

<http://dx.doi.org/10.18232/20073496.1616>

Artículos

Ensayos Económicos, la revista del Banco Central de la República Argentina (1977-1985)

Ensayos Económicos, the journal of the Central Bank of the Argentine Republic (1977-1985)

Darío Machuca¹, *  0000-0002-9593-8397Ignacio A. Rossi^{2, 3}  0000-0003-8870-1630¹ Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, Buenos Aires, Argentina.² Universidad Nacional del Oeste, Buenos Aires, Argentina.³ Comisión de Investigaciones Científicas, Buenos Aires, Argentina.* Correspondencia: dariomachuca25@gmail.com

Resumen. Este texto tiene por objetivo analizar la producción, los intereses y los debates económico-financieros en la revista del Banco Central de la República Argentina, *Ensayos Económicos*, entre los años 1977 y 1985. Para ello, adopta una metodología cualitativa propia del área de análisis de revistas que se centra en los aspectos inmateriales del objeto de estudio tales como las trayectorias involucradas, las redes políticas e intelectuales en tensión y la circulación de ideas, entre otros. La investigación permitió concluir que la publicación bajo análisis se erigió como una arena de discusión en torno a la política económica y financiera del periodo dictatorial en un contexto en el que la estabilidad monetaria desplazó al desarrollo industrial del centro del debate público.

Palabras clave: historia económica; inflación; política monetaria; fiscalidad; rodrigazo.

CÓMO CITAR: Machuca, D. y Rossi, I. (2026). *Ensayos Económicos*, la revista del Banco Central de la República Argentina (1977-1985). *América Latina en la Historia Económica*, 33(3), e1616. <https://doi.org/10.18232/20073496.1616>



Esta obra está protegida bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial 4.0 Internacional

Abstract. This text aims to analyze the production, interests, and economic-financial debates in the journal of the Central Bank of Argentina, *Ensayos Económicos*, between 1977 and 1985. To this end, it adopts a qualitative methodology typical of journal analysis, focusing on the intangible aspects of the object of study, such as the trajectories involved, the political and intellectual networks in tension, and the circulation of ideas, among others. The research concludes that the publication under analysis became an arena for discussion surrounding the economic and financial policies of the dictatorship period, in a context where monetary stability displaced industrial development from the center of public debate.

Key words: economic history; inflation; monetary policy; taxation; rodrigazo.

JEL: N16; N26; N66 .

Recibido: 11 de noviembre de 2025.

Aceptado: 23 de abril de 2026.

Publicado: 8 de septiembre de 2026.

INTRODUCCIÓN

Ensayos Económicos es una revista de carácter académico editada bajo el sello del Banco Central de la República Argentina (en adelante BCRA). La misma se originó con una periodicidad bimensual durante su primera etapa institucional entre 1977 y 1990, y fue discontinuada posteriormente hasta su relanzamiento en 2006. Esta publicación, que desde 2006 se edita regularmente, publica textos de ciencias económicas en las áreas teórica, empírica y de política aplicada, tanto de nivel nacional como internacional. En su primera época, los principales debates giraron en torno al sistema financiero en el contexto inflacionario posterior al rodrigazo.¹ Así, los orígenes de *Ensayos Económicos* se encontraron atravesados por una coyuntura que marcó la dinámica de los estudios y abordajes –en su mayor medida relacionados a la economía argentina– hasta 1985, momento a partir del cual el Plan de estabilización Austral corrió de eje las discusiones. Según observamos, si bien este último programa no resolvió los desequilibrios macroeconómicos existentes desde 1975, la endeble estabilización motivó análisis vinculados más a reformas de mediano plazo.

Desde sus inicios, *Ensayos Económicos* se constituyó como canal de divulgación de las investigaciones internas del BCRA “para los estudiosos de la economía” con el objetivo de “dar a conocer estudios en lo económico financiero” (Comité Editorial, 1977). La publicación se originó en el Centro de Estudios Monetarios y Bancarios del BCRA; durante su primer periodo fue dirigida por Horacio Alonso, economista que ocupó el cargo de subgerente general del BCRA entre 1981 y 1987. Las colaboraciones en la revista eran, en su mayor medida, de economistas adscritos a la institución, aunque también hubo contribuciones externas de economistas profesionales y académicos con destacada trayectoria como Domingo Cavallo, Juan Carlos De Pablo y Julio Olivera, entre otros.²

¹ En referencia al Plan Económico de ajuste del ministro Celestino Rodrigo entre junio y julio de 1975 y el impacto de la abrupta modificación en los precios relativos. En aquel entonces, se corrigieron cotizaciones del dólar, las tarifas y se liberaron otros precios fijando los salarios muy por debajo de estos. El impacto sobre la actividad produjo una caída del PIB de 6.5 % durante el segundo semestre de 1975 y dejó tasas de inflación de tres dígitos mensuales que, a partir de entonces, no pudieron reducirse (Frenkel, 1989).

² Cuyas trayectorias incluimos de forma breve al momento de abordar sus artículos a partir de entradas en notas al pie de página.

Ensayos Económicos inició su tirada poco tiempo después de comenzada la política económica de Martínez de Hoz, quien emprendió un disruptivo programa de políticas de ajuste monetarias y fiscales ortodoxas y de redistribución de los ingresos contra asalariados (Rougier, 2006). En lo estructural, el modelo propuso una apertura comercial que impactó negativamente en el tejido industrial interno y una desregulación financiera aprovechando el flujo de liquidez mundial que permitió el endeudamiento externo público y privado (Ocampo, 2014; Schvarzer, 1986). En aquellos años, el clima intelectual se encontraba atravesado por las críticas tanto a las estrategias de industrialización sustitutiva como al keynesianismo vigente en la política económica (Rougier y Odisio, 2017). Cuando en 1982 la crisis de la deuda externa impactó en América Latina, conjugándose con los impactos negativos de la guerra por las Islas Malvinas, el régimen debió enfrentar el agravamiento de los desequilibrios macroeconómicos como la estanflación y el endeudamiento externo (Cuesta y Trupkin, 2022).

Entre 1983 y 1985 el gobierno democrático de Raúl Alfonsín, junto a su ministro de economía Bernardo Grinspun, debió afrontar el inédito endeudamiento externo de 45 000 millones de dólares, un alto déficit fiscal que superaba 10 % del producto interno bruto (PIB), una inflación de más de 300 % anual y una caída salarial estimada en 30 % desde 1975 (Arceo et al., 2008; Brenta, 2019). Las condiciones externas, por su parte, eran negativas desde la crisis de la deuda y se caracterizaban por altas tasas de interés internacionales, menor dinamismo comercial y estanflación mundial.

En este contexto de la política económica, los debates económico-financieros estuvieron atravesados por el impacto y los efectos de la reforma de 1977. Como demostró la literatura específica sobre cuestiones relativas al sector financiero en el periodo, esta consistió en la suba generalizada de las tasas por encima de la inflación como política oficial, la apertura de nuevas entidades financieras con requisitos mínimos de operación y la mayor utilización de títulos públicos para transferir ingresos al sector financiero (García, 2018). Las modificaciones de la Carta Orgánica del BCRA buscaron adaptarlo a la descentralización de los depósitos reduciendo los encajes de niveles cercanos de 100 % a 45 % para generar mayor capacidad prestable y monetización de la economía (Diz, 1994). Por otro lado, para compensar a las entidades por el costo que se derivaba de inmovilizar el efectivo mínimo, se creó la cuenta de regulación monetaria (CRM) mediante la cual el BCRA pagaba una tasa a las entidades por los recursos inmovilizados evitando costos altos en un contexto de tasas libres e intentando que los márgenes entre las tasas activas y pasivas se mantengan en niveles bajos (Lajer, 2018, p. 323). Miradas críticas entendieron que no se trató de una política financiera aislada, sino que escondió una ofensiva de sectores liberal-conservadores contra el modelo de industrialización y sus alianzas de clase (Schvarzer, 1986). A su vez, estudios recientes documentan que los efectos de dicha reforma, como la consolidación de las desregulaciones financieras posteriores, generaron una alta vulnerabilidad al sistema ante shocks externos, la pérdida de competencias de regulación y superintendencia del BCRA y una tendencia creciente de los *spreads* bancarios que no se tradujo en crecimiento generalizado (Catelén, 2025; Cibilis y Allami, 2010; Zicari, 2024).

