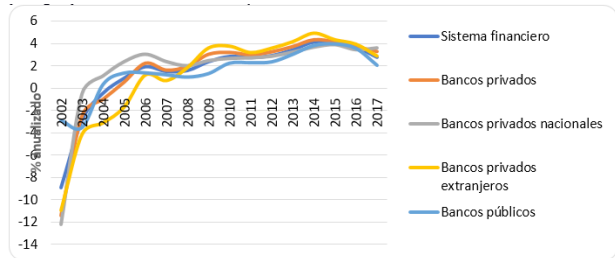
En el período que va desde los últimos vestigios de la Convertibilidad hasta la configuración de su sucesor, se produjeron numerosos hechos entre los que se destaca una desdolarización del sistema y una serie de modificaciones, algunas coyunturales y otras estructurales, tendientes a rediseñar el marco normativo y funcional del sistema financiero hasta la actualidad.

Como resultado del cambio de subrégimen orientado hacia el mercado interno y procurando atender a la demanda, se llevaron adelante modificaciones en el marco prudencial para adaptarlo a una nueva realidad que incluía un tipo de cambio administrado, la función de prestamista de última instancia y la decisión de desdolarizar el sistema (Damill, Frenkel & Simpson, 2010).

Por disposición de las autoridades, se flexibilizaron los requisitos crediticios tendientes a mejorar la exposición patrimonial de las entidades bancarias, fuertemente golpeada luego de la crisis. Otra decisión fue la de iniciar un proceso de convergencia hacia Basilea II, eligiendo el sistema estandarizado simplificado, el cual no obliga a realizar transformaciones sustanciales.

De la mano de la reconfiguración del sistema y del mejoramiento macroeconómico, la situación del sector permitió recuperarse positivamente recuperando niveles de liquidez, mejorando la exposición con el sector público, reduciéndose paulatinamente desde el 2004 hasta el 2009 en el que se logró niveles del 14,5%. Se muestran mejoramiento en los descaldes de tasa de interés y en moneda, al igual que en la cartera irregular, registrando un nivel de 10,7% en 2004. Para 2009, disminuye a un 3%.

#### Gráfico N°4: Evolución de la rentabilidad del sistema financiero (discriminado por grupo. Anual. 2002-2017)<sup>6</sup>



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

En cuanto al nivel de concentración, se observa un cambio en la propiedad de las instituciones bancarias en favor de la banca nacional respecto de la extranjera. A su vez, existe una mayor participación de la banca privada por sobre el restante producto de adquisiciones y/o fusiones, como resultado del abandono de subsidiarias o sucursales de bancos extranjeros.

En cuanto a los destinos de los créditos, se destacan los descuentos de documentos a sola firma, los hipotecarios y los personales.

Sin embargo, existen características que resultan comunes para ambos períodos, tanto para la Convertibilidad como para la Post-Convertibilidad tales como: una reducida financiación entre entidades financieras dando una pauta de una falta de conexión entre las mismas, bajo nivel de financiamiento hacia el sector industrial por la vía del sistema financiero, bajos niveles de profundidad financiera y de bancarización. Por último, otra característica relevante, fue la decisión de las

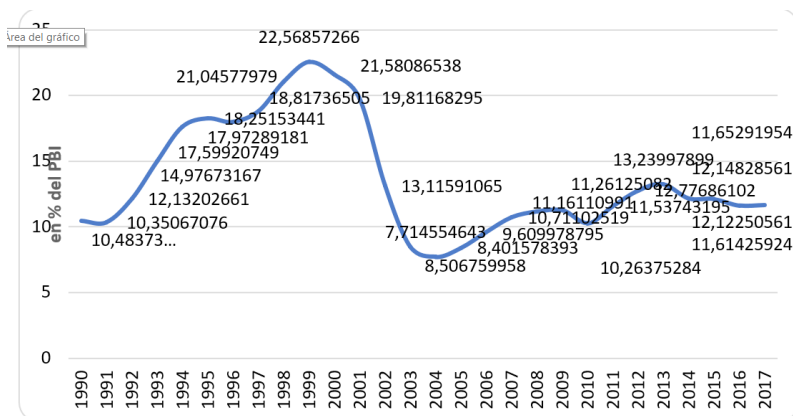
<sup>6</sup> Se toma como indicador el ROA: Resultado acumulado anual / Activo neteado promedio mensual - % anualizado. Constituye el mejor indicador para medir la rentabilidad de las instituciones bancarias porque se concentra en la rentabilidad de los activos que posee antes que tomar el ROE que considera la rentabilidad sobre los fondos propios.



autoridades de no romper con el esquema macro prudencial adoptado en los noventa sino más bien, la necesidad de mejorarlo y adaptarlo para el nuevo subrégimen.

La oferta del crédito obedeció al sostenimiento de un determinado perfil productivo compatible con la orientación del subrégimen de Post-Convertibilidad asegurando, para ello, un nivel de inversión que consolide el modo de inserción internacional del modo de desarrollo y la dirección política de fomento hacia el sector industrial.