En este cuadro, el presente texto propone analizar la producción, los intereses y los debates económico-financieros de *Ensayos Económicos* entre 1977-1985. El marco teórico adoptado jerarquiza la intervención de expertos y la circulación de ideas en torno a la economía argentina durante el periodo de consolidación neoliberal entre 1975-2001 en donde “los economistas alcanzaron el poder” (Heredia, 2015). Se trató de un periodo donde la economía profesional y su expansión en la prensa pública mediática se vincularon con la preeminencia de la perspecti-

va ortodoxa-neoclásica. Paralelamente el campo académico desarrolló cierta intersección política y de performatividad, consistente con la circulación de actores por medio de dispositivos como redes técnicas o empresas. Los análisis en *Ensayos Económicos* estuvieron atravesados por el avance de las posturas ortodoxas en la economía y desde un punto de vista técnico y de profesionalización de la economía, contribuyeron con controversias sobre diferentes cuestiones relativas a la política económica-financiera del periodo. Así, se pone el énfasis en los aportes que trascendieron la dimensión teórica y se interesaron por la formulación de comentarios, críticas y/o sugerencias a la política económica y financiera del gobierno. En esta línea, dada la filiación de la revista y de parte de sus autores a una institución oficial como el BCRA, se aspira a contribuir al estudio del Estado “desde adentro” jerarquizando la participación de su planta profesional, así como de sus tensiones internas (Bohoslavsky y Soprano, 2010).

A su vez, el trabajo reivindica los estudios de las publicaciones periódicas que posicionan el análisis de las revistas como objetos culturales complejos caracterizados por dimensiones materiales e inmateriales y jerarquizan su papel en el debate público, las ideas y las trayectorias intelectuales (Delgado et al., 2014; Girbal-Blacha y Quatrocchi-Woisson, 1999; Panella y Korn, 2010 y Prislei, 2015). De esta forma, el trabajo se inscribe en el campo de estudios que vincula las ideas y el pensamiento económico con las publicaciones periódicas, los intelectuales y el Estado/mercado (Odisio y Rougier, 2014; Rougier y Mason, 2020; Vicente, 2011). Como sostenemos, *Ensayos Económicos* se erigió como una plataforma vinculada al BCRA que contribuyó a desplazar la cuestión del desarrollo industrial del centro del debate público en favor de la estabilidad monetaria y financiera a partir de la circulación de ideas, saberes y agentes adscritos tanto a perspectivas ortodoxas como heterodoxas.³ Abonan esta hipótesis, como veremos, la heterogénea tradición intelectual de los autores que aportaron a los debates, pero también la intersección con otras publicaciones que mostraban variedad ideológica. No menos importante fue, en esta línea, la importancia de la jerarquización de instrumentos ortodoxos y heterodoxos en los análisis mayormente preocupados por la estabilidad monetaria y financiera, como la utilización de modelos teóricos y formales con estos fines.

El texto se divide en tres subsecciones a las que se añaden las conclusiones. En primer lugar, se describen las particularidades editoriales de la revista considerando su dimensión material (diseño, extensión en páginas, espacios publicitarios), institucional (entidad editora, comité editor) y editorial (cantidad de artículos, autores), entre otros. A continuación, el desarrollo se divide en dos sub-acápites correspondientes a diferentes momentos del debate económico en el ámbito de la publicación bajo estudio. En este sentido, el primero de ellos se extiende entre el inicio de la tirada en 1977 y los números correspondientes al año 1980, cuando las polémicas giraron en torno a las secuelas del rodrigazo y la reforma financiera de 1977. El segundo subperiodo, por su parte, se ubica entre 1980 y 1985 y tiene como eje al deterioro del sector externo y la sobrevaluación del peso generados en el marco de la política financiera de Martínez de Hoz.

³ Ortodoxo, en el sentido de la cercanía al liberalismo económico jerarquizando la libertad de los mercados, la propiedad privada y el equilibrio derivado de la libertad de oferta y demanda. Adicionalmente, bregando por un Estado mínimo se restringe a garantizar la libertad de mercado defendiendo el *homo economicus* como garantía del óptimo social y el equilibrio. En este sentido, lo heterodoxo como campo opuesto en las ideas económicas, si bien no respondió a corrientes marxistas, keynesianas y estructuralistas en el sentido explícito, se explicitó en el marco general del profesionalismo económico (Blaug, 1985).

PARTICULARIDADES EDITORIALES DE ENSAYOS ECONÓMICOS Y SUS PRIMEROS DEBATES

La revista se caracterizó por un diseño sobrio y académico editada en blanco y negro que en su tapa ostentó el edificio del BCRA. La tirada se realizó a razón de cuatro por año, en general en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre y en la primera página figuraron las autoridades del BCRA (véase figura 1).

Figura 1. portada de ejemplar de *Ensayos Económicos*, marzo de 1977



Fuente: https://www.investigacioneseconomicas.bcra.gob.ar/ensayos_economicos_bcra/issue/view/109

En estos años, aunque el Banco tuvo varios presidentes (Adolfo Diz, Julio José Gómez, Egidio Iannella, Domingo Cavallo, Julio González del Solar, Enrique García Vázquez), el Comité Editorial se mantuvo bajo la dirección de Horacio Alonso. No obstante, sí variaron quienes lo

acompañaron en la revista. Por ejemplo, entre 1975-1978 formaron parte del *staff* Arturo Meyer, gerente de Investigaciones Económicas del BCRA y Elías Salama, especialista en temas monetarios, ambos vinculados a la Universidad Nacional de la Plata. A partir de 1979 se incorporó a Ernesto Gaba, un economista más cercano al sector privado y formado con Alfredo Canavese en el ámbito de la Asociación Argentina de Economía Política y el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la Universidad Nacional del Sur. Luego, en 1980, se sumaron Tomás J. Baldiño, economista especializado en temas monetarios que desarrolló su carrera en el Centro de Estudios Monetarios y Bancarios y posteriormente en el Fondo Monetario Internacional, José Luis Machinea, quien comenzaba su trayectoria en la misma institución y llegaría a ser presidente en 1986, e Isabel Walkoluk de Van Morlegan, secretaria de la publicación. Ese mismo año, la secretaria fue reemplazada por una coordinación técnica a cargo de Manuel Alonso Olivera. En 1983, con el cambio de gobierno, el cuerpo editor fue reemplazado –salvo Alonso–, y se incorporaron Daniel Dueñas y Ernesto V. Feldman, ambos economistas del BCRA especializados en temas sobre el sistema financiero. Además, se incorporó nuevamente Elías Salama y Ernesto Gaba, aunque este último figuraba con una nota al pie en uso de licencia. Los próximos cambios llegaron con el reemplazo de la presidencia de Enrique García Vázquez (1983-1985) por Alfredo Concepción (1985-1986) y luego de este último por José Luis Machinea (1986-1989). Se evidencia que la revista fue dirigida por economistas formados en el BCRA, especialmente por jóvenes que iniciaban su carrera profesional como Machinea o Juan Sommer –aunque este no formó parte del consejo directivo–; y que su cuerpo directivo no era ajeno a los avatares institucionales. Esto era lógico ya que, desde su primer número, *Ensayos Económicos* aclaró que los aportes derivaban de material técnico inédito formulado en el ámbito del banco.

Así, la revista inició su tirada con una cantidad de tres a seis artículos por número con un aproximado de 120 páginas y un precio que, dependiendo el año, ajustó por debajo de la inflación y otras por encima. Su valor en dólares, que fue publicado sólo hasta 1980, varió entre 1 y 2.50 en este periodo. Respecto a las temáticas priorizadas, la mayor parte fueron sobre temas relativos al sector financiero y a la política monetaria. Un recuento de estas, evidencia que en este periodo hubo 40 artículos sobre cuestiones financieras y monetarias, muy por encima de otros relacionados a inflación (once), la deuda externa (ocho), el comercio exterior (seis), las finanzas públicas y la política fiscal (cinco) y el crecimiento (uno). Así, se evidencia que la orientación y la preocupación del BCRA se dirigió al sector financiero-monetario mostrando un signo de época donde estas cuestiones cobraron especial relevancia.

Si bien el espacio publicitario fue escaso, a partir de 1978 se incluyeron los índices de otras revistas al final de la publicación. Entre estas, estaban la revista académica *Económica* de la Universidad Nacional de la Plata –en la que muchos integrantes y articulistas de *Ensayos* escribían con frecuencia–, la revista especializada en Ciencias Sociales *Desarrollo Económico*, *Estudios* del Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina (IERAL) e *Integración Latinoamericana* publicada por el Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe (INTAL). También se publicitaron otras de orden internacional, como la mexicana *El Trimestre Económico*, la *Revista de la Integración* y el *Desarrollo de Centroamérica* editada por el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y *Pensamiento Iberoamericano* publicada por CEPAL y el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI). En este sentido, la revista del BCRA muestra una articulación tanto con revistas académicas como con otras del campo de las ciencias sociales y del sector privado.

Por las páginas de *Ensayos* fueron frecuentes las publicaciones de integrantes del BCRA como Feldman, Cavallo, Arnaudo, Machinea, Gaba, Julio Piekarz, etc. Pero también hubo participación de otros economistas del ámbito académico –especialmente de la Universidad de Buenos Aires (UBA)– y privado con significativa resonancia pública contemporánea y posterior y de diferente extracción ideológica como Roberto Frenkel, Daniel Heymann, Juan Sommer, Julio H. Olivera, Juan Carlos De Pablo, Carlos Rodríguez, Roque Fernández, Pedro Pu, Alfredo Canavese, Rolf Mantel, Ana Martirena Mantel y Guillermo Calvo. Estos, participaban de diferentes instituciones como el Centro de Estudios del Estado y la Sociedad (CEDES), el Centro de Estudios Macroeconómicos (CEMA), el Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET), el IERAL y diversas universidades públicas y privadas siendo la mayoría de los trabajos producto de las jornadas del Centro de Estudios Monetarios y Bancarios. En este sentido, la revista mostró una apertura ideológica relevante, especialmente en torno al campo profesional de la economía argentina. Esto no implica desconocer el profundo vínculo que la caracterizaba con el BCRA y la formación de sus cuadros técnicos, así como la predominancia de temas financieros y monetarios a cargo de analistas filiados, en su mayor medida, al pensamiento neoclásico.

EL DEBATE EN TORNO A EFECTOS COLATERALES DEL RODRIGAZO Y LA REFORMA FINANCIERA (1977-1980)

Parte de las polémicas de la época en torno a la política monetaria tuvieron lugar en las Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo organizadas periódicamente por el Centro de Estudios Monetarios y Bancarios y que conforman la masa crítica mayoritaria de los artículos de la revista. En líneas generales, el debate de esta primera etapa de la publicación giró en torno a las políticas antiinflacionarias tras el rodrigazo y, posteriormente, a la reforma financiera. Cuestiones como la volatilidad del tipo de cambio, la excesiva emisión monetaria, el peso del déficit público, el desequilibrio externo vía balance de pagos, entre otros, fueron discutidas por una heterogénea perspectiva ortodoxa, pero también por posturas que reivindicaban regulaciones de superintendencia.

En este último orden, destacó el aporte del célebre economista Julio Olivera,⁴ quien jerarquizó los conceptos de “autonomía” y “heteronomía” monetarias para explicar cómo las relaciones desiguales entre países afectaban las medidas cambiarias de ciertos Estados: “la situación de autonomía-heteronomía refleja la estructura de poder existente dentro de la economía mundial [y] la posibilidad de un sistema monetario internacional con propiedades regulares de equilibrio queda excluida” (Olivera, 1977, pp. 193-194). Su hipótesis planteó que, en sistemas cambiarios internacionales (fijos o flexibles), existían naciones que contaban con autonomía monetaria y otras que no. Por lo tanto, no todas se hallaban en condiciones de seguir una política independiente.

⁴ Doctor en Derecho y Ciencias Sociales por la UBA, institución en la que se desempeñaba como docente, investigador y de la cual fue rector (1962-1965). En este ámbito, dirigió el Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas desde 1961. Así también, había sido subgerente General del BCRA (1959-1962) y secretario de Ciencia y Tecnología de la Nación (1973-1974).

La advertencia del autor fue realizada en estos términos “el nivel de salarios del país heterónimo está sujeto, en consecuencia, no sólo a las condiciones imperantes en su propio territorio sino a las que existen en el otro país. Hasta es posible [...] que el nivel de precios o de salarios del país heterónimo sea más sensible a las variaciones monetarias y reales del otro país que a las de su propia situación interna” (Olivera, 1977, p. 189).⁵

En una línea similar se expresó José Uriarte⁶ (1979) quien retomó esta cuestión para plantear el análisis de las interrelaciones entre dos países con monedas vinculadas por tipos de cambio flexibles: “los movimientos de capital, al mantener niveladas las tasas reales de interés esperadas entre países posibilitan la difusión de las perturbaciones monetarias” (Uriarte, 1979, p. 17). El economista vinculado al Centro de Estudios Monetarios y Bancarios sostuvo que las medidas de un Estado y los cambios de expectativas inflacionarias y de devaluación tenían efectos tanto internos como externos. De esta forma, es destacable que los planteos de Olivera y Uriarte tenían lugar en el marco de una política económica atravesada por las devaluaciones programadas conocidas popularmente como “tablita cambiaria” de Martínez de Hoz, las cuales no atendieron los efectos de posibles alteraciones en los flujos externos. De tal modo, el artículo podría entenderse como una crítica solapada a la política cambiaria realizada en el marco de una publicación oficial en uno de los momentos de mayor censura, autoritarismo y represión desplegados por el “Proceso”.

Otros economistas como Aldo Arnaudo⁷ y José Bartolomei (1977) se refirieron a la cuestión cambiaria a partir del referente empírico de la coyuntura previa al golpe de Estado.⁸ En líneas generales, discutieron el concepto de “doble mercado cambiario” y su posibilidad de aplicación a un periodo en el cual, de hecho, existieron formalmente dos mercados de cambios (desde 1971 hasta marzo de 1976, exceptuando un breve lapso en 1975). Para estos autores, el doble mercado “consiste en la clasificación de las transacciones internacionales entre transacciones corrientes y transacciones de capital, y su realización consecuente en mercados separados, las primeras con un tipo de cambio fijo y las segundas con un tipo de cambio libre” (Arnaudo y Bartolomei, 1977, p. 8). En este sentido, analizaron el funcionamiento y eficiencia operativa de la medida considerando el grado de alejamiento o cercanía respecto de su definición conceptual.

El artículo constituyó una crítica a la política cambiaria previa a la dictadura. Por un lado, sus responsables advirtieron que la experiencia argentina distó de la conceptualización explicitada en la medida en que se jerarquizó la influencia de capitales extranjeros con su componente especulativo en el mercado financiero. Por otra parte, señalaron que la política implementada provocó una sobrevaluación del peso en el mercado comercial y una brecha con el valor establecido en el

⁵ Si bien el autor no realizó referencias a casos específicos debe plantearse que, aunque *Ensayos Económicos* habría contado con cierta libertad editorial, esto no implica que sus autores no apelaran a la discreción para determinados planteos dado el contexto represivo, lo cual podría haber sido gravitante en el caso de un economista heterodoxo como Olivera. El autor retomó su propuesta en un número posterior a fin de extender sus resultados al caso de imperfecta movilidad internacional del capital (Olivera, 1980). En este sentido, planteó que no existió una posición de equilibrio general para la economía global y que “desde 1969 la adaptación del stock monetario internacional a las ‘necesidades del comercio’ es un criterio explícito de la regulación monetaria mundial” (Olivera, 1980, p. 7).

⁶ Economista del Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.

⁷ Doctor en Ciencias Económicas y Abogado por la Universidad Nacional de Córdoba, y *doctor of Philosophy* por la Universidad de Yale. Se desempeñó como investigador del BCRA (1976), en el Instituto di Tella (ITDT) (1980) y en el CONICET (desde 1980).