**Gráfico N°5: Intermediación financiera con el sector privado 1990-2017 (en % del PIB)**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

El reducido nivel de intermediación financiera encuentra como causales, en principio, elevados niveles de inflación acumulados a lo largo de la historia económica argentina, procesos devaluatorios y definiciones de políticas crediticias en cuanto a la determinación de tasas de interés. Esto quiere decir que, durante períodos extensos, nuestro país ha actuado en forma pendular, pasando de ciclos con niveles de tasas de interés negativa, produciendo desincentivo a la generación de nuevos depósitos que permitiesen nuevos créditos. Como resultado de ello, el sistema finan-

ciero se veía incapacitado de actuar como intermediario, hasta la llegada de otro período en donde la tasa de interés tuviera valores positivos.

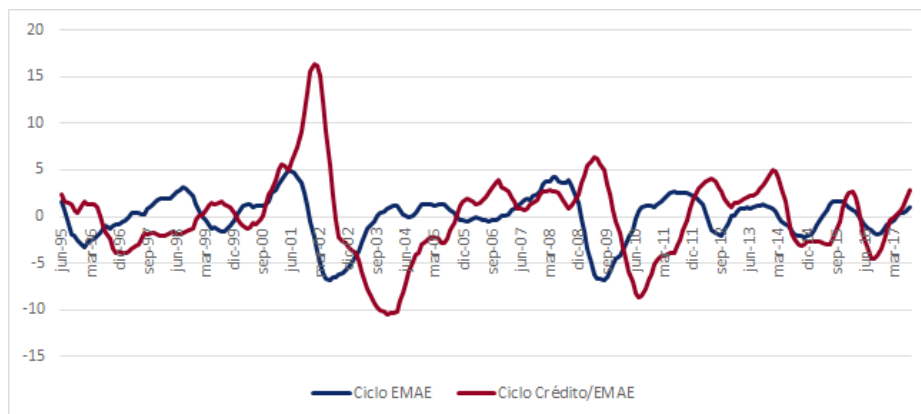
En el 2012 se decidió modificar la Carta Orgánica del Banco Central planteando una necesidad de cambiar su finalidad. Pasó de ser únicamente la de preservar el valor de la moneda a comprender una ampliación en la que se incluya la promoción de una estabilidad sistémica, el empleo y la equidad social. La intención, al menos inicial, era de dotar a la autoridad monetaria la capacidad de intervenir en el funcionamiento del sistema financiero, regulando condiciones de precios y cantidad. Esto

es, regular las condiciones de asignación de créditos en cuanto a plazos, tasas de interés, destino, entre otros. Esto se plasmó con la presentación del Programa Productivo del Bicentenario. En este caso, se les exigía a las

entidades bancarias que concentraran un mayor volumen de depósitos a destinar el 5% de los mismos a créditos productivos.

Luego, con el cambio de gestión, se decidió encarar un nuevo camino de reformas que impactaron nuevamente en la gestión del Banco Central y en la estrategia de llevar adelante un cambio en la política monetaria y crediticia, que permita el crecimiento del sistema financiero. Se decidió encarar medidas que tiendan a generar un contexto de baja inflación, estabilidad de tasas de interés reales positivas, mayor transparencia, libertad y competencia.

### Gráfico N°6: correlación entre ciclo económico y ciclo financiero 1995-2017 (serie mensual)



*Fuente: BCRA, Informe de Estabilidad Financiera. Primer semestre 2017*

Pueden observarse diferentes velocidades de ajustes entre el ciclo financiero<sup>7</sup> y el económico, mientras que el primero tiende a ser más lento y mostrar desfasajes, más amplios que el segundo. No ocurre lo mismo en los países desarrollados, con mercados financieros robustos. Se ve claramente que los períodos que muestran divergencias entre ambos ciclos se explican por factores económicos estructurales que afectan al desempeño financiero.

Por otro lado, se remarca la necesidad de encarar medidas que tiendan a hacer más efectivas las estrategias de políticas monetarias y crediticias. Este contexto debe ser encuadrado en un marco de estabilidad macroeconómica, siendo esta una característica peculiar de nuestro país, según lo mencionado precedentemente.