⁸ El artículo fue publicado en el n° 4, edición especial publicada en dos partes y “dedicada a reproducir la mayoría de los trabajos presentados en las Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo” organizadas por el Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.

mercado financiero. Si bien esto podría solucionarse con una devaluación del primero, el problema consistía en que debía ajustarse permanentemente para adaptarlo al ritmo del proceso inflacionario. Más aún, a las dificultades para esclarecer un valor de equilibrio, se añadió la carencia de un tipo de cambio uniforme para las exportaciones (divididas en tradicionales y promocionadas) e importaciones (sean comunes o suntuarias). De este modo, criticaron la dinámica cambiaria porque evitaba devaluaciones en un contexto inflacionario alejándose del modelo teórico de equilibrio (Arnaudo y Bartolomei, 1977, p. 15). En definitiva, concluyeron que la experiencia argentina entre 1971 y marzo de 1976 consistió en un mercado de cambios comercial con tipo de cambio fijo y otro mercado con valores flotantes e intervenciones antiespeculativas que finalmente resultaban controlados por el BCRA (Arnaudo y Bartolomei, 1977, p. 35). A su vez, plantearon que esta política cambiaria provocó expectativas devaluatorias y un déficit del balance de pagos.⁹

La cuestión de la sobrevaluación del peso y la necesidad o no de un nuevo ajuste cambiario retornó en un artículo de Carlos Rodríguez¹⁰ y Larry Sjaastad¹¹ (1980). Estos autores discutieron que Argentina tuviera un tipo de cambio atrasado desde mediados de 1977 argumentando que, en todo caso, se estaba ante “un nuevo nivel, más bajo, de equilibrio” (Rodríguez y Sjaastad, 1980, p. 9). Según fundamentaron, esto se debió a diversas causas. La primera de ellas correspondió a elementos que favorecieron la balanza de capitales: valoraron el cierre de la brecha entre los tipos de cambio para importación y exportación mediante aumentos en el primero, indicaron un incremento en el precio internacional de los principales productos exportables y argumentaron que la eliminación de retenciones también contribuyó disminuir el punto de equilibrio del tipo real de cambio. Por otra parte, celebraron a la reforma financiera como “uno de los mayores logros efectivos de la presente conducción económica” (Rodríguez y Sjaastad, 1980, p. 41) y sostuvieron que esta aumentó el atractivo de mantener activos en pesos. Así también, los economistas establecieron que el peso partía de una situación de anticipo en abril de 1976, “y por lo tanto el hecho de que el tipo real de cambio haya caído más que su nivel de equilibrio fue necesario a fin de eliminar el adelanto cambiario inicial” (Rodríguez y Sjaastad, 1980, p. 48). Más aún, argumentaron que, dado que el dólar se había depreciado internacionalmente y el peso apreciado, sucedió lo contrario en comparación con monedas como la alemana, suiza o japonesa. En definitiva, esta coyuntura les permitía relativizar la insostenibilidad del tipo de cambio bajo y sostener que la reforma financiera lo haría sostenible. Por ello, se argumentó que en 1978 se estuvo en un punto de equilibrio cambiario, aunque advirtieron un leve retraso cercano a 10 % para el primer trimestre de 1979 cuando empezó a implementarse la “tablita”.¹²

En lo que respecta a temas fiscales, otro punto que se vinculó a la cuestión inflacionaria, dos autores externos al BCRA introdujeron planteos críticos en el interior de la ortodoxia: Ana Martirena-Mantel¹³ y Domingo Cavallo.¹⁴ La primera propuso resaltar la importancia de “ex-

⁹ Si bien se promovió el ingreso de capitales externos, los autores advirtieron que los mismos eran de corto plazo.

¹⁰ Doctorado en Economía por la Universidad de Chicago. Se desempeñaba en el CEMA y había sido docente de la Universidad de Columbia.

¹¹ Economista estadounidense especializado en economía internacional con particular interés en América Latina. Referente de la línea económica de la Universidad de Chicago, formaba parte del CEMA y fue uno de los impulsores del programa de Cuyo (Mendoza) en 1962 a través de la Alianza para el Progreso.

¹² Un artículo posterior de la revista (Fernández, 1980) deslizó que Argentina presentaba un tipo de cambio atrasado y expuso la expectativa frustrada del sector industrial en torno a una modificación en dicho indicador.

¹³ Doctora en Economía de la Universidad de Yale. Había logrado una beca Guggenheim (1975) y se desempeñaba como investigadora del CONICET en el ITDT (desde 1966) y como docente titular de la UBA (1968-86).

¹⁴ Por entonces se había recientemente doctorado en Economía por la Universidad de Harvard (1977).

plorar las consecuencias de la introducción de la restricción presupuestaria del Gobierno y de los efectos riqueza en el modelo tradicional de la devaluación, para así responder al desafío monetarista según el cual los efectos de la alteración del tipo de cambio son sólo transitorios y desaparecen en el largo plazo” (Martirena-Mantel, 1977, p. 72).

Martirena-Mantel planteó un modelo de análisis que introdujo a la contracción fiscal del gobierno en el análisis de la devaluación y expuso la existencia de efectos reales permanentes a tales fenómenos. Por otra parte, Domingo Cavallo (1977) sugirió que la restricción en la cantidad de dinero era condición necesaria más no suficiente para la reducción de la inflación. El economista sostuvo que alcanzar el equilibrio de precios relativos y “el paso hacia una situación no inflacionaria requiere que tenga lugar una redistribución del ingreso en perjuicio del sector asalariado” (Cavallo, 1977, p. 142). A pesar de que el gobierno *de facto* no debía someterse a consultas populares periódicas, planteó que “este sesgo en la distribución de la carga derivado de políticas monetaristas de estabilización es precisamente lo que *limita su viabilidad política*” (Cavallo, 1977, p. 142, el destacado es nuestro). Al dar cuenta de experiencias de aumentos de precios y expectativas inflacionarias en contextos de caída en los niveles de actividad apuntó la necesidad de cierta intervención gubernamental en determinados rubros. En este sentido, propuso una baja de la tasa de interés y controles al crecimiento de precios clave como el tipo de cambio, las tarifas y los salarios. Concluyó en que “esta difícil combinación de administración de precios y políticas monetarias es probablemente la última alternativa frente al pernicioso pantano de recesión e inflación” (Cavallo, 1977, p. 147). De tal modo, sea por sus efectos o por su insuficiencia, ambos autores cuestionaron al postulado monetarista de la inequívoca eficiencia de la restricción presupuestaria como medida suficiente de una política antiinflacionaria. Esto implicó que la política económica del gobierno *de facto* sea debatida dentro de *Ensayos Económicos*, aunque desde la perspectiva ortodoxa.

Otra línea que tensionó las máximas monetaristas provino del economista Juan Carlos De Pablo,¹⁵ quien planteó que desde el rodrigazo “la cultura económica del argentino medio aumentó considerablemente” (1977, p. 149), aunque no en el grado suficiente como para comprender el funcionamiento de la economía en su conjunto.¹⁶ Estableció que la población reaccionaba con suma rapidez a las políticas económicas, lo que demandaba que las medidas antiinflacionarias incorporaran la educación económica para sectores estratégicos de la sociedad: “¿por qué no cursos de economía para periodistas, obispos, oficiales de las fuerzas armadas, diputados, senadores, jueces etc.?” (De Pablo, 1977, p. 174). Esta educación debía ser acompañada, según argumentó, por una política austera de la cantidad nominal de dinero para evitar la inflación reprimida. Sin embargo, también ponderó la necesidad de medidas heterodoxas como controles de precios, un impuesto a la tierra para redistribuir ingresos y el análisis de variaciones en la demanda excedente de determinados rubros. En síntesis, el planteo de De Pablo criticó la escasa variedad de medidas implementadas por el Estado para contener la inflación y apuntó al excesivo monetarismo del equipo económico. En virtud de ello, sentenció contundentemente: “la inflación, como dice

¹⁵ Licenciado en Economía por la Universidad Católica Argentina con estudios de posgrado en curso en Harvard. Se desempeñaba como parte del CEMA y de la Escuela de Administración en el Instituto para el Desarrollo de Empresarios en la Argentina (IDEA). Había formado parte del Consejo Nacional de Desarrollo, ITDT, la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) y ocupado el cargo de director de política tarifaria y de importaciones del Ministerio de Economía de la Nación (1969-1970).

¹⁶ Un planteo similar fue deslizado en otro artículo por Machinea (1978, p. 81): “debido al aprendizaje microeconómico de los agentes económicos [...] no sólo es posible pensar en canales de transmisión de la política monetaria distintos, sino también en una mayor velocidad en el proceso de transmisión”.

Friedman, es un fenómeno, [sic] monetario; ¡pero qué lejos nos ha llevado el análisis presentado en este trabajo, de aquella recomendación de política económica que dice que simplemente hay que dejar de emitir medios de pago...” (De Pablo, 1977, p. 177).

Otro punto planteado en *Ensayos Económicos* correspondió al sistema bancario, que contó con el aporte de Héctor Diéguez¹⁷ y Alberto Petrecolla (1979). Los economistas sostuvieron que la estructura distributiva de los depósitos era desigual debido a una doble concentración: geográfica en Buenos Aires y jurídica en bancos públicos. No obstante, su análisis todavía no captaba los efectos de la reforma financiera. Sobre el sistema bancario, Feldman (1980) dio cuenta de una expansión de la planta de trabajadores del sector entre 1957 y 1976. Según su argumento, los controles en las tasas nominales de interés y otras restricciones provocaban una “represión financiera” y distorsionaban las señales del sistema de precios y la competencia. Por ello, sostuvo, aumentaron la apertura de sucursales y la contratación de empleados por encima del producto financiero, lo que hacía necesario impulsar la expansión del sector a partir de su mayor productividad, como se estaría haciendo a partir de la reforma.

A diferencia de otros ámbitos, la presencia de polémicas en torno a la política económica de la dictadura en el contexto de mayor efervescencia del accionar represivo invita a pensar que *Ensayos Económicos* tuvo cierto margen de autonomía editorial. Aunque la discreción en la selección de textos actuó como un catalizador del intercambio dentro de los marcos de la ortodoxia, prevaleció cierto debate intelectual por sobre la reproducción del discurso oficial. Más aún, las críticas al monetarismo y la reivindicación de cierto tipo de actividad estatal en materia monetaria y fiscal evidencian cierta apertura.

POLÉMICAS EN TORNO AL DETERIORO DEL SECTOR EXTERNO Y LA SOBREVALUACIÓN CAMBIARIA (1980-1985)

En 1980 Cavallo¹⁸ analizó la relación entre la balanza comercial y el tipo de cambio real ya que “estas variables indican cómo la política comercial cambia el precio interno de importables y exportables alterando los incentivos para la producción y el consumo de estos tipos de bienes comercializables” (Cavallo, 1981, p. 145). De esta manera, propuso un modelo analítico de regresiones que le permitió argumentar la relevancia del tipo de cambio real en la generación de un déficit o superávit comercial. Más precisamente, propuso que sin variaciones del cambio real y *ceteris paribus*, un saldo negativo de la balanza comercial podía eliminarse: a) aumentando aranceles a las importaciones o reduciendo derechos de exportación, b) ¹⁹ manteniendo la expansión del crédito por debajo de la tasa de inflación, c) reduciendo el PIB y/o d) aumentando el PIB agropecuario, medidas que contribuirían a equilibrar la balanza comercial (Cavallo, 1981, p. 150). Por tanto,

¹⁷ *Master of Arts* por la Universidad de Harvard (1967), posgrado que realizó becado por la Fundación Ford. Se desempeñaba como investigador del INDT. Previamente había sido director del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional de la Plata (1971-1973), Subsecretario del Consejo Nacional de Desarrollo (1968-1970) y Subsecretario General del Ministerio de Economía de la Nación (1975-1976).

¹⁸ En estos años, venía de ser subsecretario del Ministerio del Interior en 1981 y presidente del BCRA entre julio y agosto de 1982.

¹⁹ Habida cuenta de que trabajos como los de Nogues, aunque a favor de la mayor apertura, cuestionaron la apreciación cambiaria de Martínez de Hoz. En aquel entonces, Nogues presentó tres modelos econométricos que mostraban que la elasticidad precio de las importaciones subió significativamente (Nogues, 1982, p. 14-17).

Cavallo justificó que mantener un tipo de cambio real alto permitiría, en un contexto de apreciación cambiaria desde 1978 (BCRA, 1981, p. 14), fomentar el superávit de la balanza comercial cuestionando abiertamente a la política oficial.²⁰

La cuestión cambiaria también contó con el análisis de Rolf Mantel²¹ y Ana Martirena-Mantel, quienes presentaron un trabajo en torno a la política cambiaria óptima para países semi industrializados que manifestó una postura distinta a la de Cavallo y, como veremos más adelante, a la Arnaudo. Tales autores refirieron a la vigencia del *crawling-peg* –flexibilidad controlada del tipo de cambio con minidevaluaciones– como al preanuncio cambiario temporal que se observaba en varios países de la región. Según defendían, esta política era virtuosa cuando se la hacía de forma pasiva con el fin de ajustar el tipo de cambio de forma leve, debiendo evitarse usarlo de forma activa como política antiinflacionaria explícita. Según entendían, la política cambiaria debía priorizar el bienestar social entendido como la maximización de la riqueza real y el consumo per cápita en el largo plazo. Por ello, plantearon la necesidad de evitar un *overshooting* dado el costo social, sobre todo cuando el *crawling* es activo, y defendieron el uso de minidevaluaciones como instrumento de estabilización como herramienta óptima para generar “una función de bienestar social más aceptable en términos económicos” (Mantel y Martirena-Mantel, 1980, p. 172).

Fue también Fernández Pol quien se interesó por la cuestión de un *crawling peg* y, de forma más alineada a Cavallo puso el foco en sus consecuencias en el balance de pagos aplicando el teorema de Thom sobre catástrofes elementales.²² Como supuestos, el autor planteó que la política de estabilización se basaba en una devaluación gradual de tipo nominal de cambio de forma independiente a otras variables y que los prestamistas internacionales tomaban en cuenta la magnitud del déficit del balance comercial para analizar las condiciones del crédito. Bajo una serie de supuestos, Fernández Pol concluyó que “si el inevitable saneamiento fiscal no se lleva a cabo eficientemente, la política de *crawling peg* activo abre la posibilidad de un comportamiento inestable en el balance de pagos del país que adopta tal estrategia de estabilización” (Fernández Pol, 1982, p. 24). Por ello, propuso que una “catástrofe” es materializada por la falta de confianza de los agentes económicos en la estrategia de estabilización: el atraso cambiario, y la consecuente crisis del balance de pagos, produce un aumento de la tasa de interés local afectado al plan económico, en la medida que el ajuste fiscal no se realizaba.

Desde otro ángulo, Arnaudo compartió esta última preocupación y ensayó una crítica a la política económica de Martínez de Hoz distinguiendo que la política monetaria entre 1976-1981 atravesó dos periodos: i) entre 1976-1978 se aplicó una postura activa y ii) entre 1979-1981 una pasiva. Según su argumento, la segunda, que era la que le interesaba ponderar, no resultó exitosa –en anclar expectativas inflacionarias– porque “se tomaron como permanentes comportamientos transitorios observados en el periodo anterior que no se repetirían de nuevo [y, por la] subsistencia de un déficit fiscal sustancial que hacía incompatible la estabilización de precios con las pautas

²⁰ Que ya en 1980 fue deficitaria de forma creciente en todos los meses: en enero en -56 millones de dólares y en diciembre superó los -400 millones llegando a -2.500 millones de dólares anuales (Instituto Nacional de Estadística y Censos, 2023).

²¹ Contadores egresados de la UBA y doctorados en la Universidad de Yale. Desde los sesenta formaron parte del ITDT, en los setenta del CONICET y, el segundo, adicionalmente era miembro del CEMA.

²² En alusión a René Thom (1958-2002), matemático que aportó en el campo de estudio de las bifurcaciones de sistemas dinámicos con su llamada teoría de las catástrofes difundida en los años setenta. Esta teoría le permite representar la propensión de sistemas estables a manifestar irregularidades aplicando simulaciones de objetos derivados de las ciencias naturales.

monetarias” (Arnaudo, 1983, p. 5).²³ En otras palabras, a partir de 1978 la política monetaria estableció que el crecimiento de los precios de bienes no transables debía tender al de los bienes transables -en el marco de la tablita-alineando la inflación local a la internacional. Así, descontando el ajuste cambiario, se produciría la convergencia sustentada en el enfoque monetario del balance de pagos.²⁴ En virtud de ello, el economista señaló la incoherencia entre la estabilización y la meta monetaria, porque la persistencia del déficit,²⁵ y su monetización, impulsaban el impuesto inflacionario quebrando la lógica de inflación “exógena” propia del enfoque adoptado.²⁶

De alguna manera vinculada, Adrián Guisarrí²⁷ y Carlos Zaragoza (h) (1982) pusieron en discusión la relación entre la política fiscal y monetaria como variables representativas frente a la evolución del PIB entre 1962-1979. Según el análisis desplegado, se observó que en el periodo analizado: a) los indicadores de política fiscal -gasto total consolidado- y monetaria -M1-, en general, se movieron en la misma dirección, b) cuando los indicadores se movieron en dirección opuesta, la actividad económica se correspondió con el indicador de política monetaria, c) el nivel de actividad económica se movió en el mismo sentido que el indicador de política monetaria y en sentido contrario del fiscal y que d) a pesar de la observación tres, la correspondencia entre el indicador de política monetaria y el producto, sus variaciones no fueron estables. Bajo estas observaciones, Guisarrí y Zaragoza defendieron que la política fiscal no resultó un instrumento efectivo de estabilización, ya que su impacto en el PIB se mostraba nulo. En virtud de ello, sostuvieron, “puede afirmarse que en esos años [1966-1978] se verificó una política presupuestaria ‘pura’ porque mientras el indicador de esta se expandió notablemente, el de la política monetaria no mostró un cambio sustantivo. Pese a esa política fiscal expansiva, el PIB permaneció prácticamente estable (1966), o incluso cayó (1978)” (Guisarrí y Zaragoza, 1982, p. 8). Lo que argumentaban los autores era que la política fiscal funcionaba como sustitutiva del gasto privado, lo que terminaba tarde o temprano en “desestabilizaciones” (Guisarrí y Zaragoza, 1982, p. 12) que finalmente se observaron con la política económica de Martínez de Hoz.