<sup>7</sup> Representa la brecha entre el crédito al sector privado (considerando todas las opciones posibles, no sólo el crédito bancario) medido en términos del producto y su tendencia a largo plazo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de la República Argentina. Varios números. Informe sobre bancos. Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina. Informe de Estabilidad Financiera. Primer semestre 2017. Buenos Aires
- Basualdo, E. M., & Arceo, E. (2006). La reestructuración de la economía argentina durante las últimas décadas de la sustitución de importaciones a la valorización financiera. Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales, 122-177.
- Beccaria, L. (2004). Reformas estructurales, convertibilidad y mercado de trabajo. En R. Boyer, & J. C. Neffa, La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas (págs. 151-175). Buenos Aires: Ceil-Piette Conicet. Miño y Dávila.
- Benko, G., & Lipietz, A. (1996). De la regulación de los espacios a los espacios de la regulación. En R. Boyer, & Y. Saillard, Teoría de la regulación: estado de los conocimientos (págs. 103-115). Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Billaudot, B. (1996). Formas institucionales y macroeconomía. En R. Boyer, & Y. Saillard, Teoría de la regulación: estado de los conocimientos: t2 (págs. 17-23). Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Boyer, R. (1989). La teoría de la regulación. Un análisis crítico. Buenos Aires: Humanitas.
- Boyer, R., & Neffa, J. C. (2004). La crisis argentina (1976-2001): lecturas institucionalistas y regulacionistas. En R. Boyer, & J. C. Neffa, La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas (págs. 709-761). Buenos Aires: Ceil-Piette Conicet. Miño y Dávila.
- Castelao Caruana, M. E., & Patrouilleau, M. M. (2007). De visiones y cegueras. La moneda como instancia de coordinación en una economía de mercado. Buenos Aires.
- Chartres, J. A. (1996). El cambio de los modos de regulación: aportes y límites de la formalización. En R. Boyer, & Y. Saillard, Teoría de la regulación: estado de los conocimientos: t2 (págs. 83-95). Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Chesnais, F. (2003). La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes. Forum de la régulation (págs. 37-72). París: Revista de Economía Crítica.
- Damián, M., Frenkel, R., & Simpson, L. M. (2010). Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000. Obtenido de CEDES: <http://www.cedes.org.ar/publicaciones/economia/2014/10650.pdf>
- Félic, M., & Pérez, E. (2004). Conflicto de clase, salarios y productividad. Una mirada de largo plazo para la Argentina. En R. Boyer, & J.

- C. Neffa, *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas* (págs. 175-221). Buenos Aires: Ceil-Piette Conicet. Miño y Dávila.
- Fernández, V., Lauxmann, C., & Tealdo, J. (2012). Sistema bancario y de producción en Argentina. *Problemas del desarrollo*, 43(170), 69-99.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2007). Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad. Obtenido de PERI (UMASS), CEPR: <http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/35-2007.pdf>
- Gilly, J., & Pecqueur, B. (1996). La dimensión local de la regulación. En R. Boyer, & Y. Saillard, *Teoría de la regulación: estado de los conocimientos* (págs. 112-125). Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Guttman, R. (1996). Moneda y crédito en la teoría de la regulación. En R. Boyer, & Y. Saillard, *Teoría de la regulación: estados de los conocimientos tomo 1* (págs. 77-85). Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Juillard, M. (1996). Regímenes de acumulación. En R. Boyer, & Y. Saillard, *Teoría de la regulación: estado de los conocimientos: t2* (págs. 33-43). Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Miotti, E. L. (2014). La gran crisis del 2008...o la inestabilidad intrínseca de la globalización financiera. En E. L. Miotti, N. A. Domínguez, G. A. Orsini, H. Arrillaga, A. Delfino, R. J. Blasizo, . . . M. Reta, *Tramas agroalimentarias. Evolución y problemas en un contexto de crisis global* (págs. 21-53). Entre Ríos: Dictum ediciones.
- Miotti, E. L., & Quenan, C. (2004). Análisis de las grandes crisis estructurales: el caso de la Argentina. En R. Boyer, & J. C. Neffa, *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas* (págs. 87-105). Buenos Aires: Ceil-Piette Conicet. Miño y Dávila.
- Miotti, E. L., Quenan, C., & Zane, E. T. (2012). Continuidades y discontinuidades en la acumulación y regulación en América Latina en la década de 2000: el caso de Argentina, Brasil y Chile. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*.
- Neffa, J. C. (2008). El estudio del mercado de trabajo desde la teoría de la regulación. En F. Eymard-Duvernay, & J. C. Neffa, *Teorías económicas sobre el mercado de trabajo. III Análisis institucionalistas* (págs. 207-315). Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Neffa, J. C. (2011). La evolución de la relación salarial durante la post convertibilidad... *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*.
- Neffa, J. C., Panigo, D. T., & López, E. (2010). Contribuciones al estudio del trabajo y el empleo desde la teoría de la regulación: un marco teórico para estudiar los modos de desarrollo y sus impactos sobre el empleo. *Empleo, desempleo & políticas de empleo*, 49-53.
- Rapoport, M., & Guiñazú, S. (2016). Una

visión monetaria y financiera de la Argentina: historia y pensamiento económico, 1880-2015. Jornadas sobre Institutionnalismes monétaires francophones: bilan, perspectives et regards interntionaux, (págs. 1-27). Lyon.

Rapetti, M. 2018. Los desafíos macroeconómicos tras el acuerdo con el FMI.

Rozenwurcel, G. 2016. Cable rojo o cable azul: el dilema de desactivar la inflación. Informe de Coyuntura. Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento. CABA

Roig, A. (2016). La moneda imposible. La convertibilidad argentina de 1991. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.

Salvia, S. P. (2015). Políticas económicas, mercado mundial y acumulación de capital en la Argentina post-convertibilidad. Revista de Economía Crítica, nº19, 178-196.

Wierzba, G., del Pino Suárez, E., & Kupelian, R. (noviembre de 2010). CEFID-AR. Obtenido de El sistema financiero argentino. La evolución de su régimen regulatorio desde la liberalización financiera. Impactos relevantes sobre el crédito y la economía real: <http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/>