Canavese, Rozenwurcel y Bleger (1980),²⁸ volvieron sobre los cambios introducidos en el sistema financiero desde 1977 y presentaron un trabajo que buscaba estudiar la distribución del sistema bancario desde una perspectiva institucionalista. Los autores utilizaron un método basado

²³ El segundo factor fue muy representativo en el pensamiento de los economistas ortodoxos de la época desde el punto de vista de la teoría del balance de pagos, por ejemplo, De Pablo (1983) y Cavallo (1984) lo defendieron desde el semanario *Mercado*.

²⁴ Algo que fue discutido por Mena Keymer (1980) al plantear la importancia de no dejar de lado el impacto del multiplicador monetario y la creación secundaria de dinero, como a su vez los efectos en el proceso de ajuste de la base monetaria y su impacto en las reservas, en el crédito y al interior del sistema bancario.

²⁵ Considerando que, si bien el déficit fiscal primario bajó respecto de los años 1974, 1975 y 1976, fue en todos los años hasta 1983 de más de 3 % del PIB (BCRA, 1984, p. 171).

²⁶ De la misma forma, Alfonso Martínez, ponderó que entre 1961-1979 la norma en la Argentina fue la persistencia del déficit fiscal en promedios de 5 % del PIB y que en su mayor medida se financió con créditos del BCRA en más de 50 %. El autor encontró mediante un modelo de regresión simple una relación positiva entre la tasa de inflación futura y el déficit fiscal como de las tenencias de dinero doméstico agregado y la tasa de inflación del periodo siguiente reforzando el argumento monetario (Martínez, 1983, pp. 96-97).

²⁷ Economista con formación de posgrado en la Universidad de Chicago, fundador del CEMA y profesor del ITDT.

²⁸ El primero, economista investigador de la UBA, del ITDT formado con Julio Olivera y un aporte especial a la teoría estructural de la inflación, particularmente sobre los efectos distributivos de la alta inflación. Rozenwurcel, economista que entonces cursaba la maestría en Economía en la Universidad Católica Argentina (UCA), poco años después doctorando en Economía por la UBA e investigador del CONICET. Bleger, por su parte, era un economista y sociólogo ligado al Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE), ligado al sector bancario y al cooperativismo (Instituto Movilizador de Fondos Cooperativos).

en las cadenas de Markov, que supone que el patrón de crecimiento de los bancos es un proceso estocástico desplegado en función del tamaño de las entidades consideradas. La reforma de 1977, aludían, configuró un sistema de depósitos desnacionalizados que estaba arrojando una excesiva concentración. Como dieron cuenta, las desregulaciones implementadas estaban produciendo un aumento de los depósitos en los primeros estratos (en el uno al tres de un total de ocho) y una depuración de bancos pequeños en los estratos menores (especialmente el seis y el siete).

Tomas José Teodoro Baliño,²⁹ tuvo una preocupación similar en torno al régimen financiero de 1977 y presentó una propuesta para analizar el comportamiento de las tasas de interés de los depósitos a 30 días y las ofrecidas por las Letras de Tesorería entre 1977 y 1980. La observación de Baliño era que ambas tasas tuvieron oscilaciones muy significativas de mínimos de 3 % mensual a máximos de 10 %, pero observando una caída en los tipos promedios que, según analizó, respondía al plan de estabilización de 1978 y particularmente a su iniciativa de integración del mercado de capitales interno al externo. Este era un punto clave para el economista, porque pese a que la inflación interna tuvo una mayor varianza en este periodo, las tasas de interés lo hicieron en menor medida “sugiriendo que la mencionada mayor integración del mercado de capitales tuvo una influencia estabilizadora sobre las tasas de interés” (Baliño, 1981, p. 76). En virtud de ello, el análisis de Baliño concluía en que debía defenderse la hipótesis de independencia entre los tipos de interés internacionales y los internos, ya que los movimientos en la tasa esperada y en el riesgo de devaluación contribuyeron a eliminar, en el caso de Argentina, la importancia de la tasa internacional como base explicativa de los movimientos nacionales.³⁰

Quien también mostró entusiasmo en el comportamiento de las tasas de interés en el marco de la reforma financiera fue Ernesto Gaba, que destacó que la liberación de las mismas relució desequilibrios de la economía argentina preexistentes. Defendiendo la reforma de 1977,³¹ Gaba ponderó que las “distintas corrientes de opinión en la Argentina han señalado que la liberación de tasas de interés fue contraproducente por retribuir al ahorrista con una tasa de interés demasiado elevada, por una inversión sin riesgo al existir la garantía estatal sobre los depósitos” (Gaba, 1981, p. 4).

A su juicio, estas apreciaciones erradas emergieron de la confusión entre tasas reales y nominales, aunque reconoció que la reforma financiera no produjo el “ajuste necesario en la eficiencia del sistema financiero argentino” (Gaba, 1981, p. 32). Y esta observación se basaba en que, consideraba, el sistema requería mayores liquidaciones para aumentar el rendimiento financiero bruto que según estimaba se encontraba lejos de los valores promedios en los mercados internacionales.

En materia monetaria, también aportó Juan Carlos Di Tata, quién destacó que los debates se dirimían a partir de la entonces moderna literatura de expectativas racionales. Especialmente, destacó que las variaciones sistemáticas en la oferta monetaria son siempre anticipadas por el público, lo que en definitiva explicaba una curva de Phillips vertical (es decir, mayor inflación y desempleo). En virtud de ello, propuso un modelo concreto para medir el efecto de la política monetaria oficial y cómo los agentes forman sus opiniones derivando en expectativas sesgadas. Eran las expectativas acerca de los otros, argumentaba, las que conducían a modificaciones del nivel de precios más que la política monetaria oficial. Por ejemplo, la existencia de incertidumbre acerca de las creencias de los otros “es razón suficiente para la generación de cierta falta de respuesta del nivel de precios

²⁹ Economista del Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, BCRA.

³⁰ Aunque sin reparar en los efectos de la misma sobre la actividad interna.

³¹ Fue también el caso de Roque Fernández, por ejemplo (Fernández, 1984).

a cambios anunciados en la cantidad de dinero” (Di Tata, 1982, p. 77). Justamente, discutía una política antiinflacionaria basada solamente en una política de astringencia monetaria subrayando la necesidad de cambiar expectativas sobre la reanudación de una política monetaria expansiva. Como consecuencia, afirmaba, “se producirá una reducción transitoria en el producto que durará hasta que cada agente esté completamente convencido de que los otros participantes en el mercado también creen totalmente en la permanencia de la nueva y menor tasa de crecimiento de la oferta monetaria” (Di Tata, 1982, p. 82).

Relacionado a las cuestiones monetarias, Ricardo López Murphy³² discutió el funcionamiento de la CRM y su operatoria de remuneración a los encajes. Murphy resaltaba el carácter expansivo que podía tener la CRM dado que el crecimiento de la cantidad de dinero endógeno podía superar la demanda del público provocando desequilibrios al remunerar los fondos inmovilizados. Aunque había quienes contrargumentaban que con un porcentaje pequeño de cuentas corrientes sobre el total de recursos monetarios y un déficit fiscal bajo no sería relevante, Murphy mostró preocupación por el impacto en el déficit operativo consolidado y una tasa alta de endeudamiento. Se trataba de un enfoque fiscal que cuestionaba que la CRM se apropiaba de un gravamen a las cuentas corrientes antes percibido por los bancos. Y que a partir de entonces facilitaba la colocación de deuda pública y eventualmente provocaba más emisión. Además, cuestionaba que esto permitía al gobierno ampliar la base del impuesto inflacionario sobre las cuentas corrientes, el cual estimó entre 5 y 6 % del PIB entre 1978-1983, lejos del impuesto al valor agregado que rondaba entre 3 y 4 % (López, 1984, p. 8). Adicionalmente, otra crítica fue que el BCRA, además, se apropiaba de la capacidad prestable de los depósitos oficiales al captar un recurso no coparticipado.

En definitiva, la explicación de que la CRM tuviera un saldo de intereses negativo debía explicarse en el déficit del gobierno y su endeudamiento vía este mecanismo. Así, sostuvo que “como alternativa se sugiere reemplazar ese endeudamiento en el sistema bancario por un título público que se coloque fuera del sistema financiero institucional” (López, 1984, p. 11). De esta manera se podría imputar los costos financieros de la deuda pública, entendiendo que los intereses pagados mediante la CRM constituyen parte del déficit fiscal,³³ lo que permitirá cambiar una deuda de corto plazo por una de más largo plazo responsabilizando al Tesoro y, supuestamente, abriendo la posibilidad de una reactivación del crédito privado dada la reducción de la base monetaria con dicho bono. De esta manera se evitaría el endeudamiento disimulado del Estado a través del BCRA y la desvirtualización de la operatoria financiera privada. Al respecto, también Piekarz³⁴ (1984) reconocía que la CRM se convirtió en el factor determinante de la creación total de dinero y de la variación de la base monetaria.³⁵ Sin embargo, ponderó que eliminarla no solucionaría automáticamente los problemas económicos más relevantes. De hecho, puso en duda que la CRM producía un efecto expansivo excesivo y una reducción del crédito al sector privado, planteando que

³² Economista de la Universidad Nacional de la Plata, recién egresado del máster en Economía en la Universidad de Chicago (1980), y entonces director de Investigaciones Económicas y Análisis Fiscal en el Ministerio de Economía junto a Juan Alemann y Manuel Solanet.

³³ Y que pagan intereses en general negativos, es decir, que no arrojaba costos en términos reales, porque para Murphy el resultado económico de la CRM era contractivo. En definitiva, el sistema lleva a monetizar la deuda y a aumentar la inflación.

³⁴ Economista de la Universidad de Buenos Aires, con un doctorado en la Universidad de Cambridge realizado con una beca del BCRA, institución en la que trabajó hasta su salida en 1989 ejerciendo diferentes funciones.

³⁵ Por ejemplo, en 1982 los saldos de la CRM eran poco más de 10 % de los saldos monetarios totales (incluyendo al sector público y a las entidades financieras), y en 1983 esta cifra se agravó producto de la alta inflación hasta llegar a casi 40 % de los saldos monetarios reales (BCRA, 1984, p. 43).

un sistema de encajes fraccionarios permitiría una expansión monetaria menor. Como sostenía, desde 1980 la CRM se convirtió en un factor relevante de absorción monetaria derivado de la intervención del Estado y no era factible, según su postura, prescindir de este instrumento (Piekarz, 1984, pp. 145-146).

CONCLUSIONES

La relación entre el análisis de revistas y el campo de la economía por medio del referente empírico de *Ensayos Económicos* permitió el abordaje de aportes que trascendieron la dimensión teórica y se interesaron por la formulación de análisis en torno a la política económica y financiera en un contexto en el que “los economistas alcanzaron el poder”. El abordaje de este dispositivo implicó estudiar al BCRA “desde adentro” a la vez que mostró cómo las colaboraciones de agentes externos contribuyeron a tensionar los postulados monetaristas que estaban en boga. A pesar las tensiones, como de las tradiciones ortodoxas y heterodoxas de quienes aportaron a los debates, los orígenes de *Ensayos Económicos* evidencian un desplazamiento de las preocupaciones en torno al desarrollo industrial a cuestiones relacionadas a la estabilidad monetaria y financiera, a su vez propias a su filiación bancaria.

En virtud de ello, entre los principales temas debatidos estuvieron la sostenibilidad del tipo de cambio, las transformaciones en el sistema financiero y el manejo de la política antinflacionaria. Así, destacaron las miradas de quienes, como Olivera y Uriarte, atendieron a la insostenibilidad del virtual tipo de cambio fijo. También las de economistas como Arnaudo y Bartolomei, quienes no escatimaron críticas a la política económica en torno al impacto de la especulación financiera y la artificial apreciación del peso. Sin embargo, hubo quienes apuntaron a la posibilidad de que Argentina se estuviera acostumbrado a un nuevo tipo de cambio de equilibrio defendiendo la reforma financiera de 1977 y la eliminación de restricciones comerciales. Sorprendentemente, estas observaciones se formulaban desde el seno del BCRA tanto por economistas ortodoxos como heterodoxos que manifestaban su preocupación de fondo por el equilibrio monetario.

Otra cuestión relevante giró en torno a la inflación desde el ángulo fiscal, donde destacaron aportes heterodoxos de Cavallo apoyando controles de precios en vías de actuar ante una situación de estanflación. De la misma manera, De Pablo, aunque defendía la austeridad fiscal como base de la estabilización, planteó actuar tanto en materia de precios e impositiva como en la contención de la demanda. Otro foco de debate fue el sistema financiero, donde algunos como Feldman, Petrecolla y Diéguez defendieron los cambios que se evidenciaban en 1980, aunque atendieron a algunos efectos indeseados como la desigual distribución de los depósitos.

Más adelante, entre 1980 y 1985 el deterioro del sector externo y la excesiva sobrevaloración del peso generaron preocupaciones. Varios como Cavallo, Fernández Pol y Arnaudo mostraron su preocupación por el desequilibrio fiscal mientras Mantel y Martirena-Mantel, advirtieron sobre el peligro de un *overshooting* del tipo de cambio y sus efectos sociales. Tras la salida de Martínez de Hoz, aparecieron las preocupaciones en torno a los efectos de la reforma de 1977 como las que manifestaron las disonantes posturas de Canavese, Rozenwurcel y Bleger frente a las de Baliño y Gaba. Finalmente, los desacuerdos se hicieron evidentes en esta materia con los análisis de López Murphy y Piekarz sobre los efectos expansivos de la CRM.

En definitiva, el análisis de *Ensayos Económicos* demuestra que, pese a la intersección de economistas provenientes de tradiciones ortodoxas como heterodoxas y de publicaciones de variada tradición intelectual en sus páginas, abonaron preocupaciones monetarias y financieras que se

alinearon a la cuestión de la estabilidad monetaria como parte de un reposicionamiento ideológico que marcaba el creciente desprestigio del keynesianismo a escala global. Esta cuestión, también se hizo evidente en la jerarquización de herramientas heterodoxas (como el control de precios, la intervención cambiaria, entre otras) y ortodoxas (como la fiscal y monetaria) al servicio de la estabilidad financiera y monetaria de la mayor parte de los análisis. De la misma forma, la proliferación de un lenguaje técnico y utilización de modelos formales de la economía asociado al profesionalismo de una institución como el BCRA en los abordajes es manifestación del desplazamiento del keynesianismo.

LISTA DE REFERENCIAS

- Arceo, N., Monsalvo, A. P., Schorr, M. y Walter, A. (eds.). (2008). *Empleo y salarios en la Argentina: una visión de largo plazo*. Capital Intelectual.
- Arnaudo, A. (1983). Política monetaria y déficit fiscal. Experiencia argentina, 1979-1981. *Ensayos Económicos*, 26, 1-24.
- Arnaudo, A. y Bartolomei, J. (1977). El doble mercado cambiario argentino (1971). *Ensayos Económicos*, 4(1), 7-39.
- Baliño, T. J. (1981). Evolución de las tasas de interés en la Argentina. Un análisis de series temporales. *Ensayos Económicos*, 18, 52-96.
- Banco Central de la República Argentina [BCRA]. (1981). *Memoria Anual 1980*. Banco Central de la República Argentina.
- Banco Central de la República Argentina [BCRA]. (1984). *Memoria Anual 1983*. Banco Central de la República Argentina.
- Blaug, M. (1985). *Teoría económica en retrospectiva*. Fondo de Cultura Económica.
- Bohoslavsky, E. y Soprano, G. (2010). Una evaluación y propuestas para el estudio del Estado en Argentina. En E. Bohoslavsky y G. Soprano (eds.), *Un Estado con rostro humano: funcionarios e instituciones estatales en Argentina (desde 1880 hasta la actualidad)*. Prometeo Libros.
- Brenta, N. (2019). *Historia de la deuda externa argentina: de Martínez de Hoz a Macri*. Ediciones le Monde Diplomatique.
- Canavese, A. J., Rozenwurcel, G. y Bleger, L. (1980). Un estudio estocástico de la estructura de equilibrio del sistema bancario. *Ensayos Económicos*, 16, 185-204.
- Catelén, A. L. (2025). Implicaciones cíclicas de la restricción de balanza de pagos en Argentina (1930-2018). *Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 43(2), 239-277. <https://doi.org/10.1017/S0212610925100591>
- Cavallo, D. (1977). Los efectos recesivos e inflacionarios iniciales de las políticas monetaristas de estabilización. *Ensayos Económicos*, 4(2), 107-148.
- Cavallo, D. (1980). El saldo de la balanza comercial y el tipo de cambio real. *Ensayos Económicos*, 16, 143-160.
- Cavallo, D. (1984). Cómo conciliar el ajuste con la expansión. *Mercado*, 755, 9-11.
- Cibilis, A. y Allami, C. (2010). Desde la reforma de 1977 hasta la actualidad. *Realidad Económica*, 249(210), 107-133.
- Comité Editorial. (1977). Nota preliminar. *Ensayos Económicos*, 1, 4.
- Cuesta, M. y Trumpkin, D. (2022). Deuda, guerra y crisis. La economía argentina entre 1981-1983. En P. Gerchunoff, D. Heymann y A. P. Jáuregui (eds.), *Medio siglo entre tormentas: fluctuaciones, crisis y políticas macroeconómicas en la Argentina (1948-2002)*. Eudeba.

- De Pablo, J. C. (1977). Determinantes inmediatos de la tasa de inflación. *Ensayos Económicos*, 4(2), 149–184.
- De Pablo, J. C. (1983). Al liberalismo por resignación. *Mercado*, 701, 8–11.
- Delgado, V., Rogers, G. y Mailhe, A. (coords.). (2014). *Tramas impresas. Publicaciones periódicas argentinas (xix-xx)*. Universidad Nacional de La Plata. Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación.
- Di Tata, J. C. (1982). Expectativas de expectativas y la no neutralidad transitoria de una política monetaria totalmente creída. *Ensayos Económicos*, 23, 55–74.
- Dieguez, H. y Petrecolla, A. (1979). Desigualdad y concentración de depósitos bancarios en la Argentina, 1962-1977. *Ensayos Económicos*, 9(1), 5–47.
- Diz, A. (1994). La experiencia monetaria y bancaria de la década del 70. *Valores*, 12(30), 1–15.
- Feldman, E. (1980). Empleo, sucursalismo y represión financiera en el sistema bancario argentino. *Ensayos Económicos*, 15, 5–28.
- Fernández Pol, J. (1982). Política cambiaria e inestabilidad del balance de pagos. *Ensayos Económicos*, 21, 1–24.
- Fernández, R. (1980). Expectativas frustradas y régimen de garantía de depósitos en un modelo macroeconómico. *Ensayos Económicos*, 16, 75–101.
- Fernández, R. (1984). El mercado interempresario. *Mercado*, 782, 19–21.
- Frenkel, R. (1989). El régimen de alta inflación y el nivel de actividad. *Documentos Cedes*, 26. <http://repositorio.cedes.org/handle/123456789/3338>
- Gaba, E. (1981). La reforma financiera argentina. Lecciones de una experiencia. *Ensayos Económicos*, 19, 1–50.
- García, R. (2018). Préstamos multilaterales, finanzas bancarias y el Plan Martínez de Hoz en Argentina, 1976-1981. *Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 36(2), 215–240. <https://doi.org/10.1017/S0212610917000167>
- Girbal-Blacha, N. M. y Quattrocchi-Woisson, D. (1999). *Cuando opinar es actuar: revistas argentinas del siglo xx*. Academia Nacional de la Historia.
- Guisarri, A. C. y Zaragoza, C. E. (1982). Algunas evidencias sobre la política fiscal y monetaria en la Argentina. *Ensayos Económicos*, 21, 1–24.
- Heredia, M. (2015). *Cuando los economistas alcanzaron el poder (o cómo se gestó la confianza en los expertos)*. Siglo XXI Editores.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Comercio exterior total, 1980-2023*. Instituto Nacional de Estadística y Censos.
- Lajer, A. (2018). Reforma y contrareforma: 1976-1991, de la liberalización a la crisis del sistema financiero. En M. Rougier y F. Sember (eds.), *Historia necesaria del Banco Central de la República Argentina: Entre la búsqueda de la estabilidad y la promoción del desarrollo*. Lenguaje Claro.
- López, R. (1984). Aspectos fiscales de la Cuenta de Regulación Monetaria. *Ensayos Económicos*, 31, 1–23.
- Machinea, J. L. (1978). Los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la Argentina. Una síntesis de la evidencia empírica. *Ensayos Económicos*, 8(1), 15–92.
- Mantel, R. y Martirena-Mantel. (1980). Política cambiaria optima en la economía pequeña. *Ensayos Económicos*, 16, 168–181.
- Martínez, A. (1983). Restricciones en la composición del portafolio privado en una economía abierta al movimiento de capitales: Argentina 1961-1979. *Ensayos Económicos*, 27, 67–119.

- Martirena-Mantel, A. (1977). Devaluación, restricción presupuestaria y el enfoque monetario neokeynesiano. *Ensayos Económicos*, 1, 69–101.
- Mena, H. (1980). Base monetaria ajustada, multiplicador bancario y el enfoque monetario de la balanza de pagos. *Ensayos Económicos*, 16, 1–52.
- Nogues, J. (1982). Tipo de cambio real e importaciones durante 1976-1981: una nota econométrica. *Ensayos Económicos*, 23, 1–18.
- Ocampo, J. A. (2014). La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia. En B. Stallings, I. Bustillo, H. Velloso, R. Frenkel y J. A. Ocampo (eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Economic Commission for Latin America and the Caribbean.
- Odisio, J. C. y Rougier, M. (2014). Los críticos de la industrialización. Ideas y propuestas de Política y Economía a principios de los setenta. En *Perspectiva sobre la industria 2*. Universidad de Buenos Aires.
- Olivera, J. (1977). Autonomía y heteronomía monetarias. *Ensayos Económicos*, 4(2), 185–196.
- Olivera, J. (1980). Autonomía monetaria, heteronomía monetaria y dinero pasivo. *Ensayos Económicos*, 13, 5–8.
- Panella, C. y Korn, G. (2010). Ideas y debates para la nueva Argentina Revistas culturales y políticas del peronismo (1946-1955). En *Portal de libros de la Universidad Nacional de La Plata*. Universidad Nacional de La Plata.
- Piekarz, J. (1984). Compensación de reservas de efectivo mínimo. La Cuenta de Regulación Monetaria, el resultado cuasifiscal del Banco Central y la transformación del sistema financiero argentino. *Ensayos Económicos*, 31, 29–139.
- Prisley, L. (ed.). (2015). *Polémicas intelectuales, debates políticos: las revistas culturales en el siglo XX*. Universidad de Buenos Aires.
- Rodríguez, C. y Sjaastad, L. (1980). El atraso cambiario en Argentina ¿mito o realidad? *Ensayos Económicos*, 13, 9–51.
- Rougier, M. (2006). *La frustración de un proyecto económico: el gobierno peronista de 1973-1976*. Manantial. <http://repositorio.cedes.org/handle/123456789/4103>
- Rougier, M. y Mason, C. (eds.). (2020). *A las palabras se las lleva el viento, lo escrito queda: revistas y economía durante el peronismo (1945-1955)*. Eudeba.
- Rougier, M. y Odisio, J. (2017). *Argentina será industrial o no cumplirá sus destinos: las ideas sobre el desarrollo nacional (1914-1980)*. Imago Mundi.
- Schvarzer, J. (1986). *La política económica de Martínez de Hoz*. Hyspamérica.
- Uriarte, J. (1979). Interrelaciones de dos economías con tipos de cambio flexibles. *Ensayos Económicos*, 11, 5–28.
- Vicente, M. A. (2011). ¿Tú también, Bruto? Críticas liberales a un programa liberal: el plan de Martínez de Hoz según Alsogaray, Benegas Lynch y García Belsunce en *La Prensa* (1976-1981). *Question/Cuestión*, 1(32), 1-14.
- Zicari, J. (2024). La política económica de Martínez de Hoz durante la dictadura y el origen de la preeminencia de lo financiero sobre lo productivo. En M. Burgos y N. Zeolla (coords.), *Finanzas desde la periferia: Debates y desafíos para el desarrollo económico*. Ediciones del Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini.