

**EL CONTROL DE CAMBIOS
EN LA ARGENTINA**

FUNDACION DE
INVESTIGACIONES
ECONOMICAS
LATINOAMERICANAS

EL CONTROL DE CAMBIOS
EN LA ARGENTINA
Liberación cambiaria y crecimiento

MANANTIAL

Hecho el depósito que marca la Ley 11.723
Impreso en Argentina

© 1989, Fundación de Investigaciones Económicas
Latinoamericanas - Ediciones Manantial SRL

ISBN 950-9515-35-3

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
Esmeralda 320, Buenos Aires, Argentina.

Ediciones Manantial SRL
Avda. de Mayo 1365, Local 3, Buenos Aires, Argentina.
Tel.: 37-7091

Prohibida su reproducción total o parcial
Derechos reservados

EDICIONES MANANTIAL

**FUNDACION DE
INVESTIGACIONES
ECONOMICAS
LATINOAMERICANAS**

La Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) es una entidad independiente, apolítica, sin fines de lucro, creada en 1964 por la Cámara Argentina de Comercio, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la Unión Industrial Argentina y la Sociedad Rural Argentina, con el objeto principal de realizar y facilitar estudios e investigaciones económicas, financieras, jurídicas, sociales o de cualquier otra rama de la ciencia o de la técnica, tendientes a promover el progreso social y económico local y de los demás países de América Latina, así como la integración económica en el continente americano y el comercio exterior de los países americanos.

CONSEJO DIRECTIVO

Presidente Honorario: Dr. Eustaquio Méndez Delfino; Presidente: Dr. Arnaldo T. Musich; Vicepresidente 1ro.: Ing. Víctor L. Savanti; Vicepresidente 2do.: Dr. Carlos Conrado Helbling; Vicepresidente 3ro.: Dr. Juan P. Munro; Secretario: Sr. Marcelo Heredia; Prosecretario: Dr. Eduardo A. de Zavalía; Tesorero: Dr. Mario E. Vázquez; Protesorero: Dr. Víctor Luis Funes; Vocales: Dr. Guillermo E. Alchourón, Ing. Luis María Blaquier, Dr. Eduardo De la Fuente, Sr. Carlos R. De la Vega, Ing. José A. Estenssoro, Dr. Javier Gamboa, Dr. Jacques Hirsch, Dr. Adalbert Krieger Vasena, Sr. Alcides López Aufranc, Sr. Juan Bautista Peña, Sr. Rubén D. Puñtedura, Ing. Néstor Rapanelli, Ing. Manuel R. Sacerdote, Ing. Juan Pedro Thibaud

CUERPO TECNICO

Economistas Jefe: Juan Luis Bour (Director), Daniel A. Artana, Enrique Szewach
Economistas Senior: Nora Marcela Cristini, Patricia M. Panadeiros, Isidro Soloaga
Economista: Nuria Susmel
Economistas Junior: Cristian Canis, Claudio Golonbek
Investigadores Visitantes: Jorge Avila, Jorge Bogo, María Echart

Esta publicación es parte del Programa de Estudios de la Fundación aprobado por su Consejo Directivo, aunque no refleja necesariamente la opinión individual de sus miembros, ni de las Entidades Fundadoras o Empresas Patrocinantes.

El presente estudio se refiere a una de las manifestaciones más trascendentes de la injerencia del Estado en la economía.

Aun cuando la responsabilidad del trabajo corresponde exclusivamente a FIEL, nos sentimos obligados a expresar aquí nuestro sincero agradecimiento a las instituciones, sociedades y personas sin cuya colaboración la realización de los mismos habría resultado imposible.

Deseamos destacar especialmente nuestro agradecimiento al Deutsche Bundesbank por la asistencia técnica que nos ha proporcionado y de manera particular por todo el apoyo recibido de los doctores Karl Otto Poehl y Helmut Schlesinger, Presidente y Vicepresidente del citado Banco, de los doctores Leonhard Gleske y Gunther Storch, miembros del Directorio del mismo, del doctor Wolfgang Rieke, director del Departamento Internacional, del señor Helmut Paestler del mismo Departamento y del doctor Heinz-Werner Marpmann, representante del Banco en la Embajada de la República Federal de Alemania en Buenos Aires. Las reuniones de trabajo mantenidas con el Deutsche Bundesbank en Frankfurt y en Buenos Aires han tenido una importancia central en la ejecución de nuestro trabajo.

Asimismo, deseamos destacar nuestro reconocimiento por la colaboración que nos han prestado Alan Crawford, Peter Stanyer y Colin Miles del Banco de Inglaterra, Tomasso Padoa Schioppa y Fabrizio Saccomani del Banco Central de Italia, Jacob Frenkel, Manuel Guitian y A. López Claro del Fondo Monetario Internacional, David Finch y William Cline del Institute for International Econo-

mics, Mario Monti de la Universidad Bocconi, Rodney B. Wagner, Rimmer de Vries y Jim Nash de J. P. Morgan, Brice R. Magid del Bank of America NT SA, Douglas Dawkins y John Langsters ex funcionarios del Banco de Inglaterra, David Suratgar y John Forsyth de Morgan Grenfell Co. Lt., Tim Congdon de Shearson Lehman, Hugh Corbet y Briand Hindley del Trade Policy Research Centre y Pier Carlo Marengo del Banco di Credito Italiano y The American Society de Nueva York, la cual demostró, una vez más, su interés por nuestras investigaciones.

En lo que se refiere a nuestro país, el número de quienes generosa y desinteresadamente compartieron sus conocimientos y su experiencia con nosotros nos somete al riesgo de las omisiones. Sin embargo, no podemos dejar de mencionar a quienes, por añadidura, los hemos sustraído de sus ocupaciones más de lo debido, tales como Miguel Carou, Evaristo Evangelista, Enrique García Vázquez, Egidio Ianella y Alejandro Vegh Villegas, este último autor de la liberalización cambiaria del Uruguay cuando se desempeñaba como ministro de finanzas en el país vecino. Va de suyo que estos trabajos no comprometen la opinión de ninguna de las personas e instituciones nombradas.

Esta investigación pudo realizarse merced a las donaciones especiales efectuadas, en la Argentina, por Bayer S.A, Citibank, ESSO S.A., Garovaglio y Zorraquín S.A., J. P. Morgan, la Organización Techint y SADE S.A., y en el exterior, por The Tinker Foundation de Nueva York, sin cuya oportuna e importante contribución, y el apoyo de su Presidente, Martha T. Muse, no hubiera sido posible encarar el estudio. A esta última se sumaron J. P. Morgan de los Estados Unidos y el Deutsche Bundesbank, cuyos apoyos para la publicación y difusión del trabajo agradecemos profundamente.

La realización del estudio estuvo a cargo de un equipo técnico integrado por Jorge Avila, Investigador Visitante de FIEL, quien realizó el trabajo de investigación histórica y estadística, con la colaboración de Cristian Canis, Economista Junior, y el apoyo general del Cuerpo Técnico de la Fundación. La dirección técnica del trabajo estuvo a cargo de Enrique Szewach, Economista Jefe de la Institución. La investigación contó, además, con el asesoramiento general del doctor Roberto T. Alemann por cuya constante colaboración expresamos aquí nuestra sincera gratitud. El presidente de la Fundación tomó a su cargo la dirección general de los trabajos.

El control de cambios en la Argentina constituye quizás el primer

intento realizado entre nosotros de reunir prácticamente toda la información esencial sobre el tema desde su implantación en 1931 hasta nuestros días. Presenta, además, una reconstrucción del balance de pagos del país desde 1900 hasta 1986, el cual se ha complementado con estimaciones de la salida de capitales, corregida por la sobre y subfacturación de exportaciones e importaciones durante 1958/1986, un período de casi tres décadas.

Como se verá, el trabajo intenta evaluar cuáles fueron las razones invocadas para establecer el control de cambios, si esas razones subsistieron o no a lo largo de tan extenso período y qué consecuencias desfavorables sobre la economía nacional produjo el mencionado control toda vez que las supuestas ventajas que se le atribuyeron cuando se implantó o se resolvió mantenerlo no se produjeron. El balance, a juicio de FIEL, es claro; por ello, el estudio conlleva una propuesta de abolición del control de cambios como uno de los medios más importantes para sacar al país del estancamiento económico en que se encuentra, y reanudar su crecimiento.

Buenos Aires, noviembre de 1988

Victor L. Savanti
Vicepresidente

Arnaldo T. Musich
Presidente

INDICE

PROLOGO.....	11
INTRODUCCION	15
I. BALANCE DE PAGOS Y SISTEMAS CAMBIARIOS.....	17
II. EL SISTEMA CAMBIARIO ARGENTINO PREVIO A 1931	33
III. EL CONTROL DE CAMBIOS EN LA ARGENTINA	41
1. El período 1931-1945	42
2. El período 1946-1958	61
3. El período 1959-1971	79
4. El período 1971-1981	94
Síntesis: Regímenes y políticas cambiarias 1931-1981	109
IV. EL CONTROL DE CAMBIOS Y LA FUGA DE CAPITALES.....	115
V. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL RECIENTE.....	125
VI. LIBERACION CAMBIARIA Y CRECIMIENTO	139
APENDICE MATEMATICO	151
APENDICE ESTADISTICO: BALANCE DE PAGOS 1900-1987	153
BIBLIOGRAFIA.....	163

PROLOGO

Próxima a cumplir un cuarto de siglo de fecunda investigación económica en la Argentina, FIEL presenta hoy un nuevo trabajo original sobre un tema que seguramente es trascendental para el país.

El control de cambios es la designación tradicional, traducida casi literalmente del inglés y francés, de un complejo y cambiante sistema de regulaciones a los pagos entre residentes del país y residentes del exterior. Instituido en 1931 como respuesta a los controles cambiarios establecidos poco antes en los países europeos como consecuencia de la depresión económica de entonces, la emergencia que lo motivó subsistió largamente a las cambiantes condiciones de la economía nacional y mundial.

Las regulaciones a los pagos externos ordenan y prohíben que los residentes del país cobren y paguen de determinada manera en divisas, como si éstas fueran propiedad exclusiva de las autoridades, cuando en realidad pertenecen legítimamente a cada titular. El control de cambios se instaló en 1931 en la Argentina al margen de la Constitución Nacional, que no lo prevé en ninguno de sus artículos y al margen también de los códigos fundamentales que norman las obligaciones de dar dinero en pago. A través de aquella emergencia económica se instaló en la Argentina un sistema perverso de regulaciones estatales de pretendido sesgo defensivo contra agresiones económicas externas.

El resultado de más de medio siglo de regulaciones, apenas interrumpidas en varios períodos de pocos años, está a la vista. En lugar de proteger al país, el control de cambios lo agredió en sus fibras vitales, cuales son sus capacidades para exportar y ahorrar en

moneda nacional. Las finanzas públicas derruidas y deficitarias, la moneda desquiciada, el ahorro que huye al exterior, las inversiones debilitadas que responden a señales equívocas y la economía nacional que crece a un ritmo sensiblemente inferior a su potencial y a las preferencias de consumo y ahorro predominantes de la población. La fuga de los ahorros y la emigración de los argentinos jóvenes y capaces al exterior han sido las dramáticas consecuencias del control de cambios.

La investigación de FIEL echa brillantes haces de luz sobre la evolución, las variantes y, sobre todo, las consecuencias del control de cambios para el país. El trabajo es absolutamente original. Nadie antes se remontó a tantas fuentes ni comparó tan exhaustivamente nuestras regulaciones cambiarias con las de otros países, ni aportó datos y estadísticas tan singulares como este trabajo de FIEL.

Los argumentos, generalmente sibilinos, que los apologistas del control de cambios suelen aportar para defender lo que, a la luz de este trabajo, es definitivamente indefendible, quedan también desvirtuados a lo largo de la investigación. Considerar a las divisas un patrimonio escaso, sólo administrable por las autoridades, como lo pretende el control de cambios, ha resultado un argumento de hazmerreír, apenas se examinan los resultados a la luz ya evidente de la fuga de los ahorros nacionales al exterior.

El argumento del monopolista estatal que pretende administrar los pagos externos, porque se formarían oligopolios de oferta y demanda de las divisas, no resiste el menor análisis teórico ni práctico. Donde prevalece la intensidad mayor de competencia es precisamente en los mercados de divisas y dinero, donde miles de oferentes y demandantes de distinto tamaño compiten sin piedad con sus números y documentos de deuda.

La pretendida defensa de las divisas ganadas por el país ahogó la proverbial capacidad para exportar de la Argentina, donde sobran recursos naturales y donde vive una población apta, instruida y educada que sabe dónde invertir y cómo exportar si las autoridades la dejan. En lugar de estimular las exportaciones, el control de cambios sólo excitó las importaciones más allá de la capacidad tan reducida de pagos que le quedó al país tras más de cinco decenios de controles cambiarios.

En vez de retener los ahorros nacionales, formados por una población tradicionalmente ahorrativa y austera en sus hábitos de consumo, el control de cambios alentó la fuga de esos ahorros al ex-

terior, desangrando a la economía del país y endeudando al Estado para suplir insuficientemente la falta de las inversiones que salían afuera para desarrollar las economías de otros países ya bien desarrollados.

El trabajo de FIEL servirá a toda la opinión pública que quiera conocer nuestra historia económica a partir de la depresión, con información también de periodos anteriores. Las series estadísticas originales sobre el balance de pagos reconstruido a partir de 1900 y las subfacturaciones del comercio exterior a partir de 1958 complementan otras estimaciones sobre la fuga de los ahorros argentinos al exterior.

Que nadie se llame a engaño: el control de cambios es la señal más clara que los agentes del mercado interpretan para evadir y eludir el pago de los impuestos y para demandar moneda espuriamente generada en reemplazo de los ahorros propios que se colocan afuera. Ningún operador en los mercados así lo proclama en público, pero todos saben cuál es la conducta a seguir cuando prevalecen condiciones de control de cambios. El doble discurso de sostener una postura en público y actuar distinto, tan característico de muchos políticos e intelectuales, es propio de la conducta de los agentes del mercado, cuando prevalece el control de cambios. Trátase por cierto de una conducta muy racional, que interpreta correctamente las señales que emite ese control y actúa en consecuencia, deprimiendo los ingresos fiscales genuinos y aumentando los gastos innecesarios del Estado.

Al ahogo de la capacidad de exportar y el estímulo a las importaciones, a las distorsiones en la asignación de recursos a la economía, a las cuentas fiscales siempre deficitarias y al pésimo manejo de la política monetaria que financia tantos desatinos, se agrega como consecuencia social del control de cambios el efecto aberrante del enriquecimiento de los pudientes, cuando saben cómo articular los vericuetos del control cambiario, y el empobrecimiento de los que no son pudientes, porque no se pueden defender de los efectos de ese control sobre sus ingresos y patrimonios.

La Argentina está madura para abandonar antes de cumplir seis decenios el desatino económico del control de cambios. El actual gobierno así se ha comprometido ante el país para realizarlo hacia fin del año próximo. El candidato del partido gobernante lo proclama en cuanta ocasión se le brinda, al comprometerse a unificar el mercado de cambios sin tributos a la exportación. Los partidos de

sesgo liberal y conservador también se alinean contra el control de cambios. Otros partidos no han formulado aún sus programas en torno de este aspecto ciertamente central de la política económica.

La investigación de FIEL demuestra claramente que la Argentina necesita abolir el control de cambios para insertarse en un mundo que abate restricciones y obstáculos a las relaciones económicas internacionales, donde cada país negocia en defensa de sus legítimos intereses y donde los pagos entre residentes de distintos países ya no se prohíben ni se ordenan, sino se permiten libremente para inmediato beneficio de las economías y sociedades cuyos gobiernos se encaminan por el sendero del crecimiento económico con bienestar para todos y no unos pocos.

Cuando la Argentina retenga los ahorros formados en el país e induzca a los titulares de ahorros invertidos afuera al retorno, habrá también extranjeros de buena voluntad que quieran asociarse a la empresa nacional de retomar el sendero perdido del gran crecimiento económico. La abolición del control de cambios es, por cierto, condición necesaria para ello, aunque no suficiente, ya que emite señales para que las demás condiciones también se cumplan. Sin el control, las finanzas públicas pueden equilibrarse, el mercado de capitales a largo plazo se reconstituye, los ahorros se invierten en el país, la política monetaria evita la recaída en la inflación y se orienta hacia la defensa de la estabilidad monetaria. Liberadas así las energías creadoras, la Argentina será de nuevo el sueño realizado de tantos millones de hombres de buena voluntad que hace un siglo forjaron su grandeza.

Roberto T. Alemann

INTRODUCCION

Este trabajo tiene por objeto investigar un tipo de intervención estatal en la economía que, en vista de los variados impactos que origina y los sutiles mecanismos que emplea, ha generado, además de debates y confusiones, fuertes ineficiencias en la asignación de los recursos productivos e importantes y ocultas transferencias de ingresos entre los distintos sectores de la economía nacional. Recién en la última década hay evidencias de un avance firme a nivel mundial en la comprensión de los controles cambiarios, el cual fue posibilitado, por una parte, por la formulación rigurosa de viejas e imprecisas teorías acerca de los determinantes del balance de pagos y del tipo de cambio y, por otra parte, por el impacto que tuvo en Europa la quiebra del sistema monetario internacional de Bretton Woods. En este estudio se intenta aplicar el progreso conceptual aludido a la experiencia de regulación del mercado cambiario en Argentina, con el fin de precisar los beneficios de esta intervención gubernamental, cuando existieron, y los distintos costos que habría involucrado.

El estudio comprende cinco capítulos. El capítulo I tiene por objeto presentar la unidad conceptual básica que vincula los distintos regímenes cambiarios (tipos de cambio fijo y flexible, flotación administrada, mercado doble, etc.), destacando las similitudes y diferencias entre los mismos y poniendo en evidencia la naturaleza esencialmente monetaria de los ajustes cambiarios y de los pagos internacionales. El capítulo II analiza la experiencia cambiaria argentina desde fines del siglo pasado hasta 1931, registrando las razones que, en la opinión de actores importantes de la época, aconsejaron

la instauración de los controles. El capítulo III está destinado a comentar las sucesivas etapas del control de cambios desde su implantación, en 1931, hasta 1981, señalando las causas que lo habrían avalado, los objetivos que se pretendían y sus implicaciones fiscales y de estabilización monetaria. Luego, el capítulo IV tiene fines estadísticos, intentándose medir salidas de capital "anormales" —comúnmente denominadas fugas de capitales— mostrando en qué medida fueron efectivos los controles. Tales salidas de capital se corrigen con estimaciones propias de sobre y subfacturación de transacciones comerciales con el exterior. El capítulo V presenta un relevamiento sintético de la experiencia internacional, puntualizando sus principales motivaciones, obstáculos y resultados. Finalmente, el capítulo VI titulado "Liberación cambiaria y crecimiento"¹ presenta un resumen del trabajo junto a las consideraciones que justifican una propuesta de liberación cambiaria cuyos lineamientos generales se incluyen también en esa sección.

1. Bajo este título FIEL ha publicado un extracto de la presente obra.

I

BALANCE DE PAGOS Y SISTEMAS CAMBIARIOS

El balance de pagos –definido como la variación de las reservas internacionales del Banco Central en un cierto período¹– se halla estrechamente condicionado por el sistema cambiario que se adopte, en tanto que este último constituye un aspecto definitorio de la política monetaria general del gobierno. Abstractos como puedan parecer, enseguida se verá la utilidad de ambas afirmaciones al trazar similitudes y diferencias entre los distintos regímenes cambiarios y evaluar episodios excepcionales de la historia cambiaria argentina.

Vayamos por partes. Primeramente se expondrá la esencia del mecanismo de ajuste del balance de pagos con tipo de cambio fijo, lo cual provee un puente inmediato para comprender los rasgos importantes del funcionamiento de la economía argentina durante la adhesión al patrón oro. En segundo lugar, se señalarán los factores que determinan el nivel del tipo de cambio cuando hay flotación pura, esto es, cuando el gobierno no busca sostener paridad de cambio alguna entre la moneda nacional y alguna extranjera de interés; se destacará, asimismo, cómo impacta la implementación de esta opción de política monetaria sobre el balance de pagos. En tercer lugar, se abordará el régimen de flotación administrada, evidenciándose que en el fondo no es más que una práctica intermedia entre las dos alternativas definidas al comienzo. Por último, se presentará el régimen de controles cambiarios, subrayándose sus pe-

1. El concepto corresponde al sentido literal del "balance" inglés, o sea saldo en castellano. El balance de pagos comprende todas las transacciones corrientes y de capital, incluso los saldos de reservas.

cularidades, las ventajas que comúnmente se le atribuyen y cuánto de cierto hay en esto, y su viabilidad en el largo plazo.²

1. TIPO DE CAMBIO FIJO

El establecimiento de un sistema de tipo de cambio fijo involucra el compromiso oficial de comprar divisas con moneda nacional y vender divisas a cambio de moneda nacional a una paridad fijada por adelantado, en cualquier momento y en las cantidades que el público encuentre conveniente. A comienzos de siglo este sistema fue conocido bajo la denominación de patrón oro, puesto que la paridad de la moneda nacional quedaba fijada en términos de unidades de oro, de peso y pureza especificadas.

Luego, las condiciones económicas generales del mundo llevaron a que las paridades de las distintas monedas nacionales fueran establecidas con referencia a la libra esterlina para instalarse, más tarde, el dólar estadounidense como el patrón de referencia del sistema monetario internacional, hasta principios de la década pasada. En términos económicos es indistinto el patrón que las autoridades monetarias elijan para la fijación de la paridad, pues sea aquél oro o sea una moneda de reserva, el requisito es siempre que el poder de compra de la misma en relación con bienes comerciados en los mercados internacionales observe la mayor estabilidad posible, además de una amplia circulación. Es claro, asimismo, que la vigencia de un régimen cambiario de este tipo dice mucho acerca de las principales características del sistema monetario que prevalece en el país. Por lo pronto, se tratará de una economía con una tasa de inflación muy cercana a la internacional,³ la cual tradicionalmente tiende a ser muy baja, nula o hasta negativa. Asimismo, esa economía operará con tasas de interés en línea con las vigentes en los mercados financieros internacionales, salvo un *spread* de riesgo-país que, dada la disciplina fiscal y monetaria de largo aliento que presupone la adopción de este régimen, es de bajo orden.

2. La exposición que sigue se basa, en términos generales, en los trabajos de Frenkel y Johnson, Mussa, Aizenman, Lizondo y Avila que se especifican en las referencias bibliográficas.

3. Específicamente, adoptará la tasa de inflación del área monetaria a la que haya adherido.

¿Cómo se logra esto? Respetando la automaticidad monetaria del sistema y, en consecuencia, equilibrando el presupuesto público no año tras año pero sí en el promedio del ciclo económico. Se cuenta hoy con una teoría muy simple, que tiene la virtud de reunir de manera precisa los determinantes y las condiciones fundamentales del comportamiento del balance de pagos con tipo de cambio fijo en sus distintas expresiones: patrón oro, patrón dólar, tabla de devaluaciones prefijadas, etcétera.

La teoría simple a que se hace referencia es la síntesis formal, lograda entre fines de la década de 1960 y principios de la de 1970, de una muy antigua concepción del mecanismo de ajuste monetario internacional, que se remonta hasta Isaac Gervaise (1720) y David Hume (1752), habiendo sido sostenida y perfeccionada con el devenir del tiempo por autores tales como David Ricardo y John Stuart Mill a principios y fines del siglo pasado, respectivamente, y R. G. Hawtrey hacia 1930, entre otros. Esta visión del funcionamiento de una economía en particular, y del mundo en general, bajo el patrón oro o cualquier variedad de fijación de paridad cambiaria, afirma que, en su esencia, el balance de pagos es un fenómeno monetario. No se trata de que factores de otra naturaleza no ejerzan influencia sobre el balance de pagos; por el contrario, se reconoce su impacto, aunque puntualizando que lo hacen a través de canales monetarios. La mejor forma de elucidar el tema es recurrir a la siguiente ecuación.⁴

$$(1) \text{Variación de Reservas Internacionales (Var R)} = a (\text{Var P}^* + \text{Var } \underline{S} + E_Y \text{Var Y} + E_i \text{Var i}) - b \text{Var D}$$

Los símbolos usados tienen este significado:

Var = indica variación temporal, o el cambio de nivel de la variable que corresponda entre un período y el siguiente.

a, b = coeficientes que señalan la fracción de la oferta monetaria con origen en la acumulación de reservas internacionales –oro y divisas varias– en el banco central o autoridad monetaria competente, y en las expansiones pasadas del crédito interno, respectivamente.

4. Las ecuaciones que se exponen hasta el fin del capítulo están en forma logarítmica. Los detalles sobre su derivación y el significado de los diversos parámetros podrán encontrarse en el apéndice matemático.

R = monto de las reservas internacionales, expresado en moneda nacional.

P^* = nivel general de precios en el exterior.

$\underline{S}$ = paridad de cambio fijada por el gobierno, por ejemplo, australes por dólar.

Y = nivel del ingreso nacional, en términos reales.

i = tasa de interés internacional.

D = nivel del crédito interno, esto es, creación monetaria destinada al financiamiento de los déficit fiscales y el suministro de liquidez para la banca comercial.

E_Y , E_i = elasticidades de la demanda de dinero respecto del ingreso y la tasa de interés, respectivamente. El concepto de elasticidad alude a la sensibilidad o la capacidad de reacción del volumen de saldos monetarios reales ante cambios de la variable que correspondiera. Es normal que estos saldos aumenten con el crecimiento del ingreso nacional y disminuyan con el alza de la tasa de interés, pues la misma representa el costo de oportunidad de mantener riqueza en la forma de dinero. Por último, la demanda de dinero, o los saldos monetarios reales, implican una *noción distinta* de la demanda de crédito. Si bien en ciertas circunstancias puede verificarse una relación de cambio positiva entre ambas magnitudes, tienen significados enteramente diferentes e independientes. La demanda de dinero se refiere a la fracción del ingreso nacional –o del valor de la producción interna– que el público en general desea y encuentra conveniente *mantener* en la forma de recursos totalmente líquidos, a fin de facilitar las transacciones ligadas a la producción y el consumo. La inversa de la citada fracción es la velocidad de circulación del dinero.

Rara vez el sentido común coincide con el análisis económico; ésta es una de esas raras ocasiones. Refinemos aún más la ecuación (1) para apreciar con mayor claridad la naturaleza monetaria del balance de pagos: supondremos que la inflación internacional es prácticamente inexistente ($\text{Var } P^* = 0$), que la tasa de interés mundial no varía significativamente ($\text{Var } i = 0$), y que, como anticipáramos, el go-

bierno se ha comprometido a mantener inalterable una cierta paridad cambiaria ($\text{Var } \underline{S} = 0$), luego puede afirmarse que:

$$(2) \text{Var } R = a E_Y \text{Var } Y - b \text{Var } D$$

Esta simple expresión sintetiza importantísimas conclusiones:

a) La variación de las reservas internacionales en el banco central, o el saldo del balance de pagos, depende en lo básico del crecimiento económico ($\text{Var } Y$) y de la política de creación de crédito interno para financiar déficit fiscales, cuasifiscales o necesidades de redescuentos.

b) Un país que experimenta una sostenida expansión de su actividad económica y a la vez observa una política de crédito interno moderada, no puede menos que exhibir continuos saldos favorables de balanza de pagos. ¿De qué manera? El crecimiento económico impulsa un constante aumento de las necesidades de liquidez real que, al no ser satisfechas por el crédito interno, generan presiones deflacionistas y una tendencia al alza en las tasas de interés que eventualmente se resuelven mediante el ingreso de fondos financieros y la aparición de saldos favorables en el balance comercial. Estos saldos positivos de las cuentas internacionales restablecen la normalidad monetaria a través del siguiente mecanismo: los influjos del exterior crean en el mercado cambiario una presión revaloratoria de la moneda nacional; el banco central, no obstante, en vista de su compromiso de sostener la paridad, interviene en el mercado comprando divisas que paga con creación monetaria; por esta vía, entonces, se logran dos objetivos: 1º) la paridad se mantiene en el nivel anunciado preservando la estabilidad del nivel general de precios, y 2º) se aumenta la oferta de dinero en consonancia con las necesidades de liquidez promovidas por el crecimiento de la economía. Esto no es otra cosa que la mentada automaticidad del patrón oro. Cuando el país se encuentra estrechamente integrado al mercado internacional de capitales, las tendencias deflacionistas virtualmente desaparecen y el ajuste se vuelve muy ágil.

c) En correspondencia con lo dicho en el párrafo anterior, en un país estancado el manejo del crédito interno pierde márgenes de libertad. En efecto, cuando el crecimiento es nulo, la ecuación (2) pasa a ser:

$$(3) \text{Var } R = - b \text{Var } D$$

Esto es, se verifica una relación inversamente proporcional entre creación de crédito interno y saldo de balance de pagos. La conexión económica es la siguiente: el crédito interno adicional da lugar a un exceso de oferta de dinero que deprime las tasas locales de interés y estimula aumentos del nivel de precios que descolocan la producción nacional en su competencia con la extranjera. Estos dos desarrollos paralelos inducen salidas de capitales en busca de mejores rendimientos en otras plazas financieras, y déficit de balanza comercial, que finalmente provocan la intervención del banco central para evitar la devaluación de la moneda nacional. Al hacerlo, las autoridades monetarias compran dinero nacional pagándolo con reservas internacionales. Así, el gobierno honra su compromiso de respaldar la paridad anunciada, afianza la estabilidad de precios y rebaja la oferta monetaria a su nivel previo, en consonancia con una demanda de dinero que permanece invariable dada la ausencia de crecimiento económico.

d) Por último, cabe rescatar un aspecto sutil e interesante que la ecuación (1) permite analizar. Se trata del vínculo entre la tasa de interés y el balance de pagos. El nivel de la tasa de interés interna en una economía abierta al mundo coincide, salvo por las consideraciones de riesgo-país que se hicieron al principio, con el nivel de la tasa internacional (por ejemplo, tasa Prime o Libor en el área dólar). Esta última, a su vez, refleja la tasa de retorno sobre las inversiones internacionales de capital más la tasa de inflación que se espera en los Estados Unidos, si se trata de operaciones en dólares, en Alemania cuando las operaciones son en marcos, etc. No obstante lo señalado, y aun cuando la economía permanezca absolutamente abierta al mundo, la tasa local de interés puede apartarse de la internacional causando trastornos en el balance de pagos. Una instancia clásica es aquella que se observa cuando la credibilidad financiera del país se deteriora, traduciéndose en expectativas de devaluación del tipo de cambio en el futuro próximo, a pesar de la promesa oficial en contrario. Tal fenómeno —que puede aparecer en escena no obstante una política de crédito interno moderada en lo inmediato— incorpora a la tasa doméstica de interés un componente de inflación local que la eleva por encima de la internacional y promueve así una huida de la moneda nacional. La ecuación apropiada para esta eventualidad es:

(4) $\text{Var } R = aE_1 \text{ Var } i$, donde la elasticidad E_1 tiene valor negativo.

¿Cómo ajusta la economía a este shock dentro del contexto cambiario que se comenta? Ante la nueva y más alta tasa de interés, la oferta monetaria existente se torna excesiva y, por los canales indicados en párrafos anteriores, ocasiona balances de pagos negativos y consecuentes pérdidas de reservas internacionales hasta restablecer el nuevo equilibrio en el mercado monetario. Una vez más, el ejemplo llama la atención sobre un aspecto fundamental de la política económica: no basta con que las cosas se hagan bien hoy, es crucialmente importante que la comunidad financiera y el público en general perciban que se harán igualmente bien mañana.

Pese a lo sucinto del tratamiento del tema, queda un mensaje particularmente claro: un país que adhiere a alguna forma de tipo de cambio fijo gozará de niveles de inflación muy bajos, cercanos a los que se verifiquen en los países de mayor estabilidad, y, correlativamente, de tasa de interés nominales y reales en línea con las internacionales. La oferta monetaria, por su parte, dejará de ser una herramienta para uso discrecional del gobierno, pues su volumen no podrá apartarse significativamente de la cantidad de saldos reales que el público desee y encuentre conveniente mantener en función del nivel de actividad económica y las tasas de interés prevalecientes en el país. En otros términos, el público neutralizará a través del balance de pagos y las variaciones de reservas internacionales los excesos o defectos de la política de crédito interno del gobierno.

2. TIPO DE CAMBIO FLOTANTE

Véase ahora un régimen cambiario que los países han empleado con menor frecuencia y generalmente por periodos no demasiado largos. Nos referimos a la flotación pura del valor de una moneda en términos de otra, una situación en la que las fuerzas del mercado—sin ningún tipo de intervención oficial—determinan las paridades cambiarias. Este caso es el extremo opuesto al anterior y, en alguna medida, puede facilitar la comprensión de aquellos periodos de in-conversión por los que atravesó la Argentina, como otras tantas naciones, en las épocas en que la norma era el patrón oro. De manera simétrica con la formulación previa, la ecuación que captura los aspectos esenciales del sistema de flotación puede escribirse así:

$$(5) \text{ Var } S = a' \text{ Var } R + b' \text{ Var } D - \text{Var } P^* - E_Y \text{ Var } Y - E_I \text{ Var } i$$

donde a' b' son constantes con un significado análogo al ya señalado.

La característica central de un régimen de flotación pura es la ausencia de compromiso alguno –explícito o implícito– por parte del gobierno respecto del sostenimiento de una paridad específica. ¿Qué consecuencia acarrea esto en relación con la política monetaria? Al no encontrarse el gobierno obligado a intervenir en el mercado con el fin de respaldar una cierta cotización de la moneda nacional, el público pierde la posibilidad de alterar el monto de las reservas internacionales y por esta vía influir sobre la oferta monetaria. En estas circunstancias, las reservas internacionales no varían; esto es, el balance de pagos está permanentemente equilibrado y es monetariamente neutro. El crédito interno –que el gobierno maneja como entiende conveniente– determina en un 100% la trayectoria de la oferta de dinero, y las tasas de inflación y de interés locales bajo este nuevo sistema ya no son necesariamente las que predominan en el resto del mundo. En atención a lo dicho sobre las reservas internacionales y suponiendo, como antes, que el nivel general de precios observa estabilidad en el exterior, la ecuación (5) se transforma en:

$$(6) \text{ Var } S = b' \text{ Var } D - E_Y \text{ Var } Y - E_I \text{ Var } i$$

Las principales conclusiones que permite la nueva fórmula son:

a) El nivel del tipo de cambio está directamente ligado a las condiciones que prevalezcan en el mercado monetario local. Concretamente, su nivel de equilibrio depende de la interacción entre la creación de crédito interno y el comportamiento de la demanda de dinero, o las necesidades de liquidez real de la economía. En la ecuación, este último factor ha sido desdoblado en sus determinantes básicos, el ingreso nacional y la tasa de interés local.

b) El crecimiento del crédito interno por encima de la evolución de las necesidades de liquidez redundará en una devaluación proporcional de la moneda nacional. Contrariamente, una política de expansión de la oferta de dinero muy tenue será causa de revaluación –apreciación– de la moneda local.

c) Cuando la política monetaria fuera tal que produjera un continuo exceso de oferta de dinero por un $x\%$, las tasas de inflación y de devaluación de la moneda nacional convergerán en ese $x\%$, y la tasa

local de interés aumentará x puntos porcentuales en relación con la internacional. Estas repercusiones de la política monetaria se harán ver lenta o rápidamente, pero en todo caso de forma inexorable.

De paso, la regularidad empírica que señalamos sirve para echar luz sobre la relación existente entre los tipos de cambio presente y futuro y la tasa de interés. El tipo de cambio futuro es nada más que la cotización presente *-spot-* de la moneda local aumentada en la devaluación (o revaluación) esperada durante el periodo relevante. Puesto que el tipo de interés local resulta de sumar al tipo internacional la tasa esperada de devaluación de la moneda nacional, puede afirmarse que existe una relación directa, 1 a 1, y virtualmente simultánea entre las tasas de descuento o premio sobre divisas a término y el nivel observado por la tasa de interés sobre ahorros y préstamos en la moneda nacional.

d) Finalmente, es ilustrativo e interesante rescatar un paralelismo esencial que liga a ambos sistemas cambiarios: mientras en el régimen de tipo de cambio fijo las autoridades monetarias determinan y sostienen una cierta paridad, perdiendo en consecuencia el control de la cantidad de dinero, la que es determinada por el público de acuerdo a sus necesidades de liquidez, en el régimen de flotación pura las autoridades controlan la cantidad de dinero pero pierden a favor del público la determinación de la paridad de cambio y, por ende, del nivel general de precios. Con tipo de cambio fijo, las tasas de inflación e interés convergen en los niveles predominantes en el exterior; con tipo de cambio flotante, las tasas de inflación e interés son independientes de las internacionales, pudiendo ser mayores, iguales o menores, dependiendo de los objetivos que el gobierno premie a la hora de decidir la política monetaria a seguir.

3. FLOTACION ADMINISTRADA

Se trata de un régimen cambiario mixto, que se ubica a mitad de camino entre los dos regímenes expuestos precedentemente. Si bien la flotación pura representa lo opuesto en materia monetaria a la fijación cambiaria, en el campo de los hechos concretos la flotación administrada ha constituido y constituye, salvo raras excepciones, la opción que históricamente han abrazado los gobiernos ante la imposibilidad de sostener una paridad fija. Específicamente, este régimen híbrido, en el buen sentido del calificativo, es el que impera

entre los principales bloques monetarios del mundo desde 1971 y, del mismo modo, el que imperó en la Argentina durante las etapas de inconvertibilidad, de relativa calma, que se sucedieron hasta 1931. Es precisamente esta inclinación de los gobiernos a administrar la tasa de cambio, con flexibilidad, circunscribiéndose sólo a limar fluctuaciones muy agudas y efímeras del valor relativo de la moneda, sin entorpecer tendencias del mercado cuando éstas se manifiestan irreversibles, lo que nos motiva a considerar especialmente el presente sistema.

El sistema consiste en la fijación de bandas de flotación en torno de la línea de tendencia del mercado. Cuando la cotización de la moneda nacional salta por encima del límite superior, el banco central interviene absorbiendo circulante a cambio de divisas, y cuando la cotización cae por debajo del límite inferior, aquél interviene inyectando circulante a cambio de divisas. Las bandas de flotación no son demasiado explícitas o inelásticas, pues si lo fueran el sistema adquiriría características más propias de una fijación cambiaria del tipo de la serpiente europea. Lo esencial de la flotación administrada puede visualizarse efectuando simples modificaciones a la ecuación (5).

$$(7) \text{ Var } S = a' \text{ Var } R^* + b' \text{ Var } D - E_Y \text{ Var } Y$$

R^* está indicando que en este esquema el gobierno procura el uso paralelo o alternado de dos herramientas de política: el crédito interno y las reservas internacionales. Por otra parte, se ha eliminado la tasa de interés de la expresión para facilitar la concentración en lo que cuenta en esta ocasión.

La ecuación (7) nos explica que:

a) Cuando la oferta de dinero crece en relación con las necesidades de liquidez de la economía, o se restringe el crédito interno, o la moneda nacional se devalúa, o caen las reservas internacionales de la autoridad monetaria y el balance de pagos se vuelve deficitario, o tiene lugar alguna combinación de las tres alternativas. Sintéticamente expresado, la flotación administrada pone a disposición del gobierno tal conjunto de posibilidades.

b) Siendo más específicos, en este contexto cambiario las autoridades monetarias se reservan la posibilidad de decidir sobre la división del ajuste entre variaciones de la paridad cambiaria y variaciones de las reservas internacionales. Por ejemplo, un ritmo de expan-

sión del crédito interno por encima del aumento de la demanda de dinero que impulsa el crecimiento económico, tenderá a reflejarse en devaluaciones proporcionales del tipo de cambio –aumentos de S–. Sin embargo, aunque parezca contradictorio, el gobierno puede juzgar inapropiada o incorrecta la depreciación de la moneda nacional, decidiendo contrarrestar la tendencia. ¿Qué alternativas le quedan una vez que la política de crédito interno ha sido comprometida en un curso predeterminado? Fundamentalmente, salir al mercado para absorber moneda nacional a cambio de divisas. Así, este régimen le permite al gobierno controlar la cantidad de dinero que circula en la economía, aunque en menor medida que en la flotación pura, e influir sobre el nivel general de precios a través del tipo de cambio, aunque en menor escala que con tipo de cambio fijo.

En correspondencia con lo dicho, la fórmula indica que el tipo de cambio aumentará con el volumen del crédito interno, descenderá –se apreciará– con el crecimiento de la actividad económica, y, asimismo, descenderá con el drenaje de reservas internacionales.

c) El párrafo anterior ha sido explícito sobre un aspecto de trascendencia: la flotación administrada es capaz de morigerar fluctuaciones agudas y efímeras del tipo de cambio, pero es incapaz de operar efectivamente ante cambios importantes de tendencia que revelan ser permanentes. Un país opta por la flotación administrada cuando aspira a reservar para sí una cierta cuota de autonomía en su política monetaria y a la vez una cierta cuota de estabilidad cambiaria y de precios internos. Pero no es posible acceder a lo mejor de los dos mundos sin algún costo. El costo reside en la discrecionalidad e imprevisibilidad de las decisiones que eventualmente tome el gobierno respecto de la división del ajuste entre variaciones del crédito doméstico y de reservas internacionales. Merece destacarse, de todos modos, que en circunstancias más bien normales y con finanzas públicas básicamente equilibradas, el citado costo sería poco significativo.

4. CONTROL CAMBIARIO

Tanto la literatura nacional e internacional sobre el tema, como la opinión de aquéllos que siguieron de cerca los episodios que desembocaron en la adopción de controles en el mercado de cambios, caracteriza esta clase de intervención oficial como eminentemente

coyuntural, señalando que su motivación básica tiene que ver con "apremiantes necesidades de caja". Tácita en esta definición hay una emergencia de balance de pagos, y la impresión de que, hasta la crisis, las autoridades adherían a alguna forma, más o menos explícita, de fijación de paridad.

¿Por qué se instauran los controles?

En su forma más tradicional y corriente, el control cambiario consiste en divorciar del balance de pagos los movimientos internacionales de capital, preservando alguna forma de fijación del tipo de cambio para las transacciones comerciales —a veces también para otros rubros de la cuenta corriente—, y derivando los flujos financieros hacia un mercado en libre flotación; estos flujos, a su vez, pueden encontrarse limitados en volumen o gravados explícita o implícitamente. Pero ¿qué innovación plantean los controles cambiarios en el marco conceptual desarrollado previamente? En la argumentación anterior se afirmaba que el ajuste de las cuentas internacionales de un país se logra o a través de variaciones de reservas internacionales, o de cambios de las paridades entre las monedas nacional y extranjeras, o por medio de combinaciones varias de los primeros mecanismos, dependiendo la forma final que se adopte del régimen cambiario vigente. En ningún momento se cuestionó si el ajuste tenía lugar vía desequilibrios del balance comercial, el balance de capitales o alguna mezcla de ambas. En realidad, ha estado siempre presente la intuición de que el grueso del ajuste se materializa a través de la cuenta de capitales, por lo menos en el corto plazo, en vista de la creciente integración de los mercados financieros internacionales. Abona dicha intuición la naturaleza monetaria de la crisis de balance de pagos. Tómese, por caso, este ejemplo. El público avizora en el futuro próximo una explosión de crédito interno (o impuestos extraordinarios o confiscaciones, etc.) por razones extraeconómicas; luego, presume que al gobierno le resultará verdaderamente cuesta arriba si no imposible sostener la paridad anunciada, de lo cual se infiere que las tenencias denominadas en moneda nacional muy probablemente sufran una apreciable pérdida de capital; en consecuencia, dado el bajo costo de sustituir activos monetarios y financieros denominados en moneda nacional por activos denominados en moneda extranjera, el público materializará su cambio de cartera de manera casi instantánea, ocasionando una

aguda pérdida de reservas internacionales y una concomitante caída del circulante. A ningún gobierno le gusta perder reservas, y mucho menos verse expuesto a un período aciago de altas tasas reales de interés y eventuales corridas sobre depósitos y quiebras bancarias. En medio de este clima, que puede tener su origen en contradicciones propias de la política económica oficial, en circunstancias políticas internas o en la situación internacional, los gobiernos recurren al control cambiario.

¿Por qué se habla de divorcio entre el balance de pagos y los movimientos de capitales? Porque al dejar flotar el tipo de cambio para las operaciones financieras, el banco central —sin necesidad de prohibir las salidas de capital— evita alterar el componente externo de la oferta monetaria, asegurándose así un manejo más controlado de la liquidez de la plaza en el corto plazo. Esto es, la creación de un doble mercado con un tipo flotante para los flujos de capitales le permite al gobierno comprar tiempo. El ajuste será, de todos modos, inevitable, pero tendrá lugar con demora y a través del déficit del balance comercial.

El beneficio apuntado, si bien temporario, no es poco para un gobierno en apremios financieros. No obstante, el control funcionará más o menos efectivamente según cuán eficaz sea la separación de mercados implementada, es decir, cuán costoso y peligroso resulte arbitrar entre dos cotizaciones, por lo general diferentes, de la moneda nacional. A mayor brecha entre las cotizaciones, mayor el atractivo que ejercerá el referido arbitraje, y menores las posibilidades de independizar el curso de la cantidad de dinero de los saldos de la cuenta de capitales del balance de pagos.

En comparación con los sistemas cambiarios analizados anteriormente, la implantación de controles con un único tipo de cambio oficial para todas las operaciones de la cuenta corriente, le permitirán al banco central ejercer plena influencia sobre el nivel general de precios de la economía, tal como si el sistema vigente fuera el de tipo de cambio fijo. En realidad, se ha pasado a un régimen de tipo de cambio fijo para el balance comercial solamente. Inclusive, podría argumentarse que los controles cambiarios de esta clase retrotraen las posibilidades del ajuste internacional a las que se verificaban hace 150 ó 200 años, cuando imperaba el patrón oro y el arbitraje de tasas de interés entre las distintas plazas financieras de Europa era muchísimo menos perfecto y veloz que en la actualidad. En efecto, el banco central controlará el nivel de precios interno

pero siempre y cuando tenga suficientes reservas para sostener la paridad comercial; esto es discutible pues:

a) generalmente la cuantía de reservas internacionales o las disponibilidades de crédito externo no son las más adecuadas en épocas de crisis;

b) el exceso de liquidez en el mercado local deprime la tasa de interés y estimula el gasto agregado, generando así presiones adicionales sobre las reservas del banco central;

c) en la medida que los mercados oficial y paralelo no estén efectivamente separados –esto es, en la medida que el costo del arbitraje de la brecha en términos de costos de transacción, de probabilidad de ser detectado y de penalidades en tal caso, no alcancen niveles de consideración– los movimientos de capitales tenderán a filtrarse por el balance comercial o la cuenta corriente, tornando más dificultoso e improbable aún el mantenimiento de la paridad comercial en particular y del sistema de controles en general.

La experiencia argentina es terminante al respecto. Administrativamente ha sido tan complicado y costoso obligar que todas las operaciones comerciales fuesen liquidadas por el mercado oficial, y la escasez de reservas y las brechas en general tan pronunciadas, que finalmente se derivaron ramas enteras de exportación e importación al mercado libre y flotante, y se aplicaron mezclas entre los cambios oficial y paralelo –crecientemente sesgadas hacia el último– para la liquidación de las operaciones comerciales. Lo señalado contribuye a apuntar que las posibilidades que tiene el gobierno de influir significativamente sobre el nivel general de precios son, en verdad, bien reducidas.

Respecto de las tasas de interés, es interesante consignar que en el corto plazo –hasta tanto el balance comercial oficial nivele efectivamente el estado de liquidez de la economía– el nivel de las mismas estará muy influido por los desajustes monetarios internos; luego, en el largo plazo, la tasa de interés subirá o bajará en simpatía con la tasa esperada de devaluación en el mercado libre. En conclusión, el establecimiento de controles cambiarios tendrá la peculiaridad de posibilitarle al gobierno guiar el nivel general de precios –en tanto y en cuanto la disponibilidad de reservas internacionales ayude– como ocurriría con tipo de cambio fijo; pero con tasas de interés que incorporan la devaluación esperada del tipo de cambio flotante del mercado libre, marginal, financiero o negro.

¿Por qué se mantienen los controles?

Hasta aquí se ha intentado explicar por qué se implantan los controles. Ahora se intentará señalar razones que expliquen el mantenimiento de los mismos, cuando han desaparecido las motivaciones eminentemente coyunturales que habían aconsejado establecerlos. Concisamente, la experiencia argentina permite inferir tres grandes causas:

a) Fiscal. Podría juzgársela como la más gravitante. Los recursos derivados al presupuesto efectivo del gobierno por esta vía encubierta –el “margen de cambios” de la década de los 30– han sido tradicionalmente comparables a las más importantes recaudaciones impositivas. Surgen como diferencia entre el gravamen implícito que tributan las exportaciones obligadas a liquidar divisas por un mercado oficial cuya cotización es inferior a la del libre, y el subsidio implícito que favorece las importaciones financiadas por el mercado oficial. Naturalmente, la diferencia será positiva en la medida que el balance comercial oficial sea superavitario. Empíricamente se verifica que éste ha sido el caso.

b) Política comercial. Los controles cambiarios actuaron como esquemas de impuestos y subsidios –aranceles y retenciones– sobre el comercio exterior, adicionales a los sancionados por la legislación específica. También, por las mismas razones, fueron un elemento de redistribución de ingresos.

c) Bilateralismo. Fue importante durante la Gran Depresión; diríase que tanto o más importante que las razones fiscales en aquella época. Constituyó una forma de reorientar el comercio internacional, de modo de equilibrar saldos en varias monedas. Recuérdese cuando los saldos favorables con Gran Bretaña hacían que abundasen libras esterlinas que no podían convertirse en dólares para pagar los saldos desfavorables con los Estados Unidos.

En síntesis:

1. Los controles cambiarios se implantan a raíz de apremiantes necesidades de caja, en el intento de estabilizar monetariamente la economía, y tratando de amortiguar el impacto de las crisis sobre la situación de la banca comercial, el comercio exterior y el nivel general de precios interno. Básicamente, postergan el ajuste externo de la economía, al sacar del balance de pagos (con efectos monetarios) los movimientos internacionales de capitales.

2. Se reconoce alguna efectividad de los mismos en el corto plazo, aunque el grado de efectividad es muy vulnerable a la magnitud de la brecha entre los cambios oficial y paralelo, la eficacia de los mecanismos y costos de la separación de los mercados y las disponibilidades de crédito externo.

3. Los controles se prolongan indefinidamente en virtud de razones presupuestarias, de comercio bilateral y de política comercial (actúan como aranceles y retenciones).

II

EL SISTEMA CAMBIARIO ARGENTINO PREVIO A 1931¹

PERIODO 1885-1899

Entre 1885 y 1891, cuando la estabilidad era la norma en las finanzas internacionales, en la Argentina se practicó una política monetaria que produjo una expansión anual de 22,9% del circulante y una depreciación de la moneda nacional, asimismo anual y acumulativa, de 21,3%. En semejante contexto inflacionario, el desgaste de las primitivas finanzas públicas del país fue de tal envergadura que la Tesorería de la Nación quedó imposibilitada de cumplir sus compromisos externos, sobreviniendo así el histórico pánico Baring. La conmoción resultó tan aleccionadora, que en los años venideros la Argentina giraría 180 grados su proceder. En efecto, entre 1892 y 1899 no se registró creación alguna de dinero y la recuperación de la actividad económica nacional determinó que el nivel general de precios cayera alrededor de 40%, con el fin de que una misma cantidad nominal de dinero financiara un nivel correspondientemente mayor de transacciones comerciales. Concomitantemente, el tipo de cambio se revaluó, pasando el peso papel de los 30 centavos oro que valía a casi 50 centavos. A pesar de que el proceso de revaluación era acompañado por otro de deflación general de la economía, la exportación se sentía castigada y se extendía un deseo de cierta estabilidad, por lo cual se debatió la alternativa de poner fin a la valorización de la moneda nacional mediante el probado método de in-

1. Esta sección está basada en las obras de Tejéiro, Pinedo, Balboa y Beveraggi Allende que se citan en la referencia bibliográfica.

tercambiar papel por oro y oro por papel, a un tipo predeterminado y en cantidades ilimitadas. Tras largas discusiones, la alternativa fue adoptada en noviembre de 1899. Había retornado el patrón oro, de hecho y de derecho, para hacer prevalecer un sistema monetario que, con mayor o menor apego y rigor, regiría hasta 1931.

PERIODO 1900-1914

En el transcurso de este período el tipo de cambio varió sólo dentro del punto de exportación y el punto de importación del oro, y la moneda argentina, trascendiendo la metáfora, fue parte constitutiva de la masa homogénea de la moneda universal. El poder de emisión de circulante fue monopolizado por la Caja de Conversión, la que no podía hacer uso discrecional de la facultad, sino limitarse a emitir papel contra el correspondiente depósito de oro y viceversa. La paridad fue fijada en 2,27 pesos papel por peso oro (1 peso papel igual a 44 centavos oro). No fue previsto mecanismo alguno de redescuentos y se esperaba que el Banco de la Nación –fundado en 1891– operara a través de sus reservas como una cámara compensadora, prestando al resto del sistema bancario en épocas de tirantez monetaria y acumulando depósitos excedentes en épocas de abundante liquidez, función que podía llevar adelante ya que el Estado no le imponía ser rentable.

El nivel de precios interno era básicamente el internacional, salvo por los márgenes pequeños e invariables de los costos de transporte y los aranceles que gravaban la importación, cuya recaudación era un recurso muy gravitante en el presupuesto público. Dicho en otras palabras, la tasa de inflación en la Argentina coincidía en promedio con la tasa de inflación predominante en las grandes economías con las que el país comerciaba. La tasa debe haber sido muy baja, sino nula o negativa a veces, puesto que el tipo de interés anual se mantuvo en el orden del 5% a lo largo del lapso referido. Los fondos financieros entraban y salían del país con la más absoluta libertad.

Los términos de intercambio –factor clave, como se comprobará, en los ciclos económicos argentinos, y en la alternancia entre conversión e in conversión– observaron durante la etapa un nivel estable y relativamente alto. La pujanza argentina deslumbraba, creciendo tanto su producción industrial como sus exportaciones e im-

portaciones a un ritmo anual acumulativo de alrededor de 8,5%. En este contexto, bastará una aplicación simple de las consideraciones efectuadas al exponer sobre el funcionamiento del tipo de cambio fijo, para explicar el saldo acumulado por la balanza de pagos. A los efectos de satisfacer las necesidades de liquidez real de la economía que iban en permanente aumento, la Caja de Conversión incrementó la oferta de dinero en 670 millones de pesos papel, monetizando para ello en forma automática 295 millones de pesos oro, que provenían de superávit de los balances de comercio y capitales.

Y como todas las historias felices, la historia cambiaria de la Argentina en aquella época fue simple. Pasamos ahora a considerar tramos más agitados, fundamentalmente por la situación internacional de trasfondo, en los que, de todos modos, la estabilidad básica fue preservada.

PERIODO 1914-1927

Consideramos ahora una etapa mucho menos regular que la anterior, en cuyo transcurso la Argentina debió adaptarse a una sucesión de cambios bruscos en las condiciones económicas y políticas del mundo. Hubo una cierta inestabilidad pero fue decididamente acotada; la situación fiscal, por caso, fue sólida en relación con las de períodos anteriores:

TESORERIA DE LA NACION Recursos impositivos como % de gastos

1889-1898	69
1899-1908	93
1909-1913	81
1914-1930	80

Fuente: Pinedo, ob. cit.

Si el período 1914-1930 fuera depurado de los fuertes déficit fiscales que se produjeron en 1928, 1929 y 1930, la relación entre rentas y gastos del tramo que se analiza no sería demasiado distin-

ta a las observadas en el período anterior. Asimismo, el impacto económico de estos desequilibrios no sería apropiadamente comprendido si no tuviéramos presente que el tamaño del gasto público en términos del PBI, en aquellos tiempos, era sustancialmente inferior al que décadas más tarde experimentaría la Argentina.

Las noticias alarmantes que venían de Europa despertaron grandes temores e incertidumbre, provocando una huida de la moneda nacional que en los trimestres 2º y 3º de 1914 hizo que la Caja de Conversión perdiera alrededor de 31 millones de pesos oro, y que peligrara la estabilidad del sistema bancario local. En estas circunstancias, e imitando la conducta de los países beligerantes, la Argentina sancionó el embargo de sus exportaciones de oro, iniciándose así un extenso período de inconvertibilidad. En los hechos se trató de una flotación administrada, principalmente en el tramo 1914-1920. Sumariamente, el tramo se caracterizó por un deterioro de los términos de intercambio argentinos del orden de 17% en relación con el nivel prevaleciente entre el Centenario y la Guerra, caída que se explica básicamente por la escasez de manufacturas que el país importaba de las economías absorbidas en la conflagración. No obstante ello, las exportaciones crecieron con ritmo vertiginoso: 12.3% anual acumulativo, medidas en pesos oro; las importaciones crecieron a 7.9% anual, observando el balance comercial una dramática reversión en relación con el período precedente. En efecto, entre 1900 y 1914 la cuenta corriente había estado en permanente déficit en virtud del sostenido y voluminoso ingreso de capitales, que inclusive provocaba importaciones netas de oro que la Caja de Conversión monetizaba para cubrir las necesidades de liquidez de la economía. En 1914 los ingresos de capital cesaron abruptamente, viéndose la Argentina hasta forzada a amortizar parte de su deuda externa (pública y privada) en 250 millones de pesos oro. Aun así, la expansión material del país fue tan arrolladora que para 1920 la Caja de Conversión había creado papel moneda por el equivalente de 220 millones de pesos oro, en el intento de neutralizar las casi ininterrumpidas presiones revaluacionistas que experimentaba la moneda doméstica. Como se irá comprobando, el régimen cambiario en esta época era algo *sui generis*. Cuando el mercado cambiario evidenciaba un exceso de demanda por dinero argentino, la Caja de Conversión salía a comprar divisas, pero cuando el exceso era de oferta, la Caja no intervenía dejando que el peso se depreciara.

Ya durante la década de 1920, el deterioro de los términos de in-

tercambio argentinos se agravaría. La tabla siguiente ilustra al respecto:

	Términos de intercambio	Rango de valores del dólar en pesos
1910-1913	117	2,36*
1914-1920	100	2,24-2,55
1921-1923	70	2,78-3,14
1924-1927	84	2,91-2,36
1928-1929	98	2,36-2,39
1930-1931	78	2,74-3,45

* Corresponde a 1913.

Fuente: Beveraggi-Allende, ob. cit. (Términos de intercambio). Balboa, ob. cit. (cotización del dólar estadounidense).

El cuadro pone de relieve un factor explicativo de importancia de los vaivenes cambiarios padecidos en la época. El período 1921-1923 fue, quizás, el más crítico en las primeras tres décadas del siglo. Los términos de intercambio cayeron todavía más, redondeando una pérdida de 40% respecto de los niveles anteriores a la guerra, y las exportaciones e importaciones declinaron al 70% de los valores alcanzados en 1920. El peso argentino, que en los malos tiempos no era sostenido por la Caja de Conversión en vista del embargo de las exportaciones de oro, llegó a devaluarse casi 50% respecto del dólar americano. Los saldos favorables del balance comercial, salvo uno muy menguado en 1922, virtualmente se esfumaron, pudiendo finalmente el país honrar el servicio de la deuda externa merced a préstamos externos de corto plazo. Entre 1924 y 1927, los términos de intercambio mejoraron y se reanudó el ingreso de capitales, que en 1925 y 1926 habría sumado más de 300 millones de pesos oro. El peso argentino ingresó así en un nuevo tramo de apreciables revaluaciones. En 1924 el dólar cotizaba \$ 2,91; en 1925, \$ 2,49; en 1926, \$ 2,47; declinando a \$ 2,36 en 1927. Se había retornado a la paridad de 1913, las naciones más importantes del mundo volvían a la conversión, y se habían recreado circunstancias parecidas a las que impulsaron la sanción de la Ley de Conversión en 1889.

PERIODO 1927-1929

En agosto de 1927, después de 14 años de inconvertibilidad mo-

netaria se restableció el patrón oro en la Argentina. Pero esta vez la conversión estaba destinada a durar poco. En 1928 los términos de intercambio fueron los más elevados desde 1916, aunque ya hacia 1929 volverían a caer para no recuperar el nivel previo hasta 1937. Sin embargo, en esta oportunidad influirían otras causas en las dificultades de la Caja de Conversión. En 1929 las tasas de interés se tornaron tan atractivas en la plaza de Nueva York, que el ingreso de capitales se revirtió. Por otra parte, la Tesorería de la Nación empezaba a incurrir en serios déficit, al menos para la referencia de la época, los que no se financiaban vía empréstitos sino mediante endeudamiento contra las reservas del sistema bancario (recuérdese que el Banco Central aún no había sido fundado y que la Caja de Conversión aún no practicaba el redescuento de documentos de deuda pública o privada, a pesar de existir una ley de 1914 que le otorgaba esta facultad). La confluencia de tantos factores adversos presionó sobre la cotización de las divisas, empujando los precios del dólar y la libra esterlina por encima del punto de exportación del oro. Durante 1929 la Argentina exportó más de 180 millones de pesos oro, la iliquidez bancaria fue *in crescendo*, hasta que hacia fines de año el gobierno suspendió la conversión. Como saldo de la etapa 1920-1929, cabe consignar que el balance de pagos arrojó una pérdida de 45 millones de pesos oro.

En 1929 la cotización del dólar americano era de \$ 2,39 y en 1913 había sido de \$ 2,36, lo cual indica una devaluación de la moneda nacional de 1,3%. De allí que afirmáramos en un comienzo que, a pesar de los altibajos, la Argentina fue básicamente estable: de una forma un tanto *sui generis* el país se acomodó y observó los principios esenciales del patrón oro, y la estabilidad del nivel general de precios fue notable. A lo largo de la etapa de inconversión entre 1914 y 1927, y con más razón en 1928 y 1929, existió un único tipo de cambio y no hubo trabas sobre los movimientos internacionales de capitales, ni para la entrada ni para la salida. Encajamos ahora la tarea de identificar las causas de la instauración de los controles cambiarios.

PERIODO 1930-1931

En su relación con el resto del mundo, la experiencia argentina en esta etapa reproduce, en líneas generales, el cuadro de situación

del periodo 1921-1923. La inversión extranjera y la afluencia de fondos financieros al país fue disminuyendo hasta cesar por completo, mientras los términos de intercambio acumulaban hacia 1931 un deterioro de 33% respecto del periodo inmediato anterior; para colmo las cosechas fueron pésimas en 1930. En el plano interno, sin embargo, se presentó un hecho nuevo en relación con lo ocurrido en los últimos 40 años. Las finanzas públicas mostraban agudos desequilibrios:

TESORERIA DE LA NACION
(como % del gasto total)

Año	Recursos	Títulos públicos	Deuda flotante
1928	80,4	19,3	0,3
1929	75,7	2,6	21,7
1930	60,8	6,5	32,7
1931	75,5	10,1	14,4

Fuente: Prados Arrarte, ob. cit. De la Memoria del Ministerio de Hacienda de 1937.

En 1929 casi 22% de los gastos de la Nación se financiaron emitiendo deuda flotante, lo cual importa decir aumentando el circulante, puesto que la deuda se contraía contra las reservas del sistema bancario de manera directa, o bien dejando impagos los libramientos en manos de los proveedores del Estado, quienes acto seguido los descontaban en los bancos, rebajando de nuevo las reservas. En 1930, alrededor de 1/3 del gasto nacional fue solventado por esta vía. A fines de 1931, la deuda flotante acumulada desde 1928 superaba el 10% de los préstamos totales del sistema bancario. En el año transcurrido desde la suspensión de la conversión (1929) el peso se devaluó en 30% en relación al dólar americano. En este contexto, el Banco de la Nación intentaba administrar la flotación, perdiendo en el trance cuantiosas reservas de oro. El público retiraba sus depósitos de los bancos provocando la iliquidez del sistema, los importadores adelantaban sus compras de divisas y los exportadores las postergaban. Con el propósito de atenuar la citada

illiquidez, el gobierno autorizó la aplicación, por primera vez en sus casi dos décadas de sancionada, de la Ley de Redescuento, desligando así la oferta monetaria de las reservas en oro y divisas. Finalmente, en septiembre de 1931 Gran Bretaña abandonó el patrón oro e implantó el control de cambios (con convertibilidad administrada frente al dólar), lo cual repercutió en una devaluación adicional del peso respecto del dólar, mientras el comercio internacional se encerraba en compartimientos estancos. En octubre de 1931 se creaba la Comisión de Control de Cambios.

En el período considerado la cuenta corriente arrojó un déficit de alrededor de 340 millones de pesos oro, que se financiaron con aproximadamente 215 millones de empréstitos externos contratados por los gobiernos nacional y provinciales y algunos municipios, y debentures colocados en las plazas extranjeras por las compañías ferroviarias radicadas en el país. Se exportaron 65 millones de pesos oro y se bloqueó el giro de 61 millones de pesos oro. El bloqueo fue el primer impedimento de pagos internacionales practicado por el país en décadas. Hasta la puesta en funcionamiento de las actividades de la Comisión de Control de Cambios, hubo un único tipo de cambio y libre movilidad internacional de capitales.

III

EL CONTROL DE CAMBIOS EN LA ARGENTINA

El presente capítulo se refiere al medio siglo que transcurre entre la instauración del control en 1931, y el abandono en 1981 de una importante y fallida experiencia de liberación y unificación de cambios. A lo largo de dicho medio siglo se experimentaron etapas de controles y otras de liberalización; ambas experiencias se comentarán con igual interés, puesto que es importante poner en evidencia las grandes razones que vuelcan a los gobiernos a regular el mercado de cambios, así como las que posibilitan sostenerlo transparente y libre de trabas. Para mayor claridad de análisis y mejor lectura, el período 1931-1981 ha sido subdividido en cuatro períodos:

1) 1931-1945, que abarca desde los primeros años de improvisación e inexperiencia –en los que se pretendía controlarlo todo–, hasta mediados de la década de los 40, cuando a raíz de la escasez de bienes de importación provocada por la Segunda Guerra Mundial y un marcado ingreso de capitales, los controles fueron relajados aunque no eliminados, y se regularon por primera vez los movimientos de capitales. El estudio de este período será el más extenso, no sólo por tratarse del mejor documentado, sino, fundamentalmente, porque el relato de sus variantes agota, en amplia medida, lo que se puede agregar sobre la materia;

2) 1946-1958, que cubre la política cambiaria del gobierno justicialista y, hacia el final de la etapa, distintos aspectos de la política de progresiva liberalización del mercado de cambios que concluyera con la unificación de diciembre de 1958;

3) 1959-1971, en cuyo transcurso prevaleció un mercado único de cambios, con flotación administrada al principio y tipo fijo al final. Se dice que "prevaleció" y no simplemente que hubo mercado único, porque entre 1964 y principios de 1967, aunque en forma limitada, se estableció el control cambiario, y porque, asimismo, durante 1971 el mercado fue quedando sujeto a progresivas regulaciones;

4) 1971-1981, que reconoce dos fases: la primera, 1971-1975, durante la cual los controles de cambios se restablecen plenamente, resultando su evaluación interesante pues se trata del funcionamiento de aquéllos en alta inflación; y la segunda, 1976-1981, en la cual tuvo vigencia un mercado unificado en cuyo marco, luego de hacerse el intento de controlar las entradas de capitales mediante distintos mecanismos, se abrió completamente la cuenta de capitales del balance de pagos. Hacia 1981 este nuevo ensayo de liberalización debió abandonarse, reiniciándose así una etapa de controles que se extiende hasta hoy. El capítulo concluye con una síntesis de los regímenes y políticas cambiarias del periodo 1931-1981.

1. EL PERIODO 1931-1945¹

Esta primera experiencia de controles cambiarios tradicionalmente fue dividida en cuatro fases, fundamentándose el tránsito de una a otra no sólo en la gradual comprensión de la manera más eficaz de instrumentar el control, sino también en las cambiantes circunstancias internacionales. De la lectura del capítulo precedente ha quedado como síntesis que la vida económica del país era una continua sucesión de ciclos, estrechamente ligada a la coyuntura del comercio y las finanzas internacionales. Esta definición es particularmente cierta y aplicable al tramo que ahora se estudiará. Si bien, como se apuntara, en la crisis de 1930-1931 —que desembocó en la instauración de los controles— tuvieron un papel importante los desequilibrios de las finanzas públicas nacionales, hacia

1. En la redacción de esta sección resultaron muy útiles las obras del BCRA (conversaciones con Raúl Prebisch sobre las políticas del Banco Central entre 1935 y 1943), de Beveraggi Allende, Mangiante y Marquestó (años 1944 y 1946), y Prados Arrarte, que se detallan en las referencias bibliográficas.

1933 tal situación había sido subsanada. No así la situación internacional que observaría gran inestabilidad hasta mediados de la década entrante. Durante estos años tuvieron lugar dos eventos extraordinarios: la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial; ambos ocasionaron pronunciados deterioros del poder de compra de las exportaciones argentinas, e impulsaron y afianzaron un proceso de bilateralismo comercial y de cambios sin precedentes en décadas, cuya reversión excedía probablemente las posibilidades de la Argentina. De manera que puede afirmarse que, en gran medida, el control cambiario fue la respuesta que la Argentina dio a tan adversas circunstancias internacionales; es decir, sino su instauración, al menos su mantenimiento a lo largo del período 1931-1945 fue la reacción a causas internacionales fácilmente identificables dentro de un escenario económico mundial de adversidad singular. El examen del período que enseguida se inicia revelará que las finanzas nacionales fueron manejadas con la prudencia y la previsión característica de los primeros 30 años del siglo. Podrá advertirse que el déficit fiscal, la expansión monetaria y la inflación fueron rápidamente puestas y preservadas en los niveles de las décadas previas, produciendo todo esto la impresión de que la economía nacional continuaba conduciéndose de acuerdo a los preceptos del patrón oro. Distintas serían las causas de los controles en décadas por venir, durante las cuales ganarían importancia relativa factores de inestabilidad preponderantemente internos. A continuación se desarrolla el análisis de las cuatro fases:

PRIMERA FASE: 1931-1933

Según se recordará, la situación económica del país hacia 1931 se caracterizaba principalmente por: a) fuertes déficit fiscales financiados primordialmente a través del crédito doméstico; y b) una drástica caída de los términos de intercambio argentinos, que conjuntamente habían provocado agudos déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, acompañados por pronunciadas devaluaciones del peso, en medio de gran especulación cambiaria por parte de exportadores e importadores y fugas de capitales. En síntesis, era la reaparición, una vez más, del cuadro recesivo típico de la Argentina, exacerbado en la ocasión por el desequilibrio de las finanzas públicas y la contracción mundial, que resultó más prolongada y seria

que las anteriores. El cuadro que se expone a continuación patentiza la situación descripta:

	Términos de intercambio ¹ 1938-40=100	Variación reservas internac. ²	Cuenta corriente ²	Déficit fiscal ¹ *	PBI ¹	Inflación ¹
		(US\$ millones corrientes)		(% PBI)	(% variac. anual)	
1929	97	- 294	- 159	2,5	4,6	- 2,2
1930	94	- 42	- 311	4,9	- 4,1	- 3,9
1931	70	- 280	- 75	3,2	- 6,9	- 14,2
1932	73	- 8	- 15	1,7	- 3,3	- 7,5
1933	69	- 17	- 76	1,8	4,7	4,9

* De la Administración Nacional.

Fuente: 1. IEERAL (1986); 2. Apéndice Estadístico.

Hacia 1930 concurrían a agravar la situación presupuestaria dos causas básicas: por una parte, la fuerte contracción de la actividad económica motivada por la pésima cosecha de aquel año, la caída de los precios de las exportaciones argentinas y la fuerte incertidumbre reinante en el país, todo lo cual se traducía en caídas de la recaudación impositiva en general, y de la aduanera en particular; y, por otra parte, la devaluación del peso, que encareció sustancialmente el servicio financiero de la deuda pública nacional —en aquella época la Argentina acostumbraba abonar 100% del mismo—, cuyo costo evolucionó desde el 28% de la recaudación general de la Tesorería de la Nación en 1927, a 35% en 1930, y a 37% en 1931.

El gobierno reaccionó ante la crisis reduciendo los gastos públicos, reforzando los derechos aduaneros —con el doble propósito de aumentar los ingresos fiscales y desincentivar las importaciones— y creando el impuesto a los réditos (ganancias) y otros gravámenes. Por otro lado, no obstante que la Caja de Conversión había sido cerrada en diciembre de 1929, el gobierno intentaba moderar las fluctuaciones del tipo de cambio y, de alguna manera, atemperar la depreciación. Narra Prebisch que a principios de 1931 se creía estar al borde de una recuperación, pues las noticias que llegaban acerca

de la evolución de la crisis mundial eran más bien favorables, especialmente en las publicaciones de EE.UU; todas ellas señalaban que el restablecimiento ya estaba a punto de iniciarse. Con esta expectativa, el gobierno se esforzaba en sostener el peso, habiendo para ello avanzado en la contratación de un gran empréstito en Francia, pero desarrollos políticos adversos a la nueva administración acontecidos en la provincia de Buenos Aires en abril de 1931, crearon una situación tal de desconfianza que hicieron desaparecer por completo las posibilidades de préstamos, recrudeciendo la especulación y la fuga de capitales. Según surge del cuadro, las intervenciones en el mercado de cambios le costaron a las autoridades económicas US\$ 322 millones en el curso de 1930 y 1931. El drenaje de reservas internacionales era demasiado elevado, mas fue intolerable cuando Gran Bretaña abandonó el patrón oro, lo cual derivó en presiones devaluatorias adicionales sobre el peso, pues el valor internacional del mismo en ese entonces se fijaba en relación con la libra esterlina. El peso argentino, que a mediados de 1929 se cotizaba a 2,39 por dólar americano en el mercado libre, se depreció a 2,78 en 1930, tocando 4,11 en setiembre de 1931 cuando se supo de la inconvertibilidad de la libra (mientras tanto, internamente se experimentaba una fuerte deflación).

En medio de la atmósfera descrita, el gobierno no imaginó otra solución que la instauración del control de cambios. En noviembre de 1931 comenzó sus tareas la Comisión de Control de Cambios, contando entre sus miembros con dos extranjeros, puesto que los funcionarios y expertos locales nunca habían prestado mayor atención al tema. Lo que la Comisión procede a hacer es rudimentario, ya que se actuaba con urgencia, sin bases estadísticas apropiadas, y por prueba y error:

a) se dispuso que las transacciones de cambio de todo tipo debían hacerse a través de bancos especialmente autorizados, que actuaban bajo la supervisión de la Comisión, ante la cual debían justificarse todos los permisos para remitir fondos al exterior;

b) los exportadores quedaban obligados a entregar todas las divisas provenientes de sus exportaciones, a medida que las fuesen realizando. Los importadores podían seguir haciendo sus pedidos al exterior en la forma habitual, pero se racionó el pago de las importaciones. Cuando el importador tenía que girar los fondos, debía dirigirse a la Comisión y solicitar un permiso. Este sería otorgado distri-

buyendo entre los importadores y demás remitentes de fondos las divisas que los exportadores entregaban en el día;

c) inicialmente se fue estableciendo un tipo de cambio de acuerdo con la oferta y la demanda, aunque este arreglo duró muy poco. Pronto se cedió a la tentación de fijar el tipo y suprimir las fluctuaciones. Así se hizo, fijándose un único tipo oficial en \$ 12,85 por libra esterlina (unos \$ 3,7 por dólar americano en 1932 y \$ 3,1 en 1933). Luego se advirtió que se había cometido el error de establecerlo en un nivel demasiado bajo respecto de lo que las circunstancias aconsejaban; la brecha entre paralelo y oficial alcanzó niveles cercanos a 40% en el período 1932-1933;

d) esta política cambiaria estimuló –y hasta podría argumentarse que adelantó– las importaciones, lo cual se manifiesta en el deterioro del balance comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos entre 1932 y 1933.

La distribución de las divisas disponibles se efectuaba de acuerdo con la siguiente lista de prioridades:

1) Necesidades del gobierno (nacional, provinciales y municipales), especialmente destinadas a cubrir el servicio de la deuda externa;

2) Materias primas para las industrias nacionales, combustibles y bienes de consumo indispensables;

3) Remesas de inmigrantes, a nacionales residentes en el extranjero, gastos de viajeros;

4) Mercaderías no esenciales;

5) Cancelación o amortización de débitos comerciales atrasados.

Empero, el sistema fallaba por su base. Como las posibilidades de importar fueron independientes de las posibilidades de, efectivamente, pagar las importaciones, al poco tiempo la Comisión se vio obligada a suspender crecientes pagos por este concepto. Los importadores depositaban el valor de las importaciones en moneda nacional y al tipo de cambio oficial, en bancos de Buenos Aires; sin embargo, los acreedores comerciales del exterior quedaban supeditados a las disponibilidades de divisas de la Comisión. Paralelamente, la escasez de cambio fue incentivando el desarrollo de la “bolsa negra” –el mercado negro o marginal en la jerga actual–, el cual empezó a erosionar la efectividad de los controles y a fomentar la corrupción.

A pesar de lo dicho, el gobierno logró sus objetivos básicos: virtualmente detuvo la caída de las reservas internacionales, contuvo

la depreciación del peso en el mercado libre, que de 4,11 por dólar en setiembre de 1931 se redujo a 3,89 en diciembre del mismo año, cayendo en 1933 a un valor promedio de 3,31. Esto acontecía mientras los términos de intercambio argentinos— según demuestran distintas mediciones— tocaban el nivel más bajo del siglo: 40% por debajo de los observados en el pico de la onda ascendente de 1928, aunque resultaban muy próximos a los registrados en la crisis previa de 1921-1923.

¿Cabe atribuir el mérito de la estabilización a los controles?

En un principio, en vista del poder de la Comisión y la inexperiencia del público acerca del funcionamiento del sistema, de los costos de las eventuales penalidades y de las posibilidades de arbitrajes paralelos, así como de la neutralización monetaria de los movimientos de capitales que persigue este tipo de regulación y logra en lo inmediato, puede argumentarse que algún mérito le cabe al control cambiario en la estabilización del tipo de cambio y las reservas internacionales. Pero sólo en el corto plazo. Transcurrido algún tiempo—meses— es difícil dejar de vincular la estabilización con la recuperación de la normalidad fiscal y monetaria. El examen de las experiencias cambiarias que vienen proveerá una respuesta más acabada.

SEGUNDA FASE: 1934-1937

La segunda fase del control de cambios se resume en las importantes reformas introducidas por el ministro Pinedo, como la respuesta natural a los defectos de funcionamiento observados en la anterior etapa de improvisación e inexperiencia, y la adaptación del régimen a la fase ascendente del nuevo ciclo internacional, que ya a mediados de 1934 comenzara a evidenciarse con claridad. La reforma cambiaria puede sintetizarse así:

a) Se abandonó el propósito del control absoluto, pasándose, más modestamente, a controlar lo que la práctica había enseñado que podía controlarse y lo demás se dejó afuera, en un mercado completamente libre; dicho con otras palabras, se legalizó el anterior mercado negro;

b) con el fin de evitar en lo futuro nuevos bloqueos de fondos, se estableció el permiso *previo* de importación; ya no se podría impor-

tar lo que se quisiera, sino lo que la autoridad cambiaria hiciera posible mediante el otorgamiento de permisos, según las disponibilidades de divisas; y,

c) se elevó el tipo de cambio oficial y simultáneamente se lo dobló en un tipo comprador y otro vendedor, creándose de esta forma un sistema de tipos múltiples (existía legalmente, además, el tipo libre).

Con estas fundamentales modificaciones, el control de cambios adquirió la fisonomía básica que lo caracterizaría para siempre. Legalmente habían sido establecidos dos mercados: el oficial y el libre. Por el primero se liquidan las exportaciones *regulares*, tradicionales del país, pero ya no por el monto total sino por una parte. La realidad demostró que era prácticamente imposible determinar el verdadero valor de las exportaciones, aún el de las tradicionales; entonces, se decidió fijar un aforo por unidad física del producto, muy cercano al real, aunque prefiriéndose que aquél estuviera por debajo de éste antes que por encima. El exportador quedaba obligado a vender la parte correspondiente al aforo en el mercado oficial, negociando el resto en el mercado libre. Si bien es cierto que de esta forma el gobierno perdía parte de las divisas, éstas no se perdían para el país; es decir, se evitaba que esos fondos quedaran en el exterior o en el circuito negro o informal de la economía nacional. Por supuesto, la fracción del cambio que se vendía a la más alta cotización libre tenía que influir sobre el nivel interno de precios. Por su parte, la demanda en el mercado oficial se componía de las demandas derivadas de las importaciones con permiso previo —cuyo otorgamiento respetaba el orden de prioridades señalado más arriba— y de los servicios financieros a los países con convenio de cambios.

El mercado libre se conformaba con aquella parte del valor de las exportaciones tradicionales en exceso del aforo, el producido de otras exportaciones esporádicas, de carácter menos regular y de escasa cuantía, que resultaban de la acción de firmas o entidades que trataban de abrirse nuevos mercados, y también con el producido de las exportaciones a países limítrofes. Se había decidido beneficiar con el cambio libre a estas dos clases de exportación, tanto por razones de practicidad administrativa —considérese los mil detalles que originaba su diversidad, los controles inagotables acerca de su verdadero valor y la mayor posibilidad de contrabando que aquí se enfrentaba—, como de política comercial —en un plano económico general se las juzgaba como desarrollos positivos a los que cabía esti-

mular con un mejor tipo de cambio—. Afluían, asimismo, a este mercado las inversiones de capital y demás remesas a la Argentina. En cuanto a la demanda de divisas libres, la misma resultaba de la suma de las necesidades de cambio para pagar las importaciones que no habían conseguido el permiso previo, los requerimientos de los servicios financieros no autorizados en el mercado oficial y aquéllos derivados de las remesas de capital (o fondos de cualquier índole) al exterior, que también podían realizarse sin trabas por el mercado libre. Merece subrayarse este último aspecto: a diferencia de lo acontecido con los fondos bloqueados en la fase 1931-1933, en la nueva etapa del control los pagos al exterior y los flujos de capitales no serían entorpecidos. En 1934 y 1935 se concretaron en este mercado entre 20 y 25% del total de las transacciones cambiarias; hacia 1936 y 1937 los ingresos de capital financiero agrandarían esa proporción.

En el mercado oficial se devaluó la moneda nacional, yendo de su cotización previa y única de \$ 12,85 por libra esterlina a \$ 15 (\$ 3,1 por dólar) para la compra de las letras de los exportadores tradicionales, y, luego, a un tipo distinto, más alto que éste, para la venta de las letras de cambio a los importadores. Como el desarrollo del mercado paralelo era incipiente hacia fines de 1933, no se tenía una idea más o menos precisa sobre el valor en el que se estabilizaría el tipo de cambio libre, por lo cual se concibió un mecanismo de licitaciones para entregar al mejor postor las divisas que diariamente iban entrando. Por esta vía, el tipo vendedor se estabilizó en valores superiores a los \$ 17 por libra (\$ 3,5 por dólar) con el transcurso del tiempo. Es ilustrativo consignar que en 1934 la cotización marginal de la libra era de alrededor de \$ 20 y la del dólar de alrededor de \$ 4; esto es, el mercado oficial se desenvolvía con una brecha de 28% respecto del tipo comprador y de 13% respecto del tipo vendedor. Más adelante se verá que esta situación se corregiría sin devaluaciones adicionales, pues los tipos oficiales así fijados perdurarían más de una década en relación a la libra y unos cinco años en relación al dólar.

De manera, pues, que había un tipo oficial comprador de m\$n 15 por libra y uno vendedor por m\$n 17, situación que arrojaba dos pesos de diferencia que iban a una cuenta llamada Fondo de Beneficios de Cambios, que comúnmente era conocida como el *Margen de Cambio*. El producido del margen de referencia reconoció dos destinos primarios: por una parte, ayudaba a la Tesorería de la Na-

ción a cubrir el servicio financiero de la deuda pública externa que las sucesivas devaluaciones de la moneda nacional habían encarecido sustancialmente; y, por otra parte, allegaba recursos a la Junta Reguladora de Granos para pagar un precio sostén a los productores de cereales, misión esta que en los años de magros precios internacionales, le ocasionaba fuertes pérdidas. Con el tiempo el margen llegaría a gravitar de manera importante en el presupuesto nacional, estimándose que entre 1933 y 1942 se habrían recaudado por este concepto m\$n 1000 millones, o US\$ 278 millones al tipo oficial vendedor promedio del período; a su vez, si se computa como ingreso fiscal el producto de la brecha cambiaria y el saldo del balance comercial —puesto que las reservas internacionales así constituidas por el mercado oficial entrañan un ahorro de recursos para el gobierno—, la estimación de los beneficios del control cambiario se ampliaría en US\$ 185 millones para el mismo período, alcanzando el conjunto de ingresos acumulados entre 1933 y 1942 una cifra equivalente a 94% del valor anual de las exportaciones registradas en dicha década; el promedio anual de estos ingresos redondeó 1,6% del PBI cuando el gasto público orillaba 18%. Por esta causa se ha postulado desde un comienzo, que la razón fiscal es esencial para explicar el mantenimiento de los controles, más allá de lo que sugerirían las transitorias urgencias de caja que propician su instauración.

¿Cómo se resolvió el problema de los fondos bloqueados?

Esta fue otra de las importantes medidas que acompañaron la reforma cambiaria del ministro Pinedo. Durante los años 1932 y 1933 se fueron congelando en la forma de depósitos en bancos de Buenos Aires más de m\$n 300 millones, correspondientes, en su gran mayoría, a empresas extranjeras, —por ejemplo las ferroviarias— que no habían podido ser girados al exterior en pago de importaciones y servicios financieros, en razón de la escasez de cambio y las prioridades del gobierno. Los fondos, cuyo volumen igualaba aproximadamente el déficit de cuenta corriente acumulado en dichos años, constituían una presión latente sobre el mercado cambiario, siendo menester su evacuación. El gobierno les ofreció estas alternativas a los interesados: a) prolongar la situación de bloqueo hasta tanto las circunstancias fueran más favorables y los fondos pudieran girarse por el mercado oficial; b) aceptar en pago títulos de la

deuda pública en moneda extranjera; c) liquidar los fondos gradualmente a través del mercado libre, lo cual les importaría alguna pérdida de capital dada la más baja cotización de la moneda nacional en este mercado. La mayoría de las firmas acreedoras eligió la segunda alternativa, movilizándose así un total de m\$n 325 millones; el resto de los fondos bloqueados se fue liquidando gradualmente a través del mercado libre. Para ello, el gobierno emitió un empréstito especial en dólares, libras y francos franceses, que devengaba una tasa de interés de 4% anual, cotizaba en la bolsa de Londres y no contemplaba cláusula de rescate –algo de lo que el gobierno se arrepentiría más tarde, cuenta Prebisch, pues la afluencia masiva de fondos flotantes durante la Segunda Guerra Mundial habría permitido cancelar la deuda–. El mecanismo de la operación era muy simple: las firmas transferían la titularidad de los fondos en moneda nacional al gobierno, aceptando en pago los nuevos títulos; luego, aquéllas remitían al exterior los títulos en pago de sus deudas comerciales y financieras. Por supuesto, el tema había sido acordado previamente entre el gobierno argentino y los bancos y las empresas matrices extranjeras que eran los acreedores en última instancia. Por su parte, el gobierno destinó los fondos a la adquisición de divisas y el rescate de deuda pública interna.

Se analizará a continuación la coyuntura económica del tramo 1934-1937, evaluando su impacto sobre el régimen cambiario. El cuadro siguiente sintetiza los desarrollos económicos básicos del tramo.

Como se señalara inicialmente, ya a mediados de 1934 resultaba claro que la fase ascendente de un nuevo ciclo internacional había comenzado. Los términos de intercambio mejoraron 22% respecto de 1933, y después de tres años de salidas de capitales, el país volvía a atraer fondos financieros. Los años que siguieron hasta mediados de 1937 observarían la misma tónica, según puede apreciarse en el cuadro correspondiente.

Las exportaciones fueron en empuinado ascenso, lo mismo que las importaciones aunque con menos fuerza, la actividad económica creció a un ritmo promedio superior al 5% anual y el déficit fiscal se mantuvo estabilizado en torno del 2% del PBI, financiándose con deuda interna primordialmente.

	Términos de intercambio 1938-40 = 100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria*	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1934	84	- 8	- 2	21	2,2
1935	84	- 13	36	15	1,7
1936	103	- 12	53	11	2,0
1937	118	100	- 29	6	2,2

* promedio simple de brechas entre el tipo libre y los tipos oficial comprador y vendedor; esta brecha se calcula de acuerdo con esta fórmula: $[(\text{tipo libre} - \text{tipo oficial}) + \text{tipo oficial}] \times 100$.

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

La situación de bonanza rápidamente repercutió sobre las regulaciones oficiales que afectaban los mercados cambiarios. La intensidad de los ingresos de capital era tal, que el peso experimentaba una continua revaluación en el mercado paralelo, según se advertirá a partir de la evolución de la brecha cambiaria. El fenómeno confrontó a las autoridades económicas con esta disyuntiva: o revaluar la moneda nacional en el mercado oficial, rebajando los tipos vendedor para las importaciones y comprador que recibían los exportadores de cereales y carnes principalmente, o suprimir el margen de cambios y afrontar sus consecuencias presupuestarias. Ninguna de las alternativas convenció al gobierno y se ideó otra solución que excedió el marco de política preexistente: un gravamen de 20% sobre las importaciones que entraban por el mercado libre. Se trataba, en realidad, de un gravamen bastante elástico, que sería calculado de modo tal que siempre existiera una brecha de 20% entre el tipo oficial vendedor y el libre, preservándose así la efectividad de los tipos oficiales vigentes hasta entonces. Esta medida adicional de restricción recayó principalmente sobre las importaciones de los EE.UU.; como una insinuación temprana del *bilateralismo* que luego preponderaría internacionalmente, y que se transformaría en una de las justificaciones de peso para la permanencia de los controles. No obstante, la presión revaluacionista sobre el peso se afirmaba; entonces sobrevino, en enero de 1936, una segunda iniciativa: se eliminó el régimen de licitaciones de divisas en las que participaban los tenedores de permisos previos, estableciéndose un tipo fijo vendedor de m\$n 17 por

libra (m\$n 3,44 por dólar). A corto plazo éste devino, asimismo, insuficiente; hacia el cuarto trimestre de 1936 seguían las entradas de capitales, continuaban su sendero ascendente los términos de intercambio, y el Banco Central (fundado en 1935) observaba sus reservas internacionales ir de aumento en aumento. Es así que las autoridades del Banco se vieron compelidas a aconsejar al gobierno la apreciación de la moneda en el mercado oficial, de m\$n 17 a m\$n 16 por libra, para sostenerla en este nivel. Esta es la tercera decisión importante del gobierno, como reacción ante el ciclo internacional. La fase ascendente terminó a mediados de 1937, habiéndose incrementado las reservas de oro y divisas en más de US\$ 87 millones entre fines de 1933 y ese entonces, la brecha cambiaria promedio se había reducido a 6%, y el promedio simple de los índices de precios mayoristas y al consumidor había crecido 18% entre 1933 y 1937, como resultaba usual en las fases expansivas del ciclo, aunque el nivel general de precios era similar al del pico de 1926-1928 e inferior a los registrados entre 1917 y 1925.

TERCERA FASE: 1938-1940

En palabras de Prebisch, ésta es una fase que trajo continuamente hechos nuevos que obligaban a modificar de un día para otro disposiciones anteriores. La tendencia favorable que caracterizó la posición económica y financiera internacional de la Argentina desde 1934 a 1937 cambió drásticamente en 1938. El siguiente cuadro estadístico es la mejor síntesis del sentido de los acontecimientos dominantes:

	Términos de intercambio 1938-40 = 100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1934	118	100	- 29	6	2,2
1935	108	- 159	- 40	19	2,9
1936	95	- 15	23	20	4,3
1937	95	- 43	22	18	3,2

Corresponden las mismas aclaraciones que en los cuadros precedentes.
Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

A mediados de 1937 se inició una nueva contracción de la actividad económica en los EE.UU. que rápidamente se propagó por el mundo, afectando con particular intensidad los mercados de materias primas, como es acostumbrado en el ciclo internacional. Completando el desfavorable cuadro, en el segundo semestre de ese año empezaron a circular malas noticias sobre la evolución de las cosechas y, finalmente, tuvieron lugar sucesos políticos en Brasil que en la opinión internacional afectaban también a la Argentina. Es así que, ante la perspectiva de un aumento de la brecha cambiaria (devaluación del peso en el mercado libre) y la consecuente reducción de los rendimientos financieros locales, el flujo internacional de capitales experimentó una dramática reversión. En 1938 el poder de compra de las exportaciones argentinas disminuyó 18% con respecto al año previo, el volumen físico exportado se contrajo en un tercio, contribuyendo estos desarrollos a que el valor exportado disminuyera 39% de un año a otro. La cuenta corriente del balance de pagos osciló de un superávit de US\$ 100 millones en 1937 a un sensible déficit de US\$ 159 millones en 1938 –sólo inferior a los registrados a principios de la década de 1920 y en 1930–; el Banco Central orilló los US\$ 40 millones de pérdidas de reservas en el intento de moderar la depreciación de la moneda nacional, que de todos modos pasó de m\$n 3,3 por dólar en el mercado libre en 1937 a m\$n 3,9 en 1938 (llegaría a m\$n 4,4 en 1940).

¿Cómo influyó el violento giro de las condiciones internacionales sobre el control cambiario?

Volvió a pensarse en la implementación de medidas restrictivas sobre la importación. La situación era muy tensa, viéndose más agravada aún por un proceso de expansión del crédito interno orientado hacia el sector agrícola, que experimentaba dificultades para colocar las cosechas de trigo, primero, y maíz, después. Esta secuencia de hechos condujo al gobierno a pensar en restricciones similares a las que se habían aplicado en 1933. Las mismas pueden sintetizarse así:

a) se restringieron nuevamente los permisos de cambio, especialmente en relación con las importaciones de los EE.UU. y de otros países con los cuales se registraba déficit en el balance de pagos;

b) se suspendió totalmente el otorgamiento de permisos previos para una serie de artículos considerados superfluos;

c) se suprimieron las importaciones por el mercado libre y se las incorporó al oficial, con un tipo de cambio más alto que el vigente para las importaciones que ya circulaban por este último mercado, y quedando sujetas al otorgamiento del permiso previo. Esta es la medida más trascendente que se adoptó en la emergencia, con la cual se dio un paso atrás, retornándose a las restricciones cuantitativas de la primera fase del control cambiario;

d) a continuación se elevó el tipo oficial vendedor de m\$ⁿ 16 por libra esterlina a m\$ⁿ 17 (m\$ⁿ 3,87 por dólar), y se estableció en m\$ⁿ 20 por libra (m\$ⁿ 4,33 por dólar) el tipo oficial vendedor para las importaciones que antes giraban divisas por mercado libre. Aparece de esta manera un sistema de tipos múltiples más complejo, que se completa con un tipo oficial comprador de m\$ⁿ 15 por libra y un tipo libre para las transacciones financieras y las exportaciones no tradicionales que fluctuaba alrededor de m\$ⁿ 20 por libra.

El conjunto de medidas fue tomado desde fines de 1938 a comienzos de 1939. Pero en seguida el comienzo de la Segunda Guerra Mundial obligó a alterar estos planes.² El primer tropiezo importante fue el régimen de las libras bloqueadas. Históricamente la Argentina había tenido superávit en el intercambio comercial con Gran Bretaña y déficit con los EE.UU., situación que presionó en 1933 para que se favorecieran las importaciones de Gran Bretaña —y las de otros países que habían firmado acuerdos de pagos o de compensación con la Argentina— con una mayor proporción del cambio oficial, que siempre estuvo sobrevaluado respecto del libre. Este sistema implicaba inducir las importaciones argentinas al mercado inglés primordialmente, pues este país era el principal comprador de la Argentina y, por ende, su principal fuente de divisas comerciales; quedaba, sin embargo, un sobrante que nuestro país destinaba a servir la deuda pública en otras monedas extranjeras y pagar importaciones de otros países. En cambio, con el régimen de las libras bloqueadas ese excedente permanecía en Londres, sin poderse convertir ni usar fuera de Inglaterra. Hacia 1940 esa traba empezó a tornarse asfixiante. Por un lado, la Argentina continuaba exportando normalmente a Gran Bretaña y acumulando saldos de

2. La libra esterlina se devaluó respecto al dólar americano en agosto de 1939, lo cual indujo al gobierno argentino a revaluar el tipo oficial vendedor, que pasó de m\$ⁿ 17 por libra a m\$ⁿ 15. La estructura de tipos de cambio en relación con el dólar no se modificó.

libras bloqueadas; y, por otro, evolucionaban regularmente las ventas a los EE.UU. mientras se compraba mucho más a este país. Sobraban libras y faltaban dólares. Esta circunstancia forzó al gobierno a aplicar restricciones más drásticas sobre las importaciones de los EE.UU., a la vez que se disponía movilizar el oro heredado de la Caja de Conversión en 1935, girándose así m\$n 200 millones a aquel país a cambio de artículos esenciales. Sin buscarlo, la política comercial restrictiva que las circunstancias impusieron con respecto a los EE.UU., colocó a la Argentina en una situación ventajosa para negociar, en 1941, un convenio con aquel país, merced al cual se rebajarían los derechos de importación para el lino y las carnes conservadas. En este convenio los EE.UU. reconocieron por primera vez la situación que el régimen de las libras bloqueadas le había creado a la Argentina, acordándose un tratamiento preferencial para las mercaderías británicas. De modo que el comercio internacional fue desarrollándose en compartimientos cada vez más cerrados. Se habían celebrado, asimismo, convenios con Alemania, Holanda, Bélgica, Suiza y, por último, Brasil. Puede afirmarse entonces que, en esta época, el control cambiario, en particular a través de la política de permisos previos, adquiere una justificación distinta, estrechamente ligada al bilateralismo comercial que prevalecía en la economía internacional.

Si bien los términos de intercambio argentinos siguieron cayendo hasta 1940, el nivel de actividad económica se recuperó en 1939. Probablemente haya incidido en esto la intensificación de las compras de Gran Bretaña y Francia que se alistaban para la guerra. Perdió ímpetu la devaluación del peso en el mercado marginal y volvieron a afluir fondos financieros del resto del mundo. El Banco Central, hacia fines de 1939, volvía a acumular reservas internacionales. Entre 1937 y 1940, la cantidad de dinero se expandió en 5% y el nivel general de precios aumentó menos de 6% de punta a punta.

CUARTA FASE: 1941-1945

Esta es la última fase de la experiencia del control de cambios puesta en marcha a fines de 1931. El evento dominante es la conflagración mundial, que en lo económico redundó sobre la Argentina por tres vías: a pesar de un breve repunte de los términos de in-

tercambio en 1941, la nota característica de la fase es el relativamente bajo poder de compra de las exportaciones del país –alrededor de 90% del ya deprimido nivel de 1938-1940–; la agudización del problema del abastecimiento externo –que de alguna forma ya se refleja en la caída de los términos de intercambio recién aludida; y el aluvión de fondos financieros que buscan seguridad y ubicación en la economía argentina, con los trastornos monetarios que esto entraña.

Aunque en 1940 la situación no era tan acuciante como en la crisis de 1938, se sentía cierta zozobra cambiaria. Para paliarla, el gobierno había conseguido dos préstamos de los EE.UU. por un total de US\$ 130 millones, con el propósito de importar una cantidad de mercadería norteamericana que escaseaba mucho. Pero el Congreso argentino no dio la autorización necesaria para concretar la operación. No obstante, en el primer semestre de 1941 se percibieron síntomas claros de que la situación empezaba a cambiar. Obsérvese en el cuadro siguiente la evolución de la cuenta corriente del balance de pagos, y las trayectorias de las reservas internacionales y la brecha de cambios:

Términos de intercambio 1938-40 = 100		Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(millones de US\$ ctes.)		(%)	(% PBI)
1940	98	- 43	22	18	3,2
1941	107	56	92	13	3,9
1942	102	95	122	11	3,9
1943	105	332	311	7	5,2
1944	95	330	302	8	6,2
1945	85	370	343	10	6,9

Corresponden las mismas aclaraciones que en los cuadros precedentes.
Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

Lideradas por demandas de cueros y lanas de los EE.UU., las exportaciones tomaron un ritmo intenso en 1941, ascendiendo continuamente hasta la crisis de 1949. Las importaciones, en tanto, ca-

ieron sin parar hasta 1943, para repuntar levemente en 1944 y 1945; entre 1943 y 1945 el volumen físico importado era inferior a un tercio del registrado en 1937. La actividad económica interna experimentó grandes altibajos, expandiendo su nivel en 5% en 1941 y 11% en 1944, y contrayéndolo en 1% en 1943 y 3% en 1945; creciendo, de todos modos, a una tasa promedio cercana a 3% anual. Así es que aumentaron las necesidades de liquidez en términos reales, que junto con la expectativa de revaluación del peso en el mercado libre —el dólar evolucionó de m\$n 4,24 en 1941 a m\$n 4,02 en 1944—, y la seguridad relativa que ofrecían los activos financieros argentinos, determinó un formidable salto del coeficiente de monetización de la economía y, asimismo, de la tasa de crecimiento de la oferta nominal de dinero:

	Variación anual de M_1	M_1	Entradas de fondos
	(%)	(% PBI)	(US\$ millones ctes.)
1934-1937	6,6	23,8	43
1938-1940	1,8	22,8	8
1941	29,5	27,8	97
1942	15,4	28,0	60
1943	17,6	31,1	9
1944	24,5	33,6	- 13
1945	20,8	36,1	- 33

M_1 : circulante más depósitos a la vista.

Fuente: FIEL, basado en IEERAL, ob. cit., y las estadísticas del balance de pagos del apéndice.

Se ha creído ilustrativo incluir este cuadro con estadísticas monetarias básicas, porque el mismo ayudará a poner en perspectiva las consideraciones que llevaron en 1943 al Banco Central a sugerir la principal innovación de la fase que se analiza. Sin embargo, antes de abocarnos a este delicado tema, será útil sintetizar el conjunto de modificaciones que las autoridades económicas encontraron conveniente introducir en el régimen del control cambiario.

a) A mediados de 1941, en vista de la recuperación de las exportaciones y la intensificación de los ingresos de capital, se llegó a la conclusión de que podía liberarse del permiso previo a la mayoría

de las importaciones, ya que en esos meses, por sucesivas modificaciones del régimen de otorgamiento de los mismos, 80% de la importación se hacía sin ningún permiso. De la misma manera, se eliminaron las restricciones cuantitativas sobre la casi totalidad de las importaciones. Luego, se suprimió la Oficina de Control de Cambios que dependía del Ministerio de Hacienda, encargándose en adelante el Banco Central de aplicar las regulaciones cambiarias.

b) Asimismo, en 1941, con el fin de agilizar las importaciones de artículos considerados superfluos o no esenciales, pero que insuñían mucho esfuerzo de fiscalización, se aplicó un régimen de licitaciones por el cual se distribuyeron entre los mejores postores unos US\$ 25 millones, alrededor de 8% de las importaciones del año.

c) Posteriormente, en 1943, cuando la apreciación del peso en el mercado libre era marcada, se resolvió transferir las exportaciones no tradicionales, generalmente industriales, y aquellas con destino a países limítrofes, desde el mercado libre al mercado oficial. Se les fijó un tipo comprador muy cercano al tipo libre, de modo que la discriminación fuera leve. Se tomó esta medida con el objeto de evitar presiones adicionales de revaluación sobre la moneda nacional. En 1942, esta clase de exportación ascendía a 18% de la exportación total de mercancías, evidenciando un gran crecimiento desde 1933 cuando tenía muy poca importancia. Más tarde, a comienzos de 1944, las exportaciones no tradicionales dejarían de liquidarse al tipo oficial comprador preferencial para hacerlo al tipo básico, que exhibía una brecha de 26% en relación al tipo libre.³

Por último, el influjo de fondos externos había sido tan vigoroso

3. Adviértase el error fundamental de la medida, que nace de entender que el tipo de cambio de la moneda es determinado por los flujos de exportación e importación de mercancías y las entradas y salidas de fondos financieros. No es así. El valor internacional de la moneda depende de consideraciones de stock; es decir, de la demanda de liquidez real y la oferta presente y esperada de dinero nacional. En tal sentido, el traspaso de las exportaciones no tradicionales de un tipo de cambio oficial preferencial a un tipo oficial básico (más bajo), entraña un mejoramiento de las finanzas públicas –visualíceselo como un aumento del impuesto escondido en el régimen cambiario o como una forma de abaratar la formación de reservas internacionales por parte del banco central–, lo cual atenuará el crecimiento monetario esperado y reforzará la tendencia revaluacionista que prevalecía. En 1938, cuando se procuraba combatir tendencias devaluatorias del tipo libre, el gobierno –guiado por la misma concepción de flujos– incurrió en parecido error, al pasar las importaciones que iban por el mercado libre al mercado oficial. Estas importaciones empezaron

en los años 1941 y 1942, y la plétora monetaria que crearon resultó tan preocupante para las autoridades del Banco Central —véase el cuadro monetario anterior—, que el gobierno sintió la necesidad de hacer algo al respecto, puesto que se advertían presiones inflacionarias crecientes. Aunque, en realidad, el desasosiego estribaba principalmente en las consecuencias sobre la liquidez bancaria que podría tener una abrupta reversión del flujo de capitales, como ya había acontecido en repetidas oportunidades al cambiar las condiciones internacionales. Por ello, el gobierno decretó en los primeros meses de 1943 el establecimiento de un permiso para todos los movimientos de entrada o salida de fondos. Los bancos podían ingresar libremente al país todos los fondos que vinieran con el propósito de invertirse; éstos debían permanecer en los bancos durante un período de 90 días, mientras sus dueños decidían el tipo de inversión que juzgaran más conveniente, solicitando luego al Banco Central una autorización, quien la aprobaría o rechazaría. Durante ese lapso los fondos estarían sometidos a un encaje de 100%, para evitar la congestión de los efectivos mínimos que la entrada de los mismos estaba ocasionando. Si el Banco Central daba la autorización, los fondos podían ingresar a la plaza; en caso contrario, los interesados podían seguir manteniéndolos inmovilizados.

Este nuevo control quebrantó la absoluta libertad que hasta ese momento había regido en el mercado libre para los movimientos de capitales, con la excepción de los impedimentos que se derivaron del rígido sistema de control cambiario vigente entre 1931 y 1933, que sometía a un ordenamiento de prioridades los giros al exterior y desconocía la posibilidad del mercado paralelo, por aquel entonces aún muy primitivo. En 1943 preocupaba a las autoridades la entrada de fondos por la posibilidad de una súbita salida, que se presumía tendría lugar con la finalización de la guerra. Aunque la restricción así impuesta era moderada, servía como advertencia al mercado, en opinión de sus autores, sobre la existencia de un instrumento que dificultaría en alguna medida la salida de fondos flotantes, creando de esta manera el incentivo a permanecer en el sistema fi-

así a ser subsidiadas con un tipo oficial vendedor inferior al libre, deteriorando la posición financiera del Banco Central y exacerbando las expectativas de crecimiento monetario. Entonces, en lugar de "descomprimir" el mercado libre para forzar la brecha cambiaria a la baja, se acentuó en realidad el efecto contrario.

nanciero local períodos más prolongados.⁴ De todas formas, el control se aplicó apenas tres meses, puesto que los acontecimientos políticos que sobrevinieron en el país tornaron inoperante el sistema; en el segundo semestre del año se paralizaron las inversiones de capital y en lo que resta de la fase el flujo se revirtió. Probablemente, el nuevo control haya desanimado desde un principio los capitales con intenciones de ingresar en 1943, empero es dudoso que esa sea la causa de las salidas subsiguientes.

Cerrando el panorama económico de la fase 1941-1945, cabe consignar que el índice combinado de precios minoristas y mayoristas creció 49%, mientras el aumento de precios en el área del dólar era de 35%. La expansión del M_1 (circulante más depósitos a la vista) ascendió a 55%, y la de M_3 (que incorpora adicionalmente una variedad de depósitos de ahorro y a plazo) fue de 22%

2. EL PERIODO 1946-1958⁵

En el curso de los primeros 10 años de esta segunda experiencia de controles cambiarios no se registran innovaciones conceptuales de importancia en la administración del sistema. Puede afirmarse que hasta octubre de 1955 el régimen evolucionó dentro del molde instrumental heredado de la pasada experiencia. En la ocasión los rasgos más salientes fueron los ciclos de endurecimiento y relajamiento en el otorgamiento de permisos de cambio (para la importación), los altibajos de las brechas cambiarias generalmente muy elevadas, la reducida relación entre las reservas internacionales disponibles y las importaciones y las progresivas facilidades para el ingreso de capitales. En octubre de 1955 tuvo comienzo una gradual liberalización que desembocaría en la unificación cambiaria de 1959. Sus principales aspectos quedan resumidos en la fijación de sólo un tipo de cambio oficial y su sostenimiento hasta el fin de la etapa, la recreación de un mercado libre para los movimientos de fondos —cuya salida fue progresivamente liberada de impedimen-

4. Prebisch destaca que al poco tiempo ya se advertía el desarrollo de un mercado negro para sortear los controles sobre las entradas de fondos.

5. Esta sección tiene como referencia las obras de R. Alemann y P. Real, y las Memorias del BCRA correspondientes al período, que se citan en la bibliografía.

tos-, y para un número creciente de ramas de importación, una brecha virtualmente constante durante casi tres años, y la restauración de los aforos para las exportaciones.

Durante el periodo 1931-1945 el mantenimiento del control de cambios se debió, inicialmente, a la apreciable gravitación sobre el presupuesto público de los recursos que el mecanismo permitía recaudar, de manera explícita o implícita, y que se destinaban a financiar el encarecido servicio de la deuda externa pública, la construcción de silos, elevadores y puertos y el precio sostén para los cereales; luego, fue adquiriendo creciente importancia el bilateralismo comercial y cambiario que tuvo su apogeo en el curso de la Segunda Guerra Mundial, y que constituía un fenómeno internacional cuya alteración parecía estar más allá de las posibilidades de la Argentina. La sostenida aplicación de los controles debió haber ejercido, naturalmente, influencia sobre la asignación de recursos entre los distintos sectores de la economía. Ciertamente fueron favorecidas las exportaciones no tradicionales y la producción nacional de bienes de consumo "no esenciales"; aunque la lectura de la época no permite afirmar que el objetivo proteccionista fuera deliberado y central. Si bien el gobierno creyó de interés nacional promocionar las exportaciones no tradicionales permitiéndoles liquidar al tipo de cambio libre, resulta más convincente fundamentar la disposición en el escaso caudal de las mismas y en razones de eficacia administrativa. Respecto del subsidio encubierto a la producción nacional de bienes no indispensables que el control implicó, las crónicas de la política económica de ese entonces permiten colegir que fue un efecto residual del racionamiento de divisas, que tradicionalmente se ha guiado por un criterio de "esencialidad" según el cual las materias primas, los combustibles, los productos semimanufacturados intermedios (bienes "esenciales"), y el servicio de la deuda pública, figuraban primeros, sino excluyentemente, en las listas de prioridades. De rebote, entonces, el control encareció la importación de aquellas manufacturas, fomentándose así la producción nacional de las mismas.

¿Qué razones justificaron el mantenimiento de los controles en el presente periodo? Es arduo individualizar una motivación dominante. En un inicio y hasta la crisis de 1949, podría destacarse que la razón fiscal fue importante -más por inercia que por designio-, en vista de los ingentes recursos que las regulaciones cambiarias permitieron recaudar. A partir de 1949 el "margen de cambios" gravitó

mucho menos y las ganancias que hasta entonces se habían hecho de formar reservas internacionales pagando un tipo de cambio sobrevaluado, devinieron pérdidas, ya que el balance comercial acumulado entre 1949 y 1955 fue negativo. Parecida argumentación puede aplicarse al período 1956-1958, pues la nueva Administración estableció un tipo oficial único -anulando el "margen de cambios"- y el balance comercial acumulado continuó siendo negativo. Adicionalmente, la repatriación de la deuda pública externa realizada en los primeros años de la Administración justicialista redujo fuertemente las necesidades de divisas "por debajo del precio de mercado", lo cual refuerza la impresión de que la razón fiscal no fue trascendente en la permanencia del sistema. Por el contrario, una razón considerable, máxime en la inmediata posguerra, residió en la herencia de bilateralismo comercial y cambiario; sin embargo, con la progresiva normalización de las finanzas internacionales que sobrevino, la razón pierde poder explicativo. Quedan en pie dos razones, particularmente aplicables al período 1946-1955, aparte de la inercia o el recelo de los resultados que habría producido un mercado librado a su propia suerte: la contención de una tendencia de salida de capitales, y la promoción de ciertas industrias de bienes finales que vieron sensiblemente abaratados sus insumos y encarecidas las importaciones competitivas. En la discusión que sigue se intentará avalar tales presunciones.

PRIMERA FASE: 1946-1949

Del análisis de la evolución del control cambiario en etapas anteriores, surgía como regularidad característica un estrecho vínculo entre las condiciones internacionales y la particular organización del control. De ahora en adelante, aunque el ciclo de la economía mundial sigue gravitando, carece de la relevancia de antaño. La primera evidencia se advierte en esta fase. En 1948 el poder de compra de las exportaciones argentinas alcanzó la cumbre del siglo. Los términos de intercambio del período fueron 71% superiores a los registrados en los deprimidos años de 1931-1935, y excedieron en 19 y 26% los niveles observados en los otros dos picos sobresalientes de la centuria: 1913-1915 y 1973-1974. A pesar de ello, la brecha cambiaria creció vertiginosamente y se intensificó la salida de capitales, mientras se tornaba cada vez más severa la política de otorga-

miento de permisos de cambio. El siguiente cuadro pinta el tono de la época.

	Términos de intercambio 1938-40 =100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaría	Déficit fiscal ¹
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1941-45	99	237 ²	234 ³	10	4,5
1946	131	425	94	11	8,2
1947	132	261	- 558	28	11,6
1948	136	54	- 404	147	15,6
1949	121	- 138	- 247	265	11,7

1. Serie de déficit del sector público *consolidado* tomada de IIERAL, ob. cit.

2. media anual

3. promedio anual.

Fuente: FIEL, basado en las obras citadas.

Entre 1946 y 1948 la actividad económica creció intensamente, expandiéndose el PBI a una tasa de 8,5% anual acumulativo. Las exportaciones se doblaron holgadamente, pasando de US\$ 720 millones en 1945 a US\$ 1630 millones en 1948, tocándose un techo que recién pudo ser superado en 1973 en moneda constante. Mientras tanto, las importaciones que venían exhibiendo niveles realmente bajos —una media anual de US\$ 287 millones en 1941-1945 versus una media de US\$ 359 millones en 1915-1918, con práctica estabilidad del nivel general de precios mayoristas de los EE.UU.—, experimentaron un salto sin precedentes, yendo de US\$ 293 millones en 1945, a US\$ 508 en 1946, US\$ 1320 en 1947 y US\$ 1593 en 1948. Los pronunciados saldos positivos del balance comercial se desvanecieron rápidamente, y las reservas internacionales cayeron sin pausa y con parecida violencia. ¿Cómo se explica tan marcada reversión de tendencia del balance de pagos? En su clásico artículo sobre el comportamiento del balance de pagos, Balboa (1952) afirma que “a partir de 1946 el gobierno... inició en el orden interno una política económica francamente expansionista,... pudiendo decirse sin titubeos que la política monetaria... fue el eje de toda la acción económica nacional”. La virtual cuadruplicación del déficit fiscal es el telón

de fondo para la aseveración. Las siguientes estadísticas monetarias concretan la observación de Balboa:⁶

	Variación de M_1 (prom. anual)	M_1	Tasa de inflación (prom. anual)
	(%)	(% PBI)	(%)
1938-40	1,8	22,8	- 1,0
1941-45	21,6	31,3	8,5
1946	32,0	36,4	20,4
1947	21,5	36,2	9,7
1948	34,0	39,8	15,7
1949	23,4	39,1	27,2

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

La primera columna refleja la trayectoria de la oferta monetaria, la segunda el comportamiento de las necesidades de liquidez real de la economía (demanda de dinero), y la tercera exhibe la tasa de inflación resultante del desequilibrio entre las dos primeras variables. El fuerte aumento de las necesidades de liquidez promovido por la expansión del ingreso nacional y el cambio en la distribución del ingreso nacional (materializado a través del agudo mejoramiento del salario real —en 1949 el salario era casi 50% mayor que en 1941-1945— que redundó en una demanda incremental de circulante, principalmente), fue insuficiente para absorber el crecimiento de la oferta de dinero, distribuyéndose el ajuste del desequilibrio en pérdidas de reservas internacionales y aumentos del nivel general de precios. Entre fines de 1945 y fines de 1949, las reservas se redujeron US\$ 1100 millones, esto es 85% del stock de partida; cabe señalar que las nacionalizaciones de empresas de servicios públicos y la cancelación de la

6. Paralelamente al exceso de creación monetaria que estimuló la demanda agregada y las importaciones, la gran escasez de materias primas industriales, bienes de capital e intermedios y bienes de consumo durable que el país sufriera durante la guerra, seguramente determinó una prima que postergó consumo temporariamente. Con su gradual desaparición, la Argentina procedió a recuperar consumos hasta normalizarse. Si bien la cuantificación de este comportamiento de sustitución en el tiempo no cabe en el contexto del presente estudio, indudablemente merece consideración.

deuda pública externa insumieron entre 1946 y 1948 entre US\$ 904 millones y US\$ 956 millones, según se practique la conversión con el tipo de cambio libre o con un promedio de los tipos oficiales vendedores. La inflación, por su parte, experimentó una abrupta aceleración, pasando de una tasa anual de 8,5% en 1941-1945 a un promedio superior al 18% en los años subsiguientes.

¿Cómo se organizó el control cambiario?

1. Hasta fines de 1946 el sistema fue prácticamente el heredado. Para uniformar tratamientos en vista del creciente número de convenios de comercio firmados, el régimen de aforos para las exportaciones había sido abolido en 1945; la nueva Administración optó por no innovar, quedando las exportaciones obligadas a liquidar al tipo oficial comprador el 100% del valor FOB. Las exportaciones no tradicionales continuaron liquidando a un tipo preferencial más elevado. Permanecieron en vigencia las disposiciones de 1943 que regulaban los movimientos de capitales. Las importaciones continuaron ingresando por el mercado oficial, sin necesidad de permisos de cambio en su mayor parte. Desde 1943 hasta 1948 tuvo vigencia el siguiente esquema de tipos oficiales:

		m\$N por dólar
Comprador	básico	3,36
	preferencial	3,98
Vendedor	básico	4,23
	preferencial	3,73
Corporación para la Promoción del Intercambio:	A	4,55
	B	4,85
Licitaciones		4,94

Fuente: Techint, boletines varios.

El grueso del intercambio circulaba por el mercado oficial a los tipos básicos y preferenciales. Hasta fines de 1946 el tipo de cambio en el mercado libre osciló entre m\$N 4,07 y m\$N 4,11 por dólar.

2. Ante el repunte importador, en noviembre de 1946 el gobierno estableció un contralor *selectivo* de importaciones, conforme el cual era necesario disponer de permisos de cambio para ciertas importaciones; los mismos se administraban a través de un régimen de previo estudio. La medida se acompañó con el restablecimiento de cuotas de importación. En enero de 1947 tuvo lugar la disposición más importante del período: la restauración de los permisos previos de cambio con carácter general *para todas las importaciones*. No había mercado libre para la importación. En un principio, los permisos fueron otorgados liberalmente, con excepción de las importaciones sujetas a cuotas o previo estudio. No obstante, se suspendió transitoriamente el otorgamiento de permisos para ciertos productos de los que el mercado interno "estaba bien surtido", y cuya importación requería gran cantidad de divisas de libre disponibilidad. En agosto de 1947 se dio un paso adicional: se suspendió transitoriamente y con carácter general el otorgamiento de permisos de cambio para todo tipo de importaciones; las provenientes de países limítrofes y de países con convenio obtendrían el permiso directamente; pero las provenientes de un país distinto debían someterse al régimen de previo estudio, siempre y cuando figurasen en grupos de mercancías "esenciales" que se habían definido para la ocasión; y si no figuraban en los grupos, sólo obtendrían el permiso -régimen de previo estudio mediante- en caso de provenir de países limítrofes o con convenio. En síntesis, no se podía importar bienes "no esenciales" de países lejanos o sin convenio, gozando de relativa fluidez las importaciones de bienes "esenciales" provenientes de países vecinos o con convenio. El objetivo oficial era cuidar las divisas de libre disponibilidad. En tal sentido, se dieron facilidades para orientar las importaciones al área de convenios. Adicionalmente, se amplió la lista de exportaciones no regulares que gozaban de tratamiento cambiario preferencial. Por último, se introdujeron algunas modificaciones al régimen de control de fondos: se acordó libertad de *entrada* de fondos, cualquiera fuera el destino, asegurándose el retorno de principal y rentas conforme a escalas vinculadas a plazos de colocación y tipos de inversión; simultáneamente se reglamentó la salida de fondos, aplicándose a las rentas de los capitales invertidos iguales normas que a las nuevas inversiones (hasta un máximo de 12% p.a.). Las inversiones en el exterior de residentes serían posibles siempre y cuando lo permitiera la situación cambiaria y contarán con opinión favorable del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias. A fines de 1947 el dólar se cotizaba a m\$n 4,80 en el merca-

do libre, y el balance de pagos registraba salidas de capitales privados por US\$ 140 millones para el bienio.

3. Comenzó a manifestarse en 1948 una tendencia bajista en los precios de los cereales en los mercados internacionales. En septiembre se sujetó, con carácter general, el otorgamiento de permisos previos de cambio al régimen de previo estudio. Para estimular la exportación de ciertos productos industriales se fijó un nuevo tipo comprador especial de m\$*n* 5 por dólar. Se liberó el reintegro, en cualquier momento, del capital extranjero que hubiera ingresado al país en divisas libres a partir de 1948, así como la transferencia de sus rentas. Ya en 1949 desmejoraron los mercados externos y se enfrentó una abultada demanda potencial de divisas por permisos acordados con anterioridad y compromisos pendientes. La emisión de permisos previos de cambio se tornó *rigurosamente selectiva*, siendo necesario revalidar permisos viejos y reconsiderarse su autorización. La excepcional onda expansiva se había quebrado. Se perdió el crédito comercial de los bancos en el exterior. Y por si esto fuera poco, se insinuó una sequía que afectaría la campaña agrícola de 1949-1950.

4. En 1949 hubo contracción de la actividad económica y crisis del balance de pagos. Básicamente, el gobierno reaccionó rebajando la tasa de expansión anual de la oferta monetaria, de 34% en 1948 a 23% y produciendo una devaluación oculta del peso. El nuevo esquema de tipos oficiales fue el siguiente:

		m\$ <i>n</i> por dólar	
Comprador básico (carne, algunos cereales y semillas oleaginosas)		3,36	(no varió)
	preferencial	A	4,83
	(diversos productos agropecuarios y manufacturas)	B	5,73 (devaluación prom. de 33%)
Vendedor básico		6,09	(devaluación de 44%)
	preferencial	A	3,73
	(combustibles, materias primas esenciales y consumos populares)	B	5,37 (devaluación prom. de 22%)

Fuente: Techint, ob. cit.

Los restantes artículos de importación pagaban tipos oficiales que se determinaban conforme al grado de industrialización, volumen de la producción nacional y el carácter no esencial o suntuario de las necesidades que satisfacían. Se habilitó asimismo un mercado de licitaciones, que cotizaba a un tipo bastante superior a los citados, aunque todavía sobrevaluado. En las postrimerías de 1949, el tipo de cambio del dólar en el mercado libre era de m\$n 15,8.

Ganacias fiscales derivadas del control cambiario en 1946-1948

Fueron más significativas aún que las del período 1931-1945. Es ilustrativo pormenorizar su composición:

Margen de cambios: la tabla de tipos oficiales previamente expuesta señala que la diferencia entre el tipo vendedor básico y el comprador básico fue de m\$n 0,87 por dólar. Dado que los volúmenes importados entre 1946 y 1948 sumaron US\$ 4493 millones, puede estimarse la recaudación en m\$n 3909 millones, guarismo equivalente a US\$ 308 millones anuales; es decir, el margen de cambios habría generado un flujo de recursos en el orden de 3,7% del PBI. Claramente se trata de una sobrestimación, puesto que una fracción de las exportaciones era adquirida a un tipo superior al comprador básico, y una fracción de las importaciones era autorizada a tipos inferiores al vendedor básico.

Ahorro en la acumulación de reservas internacionales: sea para servir la deuda pública externa, para intervenir sistemática u ocasionalmente en el mercado cambiario, o cualquier otro fin, los bancos centrales procuran acumular y mantener un cierto nivel de divisas disponibles. Con ese objeto, en presencia de controles, adquieren divisas al precio de mercado en el mercado libre y, por supuesto, en el oficial a los tipos compradores básico y preferencial. La porción de las divisas acumulada por el mercado oficial corresponde al superávit del balance comercial, dado que las restantes divisas liquidadas por los exportadores fueron destinadas a satisfacer la demanda de la importación, que en su oportunidad generara el margen de cambios. Cuando el superávit deviene déficit, el banco central experimenta un quebranto pues se ve obligado a contratar préstamos externos o desacumular reservas cuyo costo de oportunidad viene dado por el mercado libre, para satisfacer un exceso de

importaciones a tipos vendedores sobrevaluados. El balance comercial fue positivo, aunque declinante, y las brechas, o los descuentos, crecientes, extrayéndose así una moderada renta cambiaria:

	Balance comercial	Descuento cambiario ¹	Ahorro
	(US\$ mill.)	(%)	(US\$ mill.)
1946	500	18	90
1947	268	30	80
1948	36	64	23

1. La definición apropiada para el descuento es: $[(\text{tipo libre} - \text{tipo oficial comp.}) + \text{tipo libre}] \times 100$

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

El promedio de ahorros anuales por este concepto ascendió a 0,8% del PBI.⁷ Estrictamente los ahorros habrían sido levemente menores, pues el balance de pagos registra salidas netas de capitales por US\$ 130 millones que, presumiblemente, fueron cursadas con tipos oficiales sobrevaluados.

SEGUNDA FASE: 1950-1955

Diríase que en 1950 se inició una era de comportamiento macroeconómico en zig-zag, que se extiende hasta hoy. Rápidamente el país salió de la contracción económica y la crisis de balance de pagos de 1949, pero quedó tambaleante, al menos hasta 1953. Como anticipáramos, el correctivo fundamental de la crisis consistió en devaluar la moneda y rebajar el ritmo de crecimiento moneta-

7. Actualmente, segundo semestre de 1988, el control cambiario le reditúa al gobierno ahorros por 0,6% del PBI en la formación de reservas, y ganancias por 1,0% del PBI en concepto de margen de cambios. Entre los recursos tributarios nacionales sólo el IVA supera claramente el flujo de ingresos, explícitos o implícitos, producidos por el control cambiario.

io. Mas la desaceleración monetaria fue insuficiente; la expansión anual de M_1 entre 1949 y 1951 se situó en el rango de 21 a 25%, que hizo imposible estabilizar el nivel general de precios y la brecha cambiaria, pues la economía crecía pobremente y el empujado proceso de monetización de la década de 1940 había concluido. Dos fenómenos sobresalientes caracterizaron la performance económica en la década de 1950: una pronunciada tendencia de desmonetización, que reconoce una pausa en 1953 y 1954; y el acentuado deterioro de los términos de intercambio que, salvo la transitoria reversión de 1953, fue a desembocar en deprimidos niveles hacia 1956-1958. El cuadro siguiente aclara la impresión que quiere transmitirse:

	Términos de intercambio 1938-40 = 100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal ¹
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1950	118	112	179	275	6,8
1951	112	- 337	- 269	400	5,2
1952	87	- 465	- 184	286	5,8
1953	100	324	354	235	10,0
1954	87	58	10	345	9,5
1955	87	- 242	- 211	100	8,3

1. Serie de déficit del sector público *consolidado* tomada de IIERAL, ob. cit.
Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

El relato de las principales innovaciones cambiarias puede ordenarse de esta manera:

1. En 1950 la distribución de los permisos previos de cambio siguió reflejando un decidido criterio selectivo, prorrateándose los permisos disponibles para la importación de artículos esenciales en función de los consumos registrados y las *importaciones anteriores*. Muchas firmas sin antecedentes inmediatos fueron descolocadas por el método. Otras dos disposiciones importantes fueron la concesión de permisos por el *sistema de pago diferido* (maquinarias, plantas y equipos) y la *importación sin uso de divisas* (mercaderías esenciales, máquinas y equipos industriales), que debía financiarse

con fondos en el exterior de nacionales o extranjeros. En algunos casos, el sistema de pago diferido requería que la postergación del pago fuera no menor a los 5 años (maquinarias y equipos) o 3 años (materias primas). Ambas eran formas de incentivar el endeudamiento privado con el exterior, para aliviar la tensión en ascenso de la cuenta corriente del balance de pagos. Se suprimió el régimen de licitaciones renacido en 1949, y se devaluó nuevamente el peso. Este fue el esquema cambiario para 1950, 1951 y comienzos de 1952:

		(m\$ñ por dólar)
Comprador	básico	5,00 (devaluación de 49%)
	preferencial	7,50 (devaluación promedio de 42%)
Vendedor	básico	7,50 (devaluación de 23%)
	preferencial	5,00 (devaluación promedio de 10%)

Fuente: Techint, ob. cit.

El esquema cambiario oficial quedó obsoleto en breve con la explosión inflacionaria de 1951: el nivel general de precios aumentó 41%, magnitud sin precedentes hasta ese momento en la historia argentina con registro. En simpatía con la inflación, el dólar tocó en el mercado libre los m\$ñ 27,0.

2. Empezó 1952 en medio de una severa sequía y renovada flojeidad de los mercados internacionales de cereales, que provocaron estragos en las exportaciones. A las importaciones se les aplicó un criterio rigurosamente selectivo, de estricta "esencialidad económica". Ya en enero fueron suprimidos los permisos de cambio de despacho automático. Las exportaciones se contrajeron más de 40% con respecto a 1951, con la caída más intensa en granos y subproductos; las importaciones se redujeron tenuemente, en conformidad

con la regularidad empírica que señalan las estadísticas argentinas. Después de la débil expansión de 1950 y 1951, la actividad económica retrocedió en 5,1%. Con la intención de anticiparse a los eventos, en febrero el gobierno anunció un plan económico de estabilización que redujo la expansión monetaria a 14% para el año, mientras se hacía más selectiva la política crediticia y se modificaba una vez más el esquema cambiario, eliminándose los tipos preferenciales de compra y venta, lo cual posibilitó aumentar el impuesto cambiario medio sobre las exportaciones y disminuir el subsidio cambiario medio para las importaciones. La inflación en 1952 alcanzó 35%, y empezó a declinar. Entretanto el peso se revaluaba en el mercado libre, tocando a fines de año 23,15 por dólar.

3. 1953 fue un buen año económico. Con una tasa de inflación anual de 10% se advertían los efectos del plan. Los términos de intercambio se recuperaron 15%, y las exportaciones, en volumen, saltaron de 3 millones de toneladas a 7,2 millones, y en valor de menos de US\$ 700 millones a más de 1100 millones. Las importaciones, ahora sí, cayeron apreciablemente a US\$ 800 millones. Persistió la política selectiva de importaciones, aunque en el segundo semestre aumentó el otorgamiento de permisos previos de cambio. Tuvo lugar una marcada recuperación de las cuentas externas y de la posición de reservas internacionales. Sorpresivamente, a pesar del clima de expansión, el déficit fiscal se duplicó y el crecimiento monetario retornó al ritmo de 1950. El valor internacional del peso, sin embargo, continuó subiendo; el dólar en el mercado libre cerró ese año a m\$n 20,1.

4. En 1954 y 1955 el desequilibrio fiscal declinó levemente, promediando 9% del PBI, y la expansión de la oferta de dinero observó los niveles más bajos desde 1945: alrededor de 18% anual, según M_1 (circulante más depósitos a la vista). Sumado esto a la remonetización de la economía, la tasa de inflación cayó a 2% en 1954. La producción industrial se recuperó y arrastró a las importaciones, que aumentaron notablemente. Paralelamente, los términos de intercambio volvían a caer a los niveles de 1952 para estancarse allí durante el bienio. Las pérdidas de reservas internacionales fueron en continuo ascenso y la tasa de inflación excedió 10% en 1955. En este marco la política cambiaria oficial consistía, en lo esencial, en extremar el racionamiento de divisas, según el criterio de "esenciali-

dad económica". El dólar en el mercado libre se acercaba a los m\$n 36,0 y la brecha cambiaria era desmesuradamente elevada.

Ganancias fiscales derivadas del control cambiario en 1949-1955

Una estimación de máxima del flujo anual de recursos recaudado por el gobierno a través del control cambiario en el período, no excede 0,5% del PBI. Razón por la cual se descarta la motivación fiscal en el mantenimiento de los controles en esta etapa. El detalle de la estimación, con las mismas advertencias hechas más arriba, es como sigue:

Margen de cambios: En 1949 se importó por US\$ 1073 millones con una diferencia de m\$n 2,73 entre los tipos oficiales básicos para la venta y la compra; y entre 1950 y 1955 se importó por US\$ 6652 millones con una diferencia permanente de m\$n 2,50. Esto hace a una recaudación global de US\$ 879 millones, ó 0,9% del PBI.

Ahorro en la acumulación de reservas internacionales:

	Balance comercial	Descuento cambiario	Ahorro
	(US\$ mill.)	(%)	(US\$ mill.)
1949	- 139	61	- 85
1950	122	70	85
1951	- 311	72	- 224
1952	- 496	68	- 337
1953	330	75	248
1954	48	81	39
1955	- 244	50	- 122

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

La trayectoria del balance comercial patentiza el comportamiento en zig-zag que aludiéramos. Hasta 1948 los fuertes servicios de la deuda pública externa y las remesas de la inversión extranjera creaban una tendencia hacia tipos reales de cambio elevados y saldos comerciales sostenidamente positivos; este sesgo estructural de la

economía argentina naturalmente desapareció con las masivas nacionalizaciones de 1946-1948, para renacer a principios de la década del 60 y fortificarse en la del 80. El balance de mercancías acumulado para el período que se analiza fue deficitario por US\$ 163 millones; en consecuencia, los ahorros anuales por este concepto devinieron desahorros por 0,4 del PBI.⁸

TERCERA FASE: 1955-1958

En septiembre de 1955 la Argentina tuvo un nuevo gobierno. Los efectos del plan de estabilización de 1952 se habían evaporado, proyectándose la inflación en 20% anual. Los compromisos de importación con pago diferido y las deudas contraídas en las cuentas de los numerosos convenios comerciales que se fueron firmando en los años anteriores, arrojaban una deuda superior a los US\$ 200 millones exigibles en 1956. Asimismo, se acumulaba una cantidad de permisos de cambio impagos, que hacía inminente la interrupción de los abastecimientos desde Europa. Con excepción de las importaciones de países limítrofes y las de combustibles líquidos y lubricantes que gozaban de acuerdo automático de permisos de cambio, el sistema de cupos que en principio debía distribuir divisas periódicamente, había ido tornándose irregular con el empeoramiento de la situación cambiaria. La fluidez de los abastecimientos se había resentido, la discrecionalidad inherente a todo régimen de control y racionamiento se había exacerbado, y en muchos casos el juego de la libre competencia había quedado abolido.

Al cabo de un mes de elaboración, el gobierno lanzó un plan económico que, entre otros fines, se proponía la liberalización gradual del sistema cambiario. Las principales medidas al respecto se sintetizan así:

a) Único tipo de cambio oficial y reajuste de la paridad a m\$n 18 por dólar; esto es una devaluación de 188% respecto del promedio de los tipos oficiales vigentes hasta entonces para la exportación y la importación.

8. El balance de pagos registra para esta fase entradas netas de capitales por US\$ 288 millones, que se habrían liquidado con tipos oficiales sobrevaluados. Si esto fuera tenido en cuenta, la pérdida sería un poco menor.

b) Recreación de un mercado de cambios libre, al que se fueron transfiriendo en cantidad creciente importaciones cuya tramitación por el mercado oficial resultaba engorrosa, así como algunas exportaciones.

c) Libre movilidad internacional para todos los fondos y las transferencias financieras que ingresaran al país después de octubre 27 de 1955. Las mismas se concretarían por el mercado libre.

d) Impuestos extraordinarios sobre las mercaderías cuyo despacho a plaza se efectuase utilizando permisos de cambio otorgados a los tipos de cambio vigentes hasta el 27 de octubre. El propósito era absorber las ganancias cambiarias originadas por la devaluación oficial. También se dispusieron recargos sobre las importaciones realizadas por el mercado libre.

e) Reimplantación del régimen de aforos para las exportaciones. En noviembre el mercado libre abrió cotizando el dólar a m\$n 31, para alcanzar a fin de año m\$n 36. La liberalización de los procedimientos de adjudicación de divisas oficiales y la posibilidad de importar por un mercado de cambio libre, provocaron la desaparición de cuasimonopolios fundados en prerrogativas del anterior sistema de distribución de permisos y de práctica prohibición del mercado libre, con el efecto de una reducción de los precios internos de una variedad de artículos importables, a pesar de la sustancial devaluación del peso en el mercado oficial. Hasta abril de 1958 ésta fue la organización del mercado cambiario en lo básico. En ese lapso la brecha fluctuó, por lo general, entre 100 y 110%. Las innovaciones fueron de grado, circunscribiéndose a pasar, año tras año, importaciones y exportaciones adicionales del mercado oficial al libre, incluir nuevos artículos dentro del régimen de acuerdo automático de permisos de cambio en algunos casos con control previo de precios y en otros con fijación de aforos, y liberalizar los flujos de capitales: por ejemplo, la disposición sobre libre utilización de hasta 5% de los capitales extranjeros invertidos a partir de agosto de 1950, con sus rentas devengadas.

Un aspecto fundamental de la política comercial y cambiaria fue la incorporación de la Argentina al Fondo Monetario Internacional, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento luego conocido como Banco Mundial y otros organismos internacionales de colabo-

ración monetaria y financiera. El propósito era quebrar la virtual autarquía financiera en la que el país se había desenvuelto en los últimos años. Asimismo, a mediados de 1956 se dio un importante paso en la restauración del sistema de pagos multilaterales, y se consolidaron las deudas comerciales incurridas con Europa Occidental a través de diversos regímenes bilaterales. Ambos objetivos se concretaron con la firma del Acuerdo Provisional de París. En adelante, todos los pagos y cobros de carácter comercial y financiero entre la Argentina y 11 países europeos (Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Italia, Noruega, Países Bajos, Alemania Federal, Reino Unido, Suecia y Suiza) y sus respectivas áreas monetarias, se realizarían en cualesquiera de sus monedas, las que serían libremente transferibles entre sí. En la consolidación de deudas quedaron comprendidos los montos adeudados a gobiernos, bancos centrales y firmas privadas por compromisos de pago diferido; se fijó una escala progresiva de anualidades en atención a las posibilidades de la balanza de pagos, y un criterio análogo se aplicó en cuanto a la tasa de interés, en forma que resultara un promedio de 3,5% anual. Posteriormente, el acuerdo provisional sería remplazado por los convenios definitivos.

El siguiente cuadro ofrece un pantallazo de la evolución de la economía:

	Términos de intercambio 1938-40 =100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria*	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1956	78	-131	61	103	5,2
1957	75	-303	-176	107	6,3
1958	76	-259	-222	292	9,3

* Fin de período.

Corresponden las mismas aclaraciones que para los cuadros precedentes.
Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

Aunque las áreas sembradas se expandieron desde 1956, los términos de intercambio continuaron cayendo, determinando el estancamiento del valor de las exportaciones dentro del rango de US\$ 950-1000 millones durante el período. Las importaciones, a pesar

del aumento del tipo real de cambio, acompañaron el crecimiento de la actividad económica y se ubicaron en el rango de US\$ 1100-1300 millones. Consecuentemente, el balance comercial fue continuamente deficitario, lo mismo que la cuenta corriente, y las reservas del Banco Central cayeron en forma sostenida. En 1956 se agudizó el proceso de desmonetización de la economía. Las tenencias de saldos liquidados por parte del público decrecieron de 35% del PBI logrado tras el plan de estabilización de 1952, a 28% en 1958. Se observa este comportamiento a pesar de la reducción del déficit fiscal y de la tasa de aumento de M_1 , que pasó de un promedio anual de 18% en 1954-1955 a uno de 13% en 1956-1957. A fines de 1957 se detectó un repunte de las importaciones por el mercado libre, y en abril de 1958 —ya con una nueva Administración política y económica— el dólar en el mercado paralelo inició una pronunciada suba. El gobierno otorgó un sustancial aumento de sueldos y salarios para los empleados públicos financiado con emisión monetaria. El sector privado también otorgó aumentos salariales, y como tradicionalmente ocurre con los aumentos de carácter general y uniforme, el evento terminó expandiendo aún más el crédito interno. El déficit fiscal superó los 9 puntos porcentuales del PBI, y el crecimiento de la oferta de dinero fue del 46% en el año, magnitud que constituía un nuevo récord. La tasa de inflación se proyectaba por encima del 30% anual. En mayo el gobierno suspendió transitoriamente el acuerdo y la renovación de permisos de cambio, excepto para las importaciones provenientes de países limítrofes. Al poco tiempo se relajó la medida para los combustibles y lubricantes, las materias primas de urgente abastecimiento, y la maquinaria destinada a las industrias petrolera, del carbón, la energía, la siderurgia y el transporte. La situación se normalizó en agosto, estableciéndose dos listas: A) importaciones de urgente abastecimiento, a las que se les reconocería 50% del valor CIF al tipo oficial y 50% al tipo libre; B) y restantes importaciones, donde 100% del valor CIF iría por el mercado libre, debiendo constituir un depósito previo en moneda nacional. En general era necesario contar con certificados de necesidad de importación emitidos por organismo estatal competente.

Ganancias fiscales derivadas del control de cambios en 1956-1958

Margen de cambios: la unificación de los tipos oficiales vigentes hasta septiembre de 1955 eliminó esta fuente de ingresos.

Ahorros en la acumulación de reservas internacionales:

	Balance comercial	Descuento cambiario*	Ahorro
	(US\$ mill.)	(%)	(US\$ mill.)
1956	- 184	51	- 94
1957	- 336	52	- 175
1958	- 239	74	- 178

* Fin de período.

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

El mantenimiento de los controles implicó una pérdida anual de recursos para el Fisco de alrededor de 0,7% del PBI.

3. EL PERIODO 1959-1971⁹

Con las salvedades del control de cambios practicado durante el intervalo 1964-1967, y ciertos impedimentos a la libre transferencia de fondos al exterior dispuestos en el último trimestre de 1970 y mantenidos hasta el restablecimiento del mercado doble en septiembre de 1971, el presente periodo se caracteriza por la vigencia de un mercado único de cambios y plena movilidad internacional de capitales. Interesa su estudio, sin embargo, ya que se dan dos periodos 1959-1962 y 1967 en adelante, en donde rigió la plena libertad cambiaria. Es importante, por lo tanto, identificar tanto las grandes razones que vuelcan a los gobiernos a regular el mercado de cambios, como las que posibilitan sostenerlo transparente y libre de trabas. En líneas generales, el periodo se caracterizó por: a) un nivel de términos de intercambio parecido, en promedio, al observado en el periodo 1931-1945,¹⁰ y sensiblemente inferior al correspondiente al

9. Esta sección se basa en las obras de R. Alemann; Fasano Filho; García Vázquez; López Murphy, Avila y Zorgno que se citan en la bibliografía, y las Memorias del BCRA correspondientes al periodo.

10. Es menester consignar que las comparaciones en este terreno no llevan a buen puerto cuando se cotejan periodos muy distantes. Esta es una verdad general, que la naturaleza del comercio exterior argentino vuelve par-

período 1946-1958, aunque en la presente etapa el comportamiento de la variable fue bastante más estable que en las anteriores; b) la adopción en el mundo del sistema multilateral de comercio y cambios, al que la Argentina adhirió sin vacilación; c) una marcada reducción del déficit fiscal consolidado, cuyo promedio cayó a sólo un tercio del promedio del período 1946-1958 e inclusive fue marginalmente inferior al verificado en el período 1931-1945, observando los desequilibrios de cada ejercicio, además, escaso desvío respecto de la media; d) una inestabilidad política pocas veces vista, que se tradujo en la sucesión de cinco presidentes de la República y quince ministros de Economía, a pesar de lo cual no se registraron giros espectaculares de política económica como los que predominarían en décadas venideras. Se creó de esta manera un clima económico de estabilidad —comparativamente desde luego—, que propició la inversión y un ritmo de crecimiento intenso que no había tenido lugar en el país desde 1929, para un período tan largo.

Para facilitar el comentario, se dividirá el período en tres fases. La primera fase, 1959-1963, de mercado único y libre transferencia de fondos, en la que se siguió durante los tres primeros años una política de flotación administrada y el valor internacional de la moneda exhibió una notable estabilidad, derivándose en los dos últimos años hacia algo muy cercano a la flotación pura. La segunda fase, 1964-1966, en la que si bien se intentó preservar el esquema de mercado único, los límites impuestos a la liquidación de las divisas provenientes de la exportación, el requerimiento de autorización oficial para ciertas importaciones y variadas trabas sobre el movimiento de fondos, fomentaron el renacimiento del mercado paralelo con brechas variables en torno de 20%. La tercera fase, 1967-1971, que se inició con la reforma cambiaria del ministro Krieger Vasena que reprodujo los aspectos fundamentales de la política de unificación de cambios e integración financiera de la primera fase, pero en un contexto de fijación del tipo de cambio; en el transcurso de la fase el valor del peso se mantuvo en el nivel de partida alrededor de tres años, siendo luego devaluado en un ambiente de aceleración inflacionaria y desequilibrio creciente de las

ticularmente relevante. Transcurridos quince o veinte años, por ejemplo, un dólar generado por la exportación de cereales seguramente comprará una unidad de capital apreciablemente más productiva; fenómenos como el aludido sugieren precaución en la confrontación de términos de intercambio.

cuentas públicas, que al poco tiempo remató en el restablecimiento del control de cambios justo en la puerta de un lustro durante el cual las exportaciones argentinas gozarían de un elevado poder de compra.

PRIMERA FASE: 1959-1963

En el marco de un plan de estabilización y desarrollo, el 30 de diciembre de 1958 se derogó el régimen de cupos y permisos de importación, de liquidación obligatoria de las divisas provenientes de la exportación y de tratamiento cambiario diferencial de los productos de exportación e importación, y se removieron los obstáculos remanentes sobre los movimientos de capitales, liquidándose así el control financiero inaugurado en 1943. En el plano estrictamente cambiario, esta liberalización global define el nuevo régimen. Se optó por una política de flotación del valor internacional del peso en vista de una cantidad de razones concurrentes: exiguas reservas de oro y divisas, previsible reacomodamiento de precios relativos, y perspectivas de moderada aunque continua expansión monetaria a raíz del déficit fiscal. Simultáneamente, se dispuso una batería de medidas impositivas que afectaban el comercio exterior y cuyo objeto era equilibrar el presupuesto nacional, junto con la recuperación de tarifas públicas y la supresión de subsidios que paralelamente se llevaban a cabo. Las más importantes medidas sobre el intercambio comercial fueron:

- recargos transitorios a las importaciones, basados en el grado de esencialidad de los productos. Se definieron taxativamente tres listas de artículos y una cuarta por exclusión. La lista N° 1, que incluía combustibles, lubricantes, papel para diarios, algunos minerales, etc., no pagaba recargo; la lista N° 2, con diversas materias primas para la industria siderúrgica, ciertos productos químicos y farmacéuticos, etc., abonaba 20% de recargo sobre el valor CIF de importación; la lista N° 3, con hierro y aceros, maquinarias diversas, motores industriales y materiales eléctricos, abonaba 40% de recargo sobre el valor CIF; los artículos no comprendidos en las listas pagaban un recargo de 300% sobre el valor CIF;

- se mantuvo el régimen de depósitos previos de importación, aunque se excluyeron del mismo todos los productos de las listas 1 y 2 y 20% de los incluidos en la 3. Respecto de los restantes rubros

de esta lista, se dispusieron depósitos previos que variaban entre 50% y 300% del valor CIF. Para las importaciones excluidas de las listas se previó que aquellos ascenderían a 500% del valor CIF más los recargos arriba indicados;

- retenciones sobre diversos productos de exportación. Los derechos fueron de 10% del valor FOB para las exportaciones de carnes vacunas y ovinas enfriadas, congeladas, oreadas y conservadas, lanas, ganado vacuno y ovino, y cueros específicos, y de 20% para las exportaciones de cereales y semillas oleaginosas, sus productos y subproductos derivados, cueros y cerdas, quesos, algunos tipos de carnes y combustibles. Dado que la unificación de cambios habría de generar beneficios adicionales para determinados sectores, se creó un impuesto transitorio de 15% que afectó a determinados cereales (trigo, cebada, centeno, avena sin despuntar, alpiste, mijo, sorgo y cebadilla) y ciertas semillas oleaginosas (lino, girasol y mani).

- como siempre, se prescribieron excepciones a la norma. Del régimen de recargos se eximieron parcial o totalmente las mercaderías provenientes de países limítrofes, las que estaban destinadas a planes de fabricación autorizados al 30 de diciembre de 1958 y las destinadas a las explotaciones petrolíferas, carboníferas y energéticas, ferrocarriles y siderurgia. A fines de 1959 se redujeron los recargos a un máximo de 150% y los depósitos previos fueron abolidos.

La imposición del comercio exterior tradicionalmente ha constituido en la Argentina una fuente de recaudación fiscal considerable. No obstante, con la reforma cambiaria de 1955 y la desaparición de las posibilidades de recaudación parafiscal que el régimen abolido ofrecía, cobraron fuerza adicional formas de imposición como las detalladas. Entre 1946 y 1955 las mismas generaron 7% en promedio, de los ingresos del gobierno nacional. En 1956 la proporción saltó a 40%, para luego declinar continuamente hasta 16% en 1958. Las medidas dispuestas en ocasión del plan de estabilización y desarrollo permitieron elevar tal participación a 31% en 1959 y sostener un promedio de 30% hasta 1962. Adviértase, entonces, la necesidad de acompañar una eventual desregulación del mercado de cambios con una reforma tributaria capaz de producir un flujo de ingresos equivalente. Mientras tanto, los depósitos previos tenían por misión esterilizar la liquidez que se creaba para financiar el desborde presupuestario, que recién podría contenerse en el segundo

semestre de 1959. El siguiente cuadro ayudará a reconstruir la coyuntura económica:

	Términos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1958	76	- 259	222	292	9,3
1959	85	11	251	0	2,7
1960	90	- 204	308	0	2,7
1961	89	- 585	- 194	0	3,6
1962	82	- 273	- 340	0	3,6
1963	88	234	147	0	4,1

Corresponden las mismas aclaraciones que para los cuadros precedentes.
Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

Durante los primeros meses de 1959 prevaleció la incertidumbre. La actividad económica que había tocado un pico en el tercer trimestre del año anterior, declinaba. Se aceleraba la expansión monetaria, no sólo en virtud del déficit fiscal sino también del cumplimiento de seguros de cambio y otras obligaciones engendradas por el anterior sistema cambiario, que ascendían a US\$ 150 millones (US\$ 500 millones en moneda actual). En enero el dólar empezó cotizando \$ 66, adquiriendo la devaluación del peso un ritmo agudo en meses subsiguientes, mientras se registraban salidas de capitales de corto plazo, recrudecía la inflación y la economía se desmonetizaba violentamente. El Banco Central intentaba morigerar las fluctuaciones cambiarias y perdía reservas. En junio el tipo de cambio llegó a \$ 90 por dólar, pero tras la finalización de las huelgas bancarias del segundo trimestre, empezó a caer. La nueva política económica consolidaba su credibilidad. En la segunda mitad del año, la marcha de la economía cambió de signo. La tasa de inflación comenzó a ceder, el tipo de cambio se redujo de \$ 85 por dólar en julio a \$ 82 en octubre —oscilando alrededor de este valor hasta principios de 1962—, el movimiento de capitales se invirtió y el Banco Central se transformó en comprador neto de divisas. En el cuarto trimestre el nivel de actividad económica se recuperaba. En 1960 las relaciones laborales mejoraron, disminuyendo las jornadas de

paros y huelgas a un quinto de las registradas en 1959. Alrededor del segundo trimestre de 1960 se afianzó la recuperación económica, que se extendió hasta mediados de 1962.

Al cabo de 1959 el déficit fiscal exhibía una dramática reducción; con sólo 2,7 puntos porcentuales del PBI era el desequilibrio más bajo de los últimos 16 años. No obstante, la dura prueba de credibilidad a que fuera sometido el plan de estabilidad y desarrollo dejó como saldo una contracción del ingreso nacional de 6,4%, más severa aún que la de 1952. Asimismo, la Argentina experimentó aquel año una inédita explosión inflacionaria: 118% (según el deflactor del PBI), causada por las tasas de crecimiento monetario inusualmente altas de 1958 y 1959 y la violenta caída de la demanda de dinero por parte del público.

Los años 1960 y 1961 marcaron el tono de la época. Tuvo lugar un boom inversor, particularmente en maquinarias y equipos industriales, las importaciones se intensificaron y la cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló fuertes déficit, que fueron cubiertos, en lo fundamental, con el excepcional ingreso de capitales privados que el nuevo rumbo económico del país atraía, y marginalmente con reservas internacionales, en parte acumuladas en 1959 y en parte provenientes de un crédito stand-by por US\$ 100 millones acordado con el FMI. La actividad económica creció 7,8% en 1960 y 7,1% en 1961. La emisión de dinero fue cayendo de 44% de 1959 a 15% en 1961, y la tasa de inflación tocó un piso de 12,5% este año. A lo largo del lapso la cotización del dólar fluctuó entre m\$n 82 y m\$n 83.

El tercer trimestre de 1961 fue el punto de inflexión de la onda expansiva. Comenzó a manifestarse una tendencia devaluacionista del peso, que el Banco Central contenía desacumulando reservas, y se acentuaron las fluctuaciones de la prima cambiaria de futuro. El ritmo de la actividad industrial se aljó. A fines de año se produjeron aumentos masivos de salarios y el déficit presupuestario subió a 3,6% del PBI. En 1962 fue empeorándose la situación general y la tensión cambiaria en particular, en medio de un clima de inestabilidad política. Entre enero y marzo el dólar se cotizó establemente alrededor de \$ 82,9, aunque la administración de la flotación le costó al Banco Central US\$ 161 millones, mientras las primas de futuro aumentaban considerablemente, de 12-13% a más de 30% por año en contratos de 30 días. A principios de abril el Banco Central se retiró del mercado de cambios, devaluándose el peso agudamente:

mayo, m\$n 115 por dólar (depreciación de 38%); diciembre m\$n 154 (depreciación de 86%). Como ocurriera en repetidas instancias, el mercado de futuros subestimó ampliamente la desvalorización de la moneda. Producida la primera devaluación, la desconfianza general sobre la evolución político-institucional de los meses siguientes, y el temor de que en algún momento pudieran adoptarse medidas que trabaran el libre movimiento de capitales, provocó que gran parte de los préstamos de corto plazo en moneda extranjera acordados al sector privado se cancelaran al vencimiento, sin otorgarse las renovaciones habituales. Entretanto, el intenso ritmo de las inversiones privadas se mantenía en cumplimiento de planes trazados con anterioridad. Ya en mayo la situación se fue invirtiendo. El déficit fiscal permaneció en el nuevo y comparativamente alto nivel de fines de 1961, la inflación se acercó a una tasa anual de 30%, las reservas internacionales cayeron en forma importante, aunque repuntó el tipo de cambio real y el saldo negativo de la cuenta corriente empezó a corregirse. El tipo de cambio cerró a m\$n 132,5 por dólar con tendencia a estabilizarse.

La flotación no administrada se prolongó durante 1963. En el curso del primer trimestre el dólar cotizó alrededor de m\$n 135 y entre abril y julio m\$n 137, suspendiéndose las operaciones cambiarias por un par de jornadas en dos ocasiones. Entre septiembre y noviembre, el tipo de cambio osciló marcadamente en razón de variables expectativas respecto de las posibles políticas monetaria y cambiaria de la nueva Administración radical. En octubre (cambio de Gobierno) el dólar trepó a un máximo de m\$n 148 —como promedio del mes—, en noviembre decayó a m\$n 144, y ya en diciembre fue a descansar a m\$n 135,6. El déficit fiscal fue todavía superior al del ejercicio previo: 4,1% del PBI, sin embargo el Banco Central ganó reservas y, por vez primera en prácticamente una década, la cuenta corriente fue sólidamente positiva. A esto contribuyó tanto la recesión como la necesidad de financiar muy fuertes salidas de capital de corto plazo. En flotación pura, por definición de cuentas nacionales, cuando los capitales salen, el saldo comercial se vuelve positivo en medida equivalente.

Durante la fase que se comenta, la Argentina limitó al máximo sus relaciones de comercio y pagos sobre bases bilaterales. A fines de 1963 habían sido liquidados los convenios con España, URSS, Brasil, Chile y Perú, subsistiendo el firmado con Uruguay.

SEGUNDA FASE: 1964-1966

La etapa de la Administración radical se vio favorecida por los mejores términos de intercambio del período, abundantes cosechas y una enérgica reactivación económica, que alcanzó tasas de expansión anual del PBI entre 9 y 10% en 1964 y 1965, que declinarían a un virtual estancamiento en 1966 al reinstalarse la atmósfera de incertidumbre política. En parte como arrastre de la recesión que culminara a fines de 1963, el déficit fiscal se empujó a 5% del PBI en 1964, disminuyendo continuamente en adelante hasta cerrar en un nivel de 2,7% del PBI en 1966 (semejante a los bajos niveles de los años de afianzamiento de la política económica desarrollista). Empero, la fase exhibe los desequilibrios presupuestarios más elevados del período —en promedio anual—, y las mayores tasas de crecimiento monetario y de inflación, si se excluye de la comparación la explosión de precios de 1959. Por supuesto, vale la pena subrayarlo, los desvíos fiscales y monetarios fueron moderados, en conformidad con el espíritu que parecía dominar la época. Es posible inferir, asimismo, que hubo una cierta falta de confianza, pues la fase estuvo caracterizada por incesantes salidas de capitales y una desaceleración de la inversión privada. El siguiente cuadro resume parte de lo dicho.

	Términos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria ¹	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1964	100	34	- 112	29 2	5,0
1965	99	182	16	24 3	3,5
1966	97	253	- 5	9 4	2,7

1. Fin de año.

2. Fue en ascenso: abril, 3%; agosto, 18%; septiembre, 20%.

3. Abril, 32%; septiembre, 44%.

4. Declinó en mayo, 15%; agosto, 5%; noviembre, 8%.

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

En el transcurso del último trimestre de 1963 y el primero de 1964, el peso continuó flotando y apreciándose hasta tocar un tipo de 132 por dólar en febrero. En abril el gobierno procedió a reorde-

nar el mercado de cambios, sintetizándose las principales medidas de esta forma:

a) se estableció con carácter general la obligatoriedad de negociar las divisas provenientes de la exportación a los diez días, a más tardar, de producido el embarque de la mercadería. Se contemplaban excepciones a la disposición general a los efectos de facilitar el normal desarrollo de la actividad. Las exportaciones no tradicionales gozaron de mayor plazo;

b) respecto de la importación, las disposiciones cambiarias se funden con la política arancelaria de un modo más evidente. Ya en noviembre de 1963 se había prohibido la importación de artículos considerados prescindibles o que la industria nacional pudiera proveer sin dificultad. Se suspendió la importación de maquinarias, autorizándosela luego si venía con plazos de financiamiento más extensos. Posteriormente, esta disposición quedó sin efecto en materia de bienes de capital y simultáneamente se elevaron los recargos sobre los mismos. Teniendo en cuenta las obligaciones externas contraídas por el país, las perspectivas del balance de pagos y los probables requerimientos de divisas emergentes del programa a estudio del CONADE, se fijaron planes financieros para los pagos de importaciones de máquinas y motores. Hacia octubre de 1964 cualquiera fuera la naturaleza y el destinatario -público o privado, promocionado o no- de los bienes de capital, la importación debía someterse al citado régimen. Hubo excepciones al respecto, tales como los bienes de capital provenientes de países de la ALALC y las operaciones que contaban con créditos de organismos internacionales al 11 de noviembre de ese año;

c) a principios de 1965 se reimplantaron los depósitos previos, a constituirse por 180 días, en pesos moneda nacional y por 100% del valor CIF de importación. Quedaron exentas del requerimiento las importaciones de organismos y empresas estatales y de instituciones sin fines de lucro, así como las de combustibles, ciertas maquinarias, papel para diarios, animales para la reproducción, productos para la sanidad, y aquéllas originadas en países limítrofes y de la ALALC. Más tarde, los depósitos se reducirían, sucesivamente, a 75% y a 50%;

d) sobre los movimientos de capitales se estableció lo siguiente:

- se prohibió que las instituciones financieras aceptaran depósitos en moneda extranjera de residentes, y los depósitos existentes -la posibilidad había sido recreada en octubre de 1955- debieron liquidarse;

- las transferencias al exterior por reembolsos de capitales y sus rentas, fletes y pasajes, comisiones y seguros y reaseguros, quedaron sujetas al cumplimiento de determinadas condiciones de legitimidad. Más tarde, en enero de 1966 se autorizaría la venta de divisas para la devolución de préstamos (e intereses correspondientes) ingresados legalmente a partir de abril de 1964;

- asimismo, se limitaron los montos de moneda extranjera para sufragar gastos de viaje, estudios en el exterior, enfermedad, ayuda familiar, etc.

Aun cuando la reforma estuvo presidida por el ánimo oficial de preservar el esquema de mercado único del último lustro, las interferencias introducidas dieron origen a un mercado paralelo de divisas. De arranque la brecha cambiaria fue de 3%, mientras el Banco Central propiciaba el mantenimiento de la paridad en \$ 137 por dólar. Alrededor de agosto las autoridades optaron por una nueva política cambiaria, entretanto la brecha trepaba a 18%. La nueva política consistió en lo que posteriormente se definiera como "crawling-peg pasivo"; esto es, se iba permitiendo la depreciación de la moneda de acuerdo con las necesidades de emisión monetaria derivadas del déficit fiscal, aunque acotando la devaluación según la inflación de los principales socios comerciales del país. Si la emisión monetaria señalaba, de manera directa, una devaluación (del tipo de cambio oficial) de 25% anual, pero la inflación internacional era de 10%, se devaluaba en 15% en el curso del período. La depreciación era gradual y no seguía ninguna tabla preanunciada, por ello se ha caracterizado la política como pasiva, a diferencia de la política practicada en el intervalo 1978-1980 en donde la frecuencia y la escala de las devaluaciones sería anticipada por el gobierno (crawling-peg activo).

A lo largo de 1964, el peso se devaluó -en el mercado oficial- 14% con respecto al dólar (de \$133 a \$ 151 por dólar); en 1965 la devaluación fue 26% (\$ 190 por dólar en diciembre); y en septiembre de 1966, ya con una nueva Administración, el Banco Central pasó de comprador neto a vendedor neto de divisas, cerrando el año con un dólar a \$ 249, y una devaluación de 31%.¹¹ En el intervalo 1964-

1966, la cantidad de dinero (M_1) creció 137%, la actividad económica 21% y el nivel general de precios 101%; el tipo de cambio oficial se devaluó 88% y el paralelo 104%; el poder adquisitivo interno del dólar decayó sostenidamente, redondeando una disminución de 13%.

El convenio bilateral de comercio y pagos con Uruguay, el único pendiente a fines de 1963, fue cancelado en febrero de 1965. El gobierno radical no suscribió préstamos con el FMI y canceló deudas con el organismo. La deuda externa pública se redujo de US\$ 2327 millones a fines de 1963 a US\$ 1956 millones a fines de 1965, manteniéndose virtualmente constante a lo largo de 1966.

Ganancias fiscales derivadas del control de cambios en 1964-1966

Margen de cambios: ninguna, pues oficialmente se administró el régimen con sólo un tipo de cambio para toda clase de transacciones.

Ahorros en la acumulación de reservas internacionales: si bien la aplicación del control coincidió con fuertes superávits comerciales, no puede concluirse que el gobierno haya derivado apreciables recursos del régimen de cambios, puesto que las salidas de capitales registradas por la balanza de pagos gozaron, asimismo, del tipo empleado para la liquidación de las transacciones corrientes. En consecuencia, la estimación de los eventuales ahorros cambiarios en esta coyuntura debe considerar los pagos internacionales en lugar del saldo comercial:

	Pagos internacionales	Descuento cambiario ¹	Ahorros
	(US\$ millones)	(%)	(US\$ millones)
1964	16	22	4
1965	40	19	8
1966	24	8	2

1. Fin de periodo. Surge de la fórmula: $\frac{[(\text{tipo libre} - \text{tipo oficial}) + \text{tipo libre}] - 1}{1} \times 100$

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

11. La trayectoria de la brecha ha sido consignada al pie del cuadro precedente.

Puede afirmarse que la razón fiscal no fue importante en el mantenimiento del control, pues el mismo tuvo un impacto despreciable en las cuentas públicas (una ganancia anual de 0,03% del PBI).

TERCERA FASE: 1967-1971

El evento dominante de la fase es la aplicación del exitoso plan de estabilización de marzo de 1967 y su posterior desbaratamiento. En consecuencia, para ser precisos, la fase reconoce dos etapas. La primera, que abarca desde aquel momento hasta mediados de 1969, y que se caracteriza por una continua reducción del déficit fiscal y la tasa de inflación, estabilidad del tipo de cambio, importantes ingresos de capitales y acumulación de reservas, y una intensa recuperación económica; y la segunda, que se extiende hasta la reimplantación integral del control de cambios en septiembre de 1971, y que se caracteriza por un sostenido aumento del déficit fiscal, la expansión monetaria, la inflación, el debilitamiento del crecimiento económico y la desacumulación de reservas internacionales.

Con respecto al mercado cambiario, el plan de estabilización contemplaba las siguientes medidas:

a) se liberó de todo requisito a los movimientos de fondos con el exterior;

b) se abolió la obligación de liquidar las divisas provenientes de la exportación de mercancías en un plazo determinado; asimismo, desapareció todo rastro de supervisión o aprobación oficial de las importaciones; (y se eximió del depósito previo una extensa nómina de materias primas y elementos de uso industrial, las importaciones de Bolivia y las de algunos productos de países de la ALALC);

c) se devaluó el peso de 250 a 350 por dólar (40%), y se lo mantuvo en tal paridad hasta junio de 1970 (39 meses), sin ningún compromiso explícito por parte del gobierno;

d) en mayo de 1967 se firmó un acuerdo de crédito stand-by con el FMI por US\$ 125 millones, con el fin de fortificar la posición de reservas del Banco Central y afianzar las perspectivas de estabilidad cambiaria. No fue necesario hacer uso del mismo. Luego, en 1968 se lo renovaría y tampoco se lo usaría. En cambio, en 1967 también se realizaron negociaciones con el Tesoro norteamericano y con bancos privados de ese país, Canadá, Europa y Japón por cré-

ditos stand-by que sumaron US\$ 276 millones, de los cuales se desembolsaron US\$ 201 millones en el curso del ejercicio;

e) con el fin de atenuar el impacto de la fuerte devaluación de la moneda sobre el nivel general de precios y, a la vez, no provocar mayores redistribuciones del ingreso nacional, simultáneamente con la depreciación se establecieron nuevos derechos sobre la mayoría de las exportaciones –quedando exentas las no tradicionales–, y se rebajaron aranceles y recargos que gravaban las importaciones. Un objetivo adicional e importante era acrecentar los ingresos corrientes de la Tesorería;

f) en correspondencia con el espíritu de liberalización, se autorizó a las instituciones bancarias a recibir depósitos en moneda extranjera, a la vista y a plazo fijo.

En un plano más general, con el objeto de consolidar expectativas de inflación bajistas y minimizar las chances de una recesión, voluntariamente se arribó a acuerdos con las uniones empresarias y los gremios laborales para morigerar los aumentos de precios y salarios. En el sector público se aumentaron los sueldos y se los congeló en el nuevo nivel hasta fines de 1968. La política fue afirmada con un sustancial repunte de los ingresos fiscales, basado en las disposiciones sobre el comercio exterior arriba indicadas, la actualización del impuesto a los réditos, la recuperación de las tarifas públicas, el aumento de los ingresos del sistema previsional, una más intensa fiscalización, una moratoria que amplió el número de contribuyentes, y un gravamen extraordinario de \$ 80 por dólar (o equivalente en otras divisas) sobre la posición general al 6 de marzo de 1967 de las instituciones, casas y agencias de cambio, para evitar que éstas concretaran utilidades excepcionales derivadas de la devaluación. El salto de la inversión pública acontecería recién en 1968.

Inmediatamente de producida la reforma cambiaria la brecha pasó a ser negativa (alrededor de 1,5%) hasta que se desvaneció el mercado paralelo. A poco andar, la inflación empezó a descender no advirtiéndose síntomas de recesión. Más aún, la conjunción de buen clima para la mayoría de los cultivos y pasturas y los favorables precios internacionales para las exportaciones, creó incentivos adicionales para la ampliación de las áreas sembradas y el mantenimiento de las elevadas existencias ganaderas. El PBI aumentó en 1967 poco menos de 3% respecto del año anterior, y la tasa de inflación y el grado de monetización (necesidades de liquidez en térmi-

nos reales) de la economía se mantuvieron constantes. El sentido de los movimientos de capitales de corto plazo se revirtió enérgicamente, pasándose de salidas por US\$ 177 millones en 1966 a entradas por US\$ 254 millones en 1967, y el Banco Central se encontró literalmente inundado de divisas: ganó reservas por US\$ 480 millones, guarismo superior por apreciable margen a las ganancias de 1953 y 1960, en dólares constantes.

En 1968 se aceleró la recuperación del nivel de actividad, se redujo nuevamente el desequilibrio fiscal, el crédito doméstico atendió necesidades de liquidez de la banca privada fundamentalmente y se redujeron las exigencias de efectivo mínimo, continuó el ingreso de capitales de corto y largo plazo y se acumularon reservas internacionales aunque en menor magnitud que el año anterior. La tasa de inflación disminuyó a 13% anual y las tasas de interés se tornaron positivas en términos reales por primera vez en décadas. Ahora sí aumentó la demanda de dinero, tanto de circulante como de todo tipo de depósitos. La obra pública se incrementó en más de 40% en relación con el ejercicio anterior. En mayo la Argentina se incorporó al grupo de países miembros del FMI con moneda convertible, adquiriendo así el compromiso de no imponer restricciones a los pagos por transacciones corrientes, ni adoptar políticas discriminatorias o establecer tipos de cambio múltiples. 1969 marcó el apogeo y el punto de inflexión del plan. La inversión bruta fija, que venía en ascenso, creció 20%, el ingreso nacional se expandió casi un 9% y la tasa de inflación se redujo a poco menos de 8%, entretanto el déficit fiscal cerraba en 0,9% del PBI. Todo lo cual configura una destacable performance si se consideran los disturbios sociales de mayo, que restaron seguridad e indujeron salidas de capitales y pérdidas de reservas. En la oportunidad, el Banco Central actuó sobre las primas de futuro tomando obligaciones en el mercado de cambio a término. Tampoco se utilizó en el ejercicio el crédito stand-by acordado con el FMI y no se creyó necesario renovarlo.

El cuadro siguiente ofrece las acostumbradas estadísticas, sobre la coyuntura comentada y la que enseguida se tratará:

	Términos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1967	94	174	480	0	3,4
1968	93	- 49	57	0	1,7
1969	88	- 226	- 260	0	0,9
1970	87	- 159	185	8 ¹	1,8
1971	96	- 389	- 385	16 ²	3,1

1. A junio fue de 0%.

2. El 25 de agosto, antes del mercado doble.

Fuente: FIEL, basado en obras citadas.

Aunque menor que en 1969, la expansión de la actividad económica fue importante en 1970 (5,4%) y las entradas de capitales muy significativas, aun a pesar de la incertidumbre que pudo promover el cambio institucional de mediados de año. No obstante ello, el déficit fiscal, el crecimiento monetario y la inflación se duplicaron. Se impuso devaluar la moneda, si había de continuarse con la libre transferencia. Después de una semana de feriado cambiario, a mediados de junio se devaluó el peso de 3,5 a 4 por dólar (recuérdese que en enero había entrado en vigencia la ley No. 18.188 que quitaba dos ceros a los valores nominales) y, para neutralizar su impacto sobre el nivel general de precios, se aumentaron en 12,5 puntos porcentuales los derechos de exportación y se redujeron los gravámenes sobre las importaciones. La medida fue insuficiente. Con la crisis política de octubre se perdieron reservas por US\$ 300 millones en cuestión de horas, se interrumpieron las actividades cambiarias por dos días consecutivos y se instauró una forma de control de capitales: en adelante sería requerida previa autorización del Banco Central para las inversiones y colocaciones en el exterior. A fin de año la brecha cambiaria llegaba a 8%. Entre abril y julio de 1971 el peso se devaluó de 4,04 a 4,70 por dólar. En agosto EE. UU. suspendió la conversión del dólar y aplicó restricciones a la importación; aquí se suspendieron las actividades cambiarias una semana, abriéndose con un nuevo tipo de cambio: \$ 5 por dólar. Mientras tanto, el déficit fiscal crecía y se duplicaban el crecimiento monetario y el ritmo inflacionario (ambas variables en torno del 37% anual). El sentido de los movi-

mientos de capitales de corto plazo –previsiblemente– volvió a invertirse, redondeando una salida anual de US\$ 400 millones. Las tasas de interés en términos reales eran más negativas todavía que el año anterior, tanto las reguladas como las libres, y se descontaba la reinstauración integral del control de cambios para cualquier momento. Lo cual sucedió en septiembre.

4. EL PERIODO 1971-1981¹²

A grandes rasgos, el período reconoce dos fases. La inicial, de fines de 1971 a comienzos de 1976, estuvo signada por una secuencia de formas alternativas de control de cambios y de administración del tipo de cambio (crawling-peg, flotación administrada, fijación), y la final, desde ese entonces hasta la transición de 1981, en cuyo principio se concretó el esquema de mercado doble hacia el cual la Administración justicialista venía simplificándose, a los pocos meses se unificaron los cambios y luego –tras comprobar su ineficacia– se suprimieron las trabas que impedían el ingreso de capitales, mientras se pasaba de un crawling-peg pasivo a uno activo (la tablita). La primera fase se caracterizó por elevados términos de intercambio, un empujado ascenso del gasto público, fuerte incertidumbre política e incesantes fugas de capitales. La segunda fase se distinguió por términos de intercambio bastante menos favorables que los anteriores, nuevos aumentos del gasto público y algunas entradas de fondos, aunque la época estuvo dominada por fugas masivas particularmente hacia el final, cuando se agudizó la sensación de que la política cambiaria sería modificada significativamente. Aunque más allá de las diferencias que existieron, un mismo evento presidió el período: el colapso de las finanzas públicas –incluyendo las del Banco Central–, que fue manifiesto en 1973 y que desde entonces ha condicionado la marcha de la economía argentina, con mayor permanencia e intensidad que cualquier otro factor. Dada la magnitud de los déficit públicos, la estrategia de financiamiento resultó trascendente; no sólo gravitó sobre la trayectoria de los principales precios relativos de la economía (salario, tasa de interés y tipo de cambio) sino que tuvo que ver, en alguna medida, con los regímenes de cambio específicos que se adoptaron.

12. Esta parte se basa en las obras de Arnaudo y Bartolomei; Arriazu; Fasano Filho; López Murphy, Avila y Zorgno; y Martirena-Mantel, que se citan en la bibliografía; así como en las Memorias del BCRA correspondientes al período.

PRIMERA FASE: 1971-1976

La fase fue testigo de una sorprendente variedad de políticas y arreglos cambiarios. En septiembre de 1971, encontrándose el gobierno absorbido en una importante crisis de balance de pagos y en medio de una fuga de capitales de intensidad pocas veces vista, se reimplantó el mercado doble de cambios. Estas fueron las principales disposiciones y circunstancias:

a) en adelante las transacciones cambiarias se cursarían por dos mercados. Por el mercado oficial, con un tipo de cambio *fijado* en \$ 5 por dólar, se liquidarían todas las importaciones permitidas, las exportaciones tradicionales y el 90% de las exportaciones promocionadas, así como los servicios de flete y seguro correspondientes a las operaciones comerciales. Por el mercado financiero, *inicialmente en flotación libre*, se cursarían las transferencias de capitales e intereses, el 10% de las exportaciones promocionadas y las operaciones de cambio a término;

b) en junio próximo pasado se había suspendido por un año la importación de artículos "prescindibles" y en septiembre se resolvió la suspensión transitoria de las restantes importaciones. Esta medida rigió hasta fines de octubre, cuando se estableció que las importaciones privadas abonarían un arancel adicional de 15% y las oficiales necesitarían autorización previa;

c) continuaron en vigencia las restricciones sobre las salidas de fondos dispuestas en 1970. A causa de las mismas y de las prohibiciones y suspensiones que afectaban las importaciones, se consolidó un mercado paralelo de divisas no reconocido legalmente;

d) con el transcurso de los meses el Banco Central intervino con mayor vigor en el mercado financiero, derivándose en la práctica en una triple segmentación del mercado de cambios: el mercado oficial donde se sostenía un tipo fijo, el financiero en el que se siguió algo así como un *crawling-peg* pasivo (minidevaluaciones irregulares) hasta agosto de 1972 y en adelante se fijó el tipo de cambio en \$ 9,98 por dólar, y un mercado paralelo cuyo tipo flotaba libremente.

Como se apreciará, el nuevo régimen de cambios constituyó un híbrido de regímenes anteriores, empero tuvo un aspecto original. Para sostener paridades fijas en coexistencia con una tasa de crecimiento monetario que excedía el 40% anual, se inventó una vía de devaluación encubierta. La misma consistió en autorizar que porcentajes cada vez mayores de las exportaciones e importaciones co-

merciales se liquidaran al tipo de cambio financiero. Este tipo, si bien fue permanentemente inferior al paralelo, evolucionó desde \$ 6,48 por dólar en septiembre de 1971 hasta \$ 9,98 en septiembre de 1972, mientras el tipo comercial quedaba inmóvil en \$ 5. Las devaluaciones ocultas comenzaron a practicarse casi de inmediato. El siguiente cuadro da una idea aproximada de su magnitud:

PORCENTAJES PARA LA LIQUIDACION DE DIVISAS COMERCIALES

	Exportaciones trad. e importaciones		Exportaciones promocionadas		Tipo comercial	Brecha ²
	Mercado comercial	Mercado financiero	Mercado comercial	Mercado financiero	efectivo ¹ \$/dólar	
Sept. 1971	100	0	90	10	5,0	40
Oct. 1971	80	20	80	20	5,5	62
Nov. 1971	80	20	60	40	5,6	75
Dic. 1971	70	30	60	40	6,0	56
Feb. 1972	57	43	47	53	7,1	48
Mar. 1972	36	64	36	64	8,0	24
Jul. 1972	30	70	30	70	8,5	32
Ago. 1972	26	74	26	74	8,7	50
Feb. 1973	26	74	10	90	8,7	32
Abr. 1973	26	74	0	100	8,7	44

1. Se lo aproxima combinando los tipos comercial y financiero en las proporciones señaladas para las exportaciones tradicionales y el grueso de las importaciones permitidas. Se trata nada más que de una aproximación, pues se excluyen del cálculo las exportaciones no tradicionales, ciertas importaciones que se cursaban en 100% por el mercado financiero y otras no permitidas que habrían circulado por el mercado paralelo.

2. Se calcula según esta fórmula: $(((\text{tipo paralelo} - \text{tipo com. cf.}) + \text{tipo com. cf.}) - 1) \times 100$.

Fuente: FIEL, sobre la base de Techint, boletines varios.

De modo que entre septiembre de 1971 y agosto de 1972 el tipo de cambio comercial fue elevado en 74%, lo cual posibilitó una depreciación real del peso —la inflación excedía levemente el 60% anual— y un mejoramiento de la crítica situación del balance de pagos. Con el transcurso del tiempo fueron aplicándose otras medidas que típicamente acompañan los controles: a) en diciembre de 1971 se actualizó la lista de exportaciones promocionadas cuyas divisas podían negociarse con un plazo de hasta 180 días a partir de la fecha de embar-

que, entretanto la liquidación de las divisas originadas por las restantes exportaciones era requerida en plazos mucho menores; b) en febrero de 1972 se dispuso que un número reducido de importaciones se cursara íntegramente por el mercado financiero. Asimismo, a partir de entonces debieron presentarse al Banco Central en consulta previa las importaciones con financiación inferior a 180 días. En mayo se prorrogó la suspensión de las importaciones "suntuarias o prescindibles" y se amplió la lista de ítem que caían en la definición; c) se implementaron medidas de política comercial siempre con el objeto de corregir el saldo desfavorable de las cuentas internacionales, tales como rebajas de retenciones para algunas exportaciones y mayores incentivos fiscales para las exportaciones no tradicionales; d) por último, se dispusieron normas para evitar la cancelación anticipada de créditos externos y el Banco Central actuó en el mercado de cambios a término incentivando las entradas de fondos.

El mercado de cambios así reorganizado convivió, hasta mayo de 1973, con una coyuntura económica de las siguientes características:

	Terminos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac. ¹	Brecha cambiaria ¹	Déficit fiscal ²
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1971	96	- 389	- 385	56	3,1
1972	96	- 223	167	30	3,7
1973	110	721	921	29	7,6
1974	96	127	-51	153	8,1
1975	93	- 1285	- 791	124	16,1

1. A fin de período.

2. Incluye el déficit del BCRA.

Fuente: FIEL, sobre la base de las obras citadas.

Las devaluaciones encubiertas acompañaron el aumento del desequilibrio fiscal, el cual se financiaba con emisión de dinero en proporción creciente: el endeudamiento de la Tesorería de la Nación con el BCRA pasó de 22% de las erogaciones de aquella en 1971 a 37% en 1973, mientras los recursos corrientes como fracción de las erogaciones disminuían de 73% en 1971 a un 51% en 1973. El cuadro de situación experimentó un importante vuelco hacia fines de

1972, cuando cambió la coyuntura internacional y los precios de las exportaciones primarias iniciaron un empujado ascenso. No obstante, a pesar de las considerables liquidaciones anticipadas de ingresos de exportación, las exportaciones del año aumentaron marginalmente a raíz de factores climáticos adversos que habían determinado reducciones de áreas sembradas y caídas de rindes. La actividad económica creció 4,8% en 1971 y 3,1% en 1972, entretanto las tasas de interés —reguladas y libres— eran negativas en términos reales y la inversión privada declinaba en valores absolutos año tras año hasta 1973.

Si bien la política económica general del gobierno giró pronunciadamente en junio de 1973 al asumir la nueva Administración justicialista, el régimen cambiario se mantuvo en sus grandes lineamientos dentro del molde que fue elaborándose a partir de septiembre de 1971. Diríase que hasta mediados de 1975 rigió la misma organización del mercado de cambios; respecto de la administración de los tipos de cambio se optó por la fijación de las paridades comercial y financiera en los niveles encontrados en mayo: \$ 5 por dólar comercial y \$ 9,98 por dólar financiero, los que fueron sostenidos hasta principios de marzo de 1975. Desde el tercer trimestre de 1973 hasta el primero de 1974, el Banco Central fue comprador neto de divisas, la brecha paralelo/oficial-efectivo evolucionó de 20% a poco más de 40% y la tasa anual de inflación se redujo notablemente: primer trimestre de 1973, 67%; cuarto de 1973, 30%; primero de 1974, 10%. Durante los restantes trimestres de 1974, el Banco Central fue vendedor neto de divisas, la brecha subió agudamente de 50% a 150%, y las tenencias de dinero nacional por parte del público —coeficiente de monetización de la economía— después de tocar una cumbre superior al 18% del PBI en el tercer trimestre (en 1972 apenas orillaba el 13%), iniciaron el descenso. El mes de agosto de 1975 marcó el fin del Pacto Social lanzado en junio de 1973.

¿Qué factores viabilizaron temporariamente la política cambiaria descripta? En esencia cuatro elementos concurrentes: a) estimulada por la inusual recuperación del precio de las exportaciones argentinas, la actividad económica se expandió en el bienio 1973-1974 a una tasa anual superior al 6%; b) el congelamiento de precios y salarios que rigió sin retoques hasta marzo de 1974 y con retoques mínimos hasta octubre siguiente —oportunidad en que se permitieron ajustes más automáticos de acuerdo con la evolución de costos— aplacó decididamente las expectativas de inflación y tornó menos negati-

vas las tasas reales de interés; c) la alta inflación en el área del dólar: el nivel general de precios mayoristas de los EE.UU. creció un 13% en 1973 y 19% en 1974 –las tres razones indujeron un considerable aumento de la demanda de dinero que absorbió parte de la expansión monetaria originada en el financiamiento del desequilibrio fiscal–; d) otro pilar del Pacto Social fue la nacionalización de los depósitos bancarios, expediente por el cual se elevó a 100% el encaje legal y se reemplazó la creación privada de medios de pago por los redescuentos del Banco Central. De esta manera el crecimiento de la oferta de dinero quedó enteramente en manos de las autoridades monetarias, quienes lo aplicaron a satisfacer necesidades de crédito sectoriales y regionales que se evaluaban como socialmente prioritarias, aunque con el transcurso de los meses el crédito a la Tesorería de la Nación insumió fracciones cada vez mayores de la creación monetaria. Esta cuarta razón, que en lo fundamental equivalió a reorientar en escala importante el crédito del sistema financiero hacia el gobierno en detrimento del sector privado, permitió atenuar el impacto sobre la oferta de dinero del financiamiento del déficit fiscal. Entonces, los tres primeros factores que operaron aumentando la demanda de dinero y el cuarto factor que operó moderando el crecimiento de la oferta de dinero, posibilitaron la desaceleración inflacionaria y el mantenimiento del régimen cambiario hasta mediados de 1974.¹³

Entre marzo y octubre la inflación anualizada repuntó a 49%, el BCRA cubrió con emisión monetaria más de 40% de los gastos de la Administración Nacional, el horizonte de cálculo económico se achicó y la inversión bruta interna empezó a mermar. A medida que avanzaba el segundo semestre de 1974 fue generalizándose el fenómeno del desabastecimiento y de los mercados negros, en tanto se propagaba la sensación de la “irrealidad” de la política cambiaria y se intensificaba la fuga de capitales. No obstante las circunstancias, ninguna alteración de nota fue introducida al régimen cambiario. Se sostuvieron los tipos comercial y financiero a los que se había arribado allá por setiembre de 1972 y fueron mantenidos los porcentajes de liquidación por los mercados comercial y financiero dispuestos en abril de 1973 para las exportaciones e importaciones. En enero de 1975 la brecha aumentó a 161% y en febrero a 170%. En marzo, envuelto en severas dificultades en el sector externo que perdurarían todo el año,

13. Para un mejor entendimiento de la argumentación precedente, se sugiere la lectura del capítulo I en lo referente a tipo de cambio fijo.

el gobierno decidió la primera maxidevaluación de la moneda nacional: el tipo de cambio comercial pasó de \$ 5 por dólar a \$ 10, y el financiero de \$ 9,98 a \$ 15,10, mientras se conservaba la organización apuntada del mercado de cambios. Pero los términos de intercambio continuaban cayendo, la campaña agrícola 1974/75 fue menos pródiga y la emisión monetaria empezaba cubrir más de 50% de los gastos de la Tesorería de la Nación. En junio tuvo lugar otra maxidevaluación: el dólar comercial pasó a cotizar \$ 23,33 y el financiero \$ 27,59, a pesar de lo cual la brecha quedó en 100%; simultáneamente, se eliminaron los porcentajes de negociación de divisas de importación y exportación, unificándose en el mercado comercial la totalidad de las operaciones comerciales, mas no por largo tiempo pues al mes se volvía al "mix" comercial-financiero anterior al establecerse listas de mercaderías que se cursarían por uno u otro mercado. En julio se dio comienzo a una política de devaluaciones *frecuentes y abiertas* de la moneda, y en agosto se creó el mercado financiero especial con un dólar que cotizaba a mitad de camino entre el financiero (a secas) y el paralelo. En un principio, circularon por el nuevo mercado ciertos movimientos de capitales e intereses, aunque prontamente se autorizó la liquidación por el mismo de parte de las divisas provenientes de las exportaciones no tradicionales. Hasta noviembre el peso fue devaluándose a razón de 7% mensual en los tres mercados y a fines de este mes se eliminó el mercado comercial transfiriéndose todas sus operaciones al mercado financiero, con lo que la verdadera devaluación en diciembre fue de 19% respecto del mes anterior. En el tercer trimestre de 1975 el panorama económico se había vuelto muy preocupante. Habiéndose perdido cuantiosas reservas internacionales y agotado los mecanismos para prolongar el financiamiento externo de las importaciones privadas, se estableció la obligatoriedad del seguro de cambio para la mayoría de las importaciones y se recurrió ávidamente a las operaciones de pase; por medio de ambos instrumentos se consiguieron fondos, aunque realmente caros y por plazos breves.

En 1975 la cantidad de dinero creció poco menos de 200% y la Argentina asistió a una inédita explosión inflacionaria: 186%. La inversión bruta interna cayó 14% respecto del año anterior y el PBI se contrajo casi 1% por primera vez desde 1963. En enero de 1976, mientras se acentuaba la incertidumbre política y la inflación corría al 19% mensual, el gobierno creó un mercado "libre" con un tipo de cambio superior a los restantes tipos oficiales, y días más tarde dispuso que todas las transacciones comerciales que se cursaban por

el mercado financiero liquidarían con un tipo de cambio 20% superior al tipo financiero y que el excedente de 97% del precio índice podría negociarse en el mercado libre; a fin de mes el tratamiento se extendió a todas las exportaciones. En febrero la inflación se aceleró al 28% y la brecha aumentó a 220%. A principios de marzo, con una proyección de inflación superior al 50%, las autoridades económicas reorganizaron el mercado de cambios: se estableció que habrían sólo dos mercados, el oficial y el "libre". Por el primero, con un tipo de \$ 140,3 por dólar, se liquidarían las importaciones y 97% de las exportaciones; y por el segundo, con un tipo de \$ 274,9, los movimientos de capitales y el remanente de las exportaciones. La brecha paralelo/oficial ascendía a 132%.

Ganancias fiscales derivadas del control cambiario entre 1972 y 1975

Margen de Cambios: no existió durante la fase como se lo conociera entre fines de 1933 y 1955. Si bien ciertas importaciones se cursaron íntegramente por el mercado financiero, otras fueron subsidiadas liquidándoselas 100% por el comercial, en tanto que al grueso de las mercaderías ingresadas al país se les aplicaba el "mix" comercial-financiero citado.

Ahorros en la acumulación de reservas internacionales: al igual que en la fase de controles de 1964-1966, los flujos financieros se liquidaron con un tipo oficial sobrevaluado en relación al tipo paralelo; por ello los movimientos no compensatorios de capitales privados –registrados en el balance de pagos– deben ser incluidos en la estimación:

	Balance comercial	Capitales no compensatorios	Descuento cambiario mercados		Ahorro neto
			comercial financiero		
	(US\$ millones ctes.)		(US\$ millones ctes.)		
1972	36	45	23	11	13
1973	1037	155	22	11	245
1974	296	- 112	60	55	116
1975	- 985	117	55	36	- 500

Fuente: FIEL, basado en las obras citadas.

Desde un punto de vista recaudatorio, el control tuvo un impacto despreciable sobre las finanzas públicas en la fase 1972-1975 (una pérdida anual de 0,09% del PBI). Sin embargo, en 1973 procuró recursos por 0,8% del PBI (muy importante superávit comercial y medianos ingresos de capitales por el mercado financiero oficial). En contraste, en 1975, a pesar de los ingresos de fondos estimulados por las operaciones de pase y que liquidaron por los mercados financiero y financiero especial (ambos con tipos sobrevaluados respecto del tipo paralelo), el déficit comercial alcanzó tal envergadura que el control acarreó pérdidas por 1,2% del PBI.

SEGUNDA FASE: 1976-1981

A fines de marzo de 1976 se inició un largo período de gobierno militar. La gestión del ministro Martínez de Hoz, que abarcó desde entonces hasta marzo de 1981, se caracterizó por un esfuerzo de *gradual* liberalización en los campos financiero, de comercio exterior y de cambios, así como por un sostenido mejoramiento de las tareas de administración, determinación y control impositivo, tanto en el nivel nacional como provincial, y por el sistemático perfeccionamiento de la legislación tributaria de modo que la recaudación fuera menos sensible a la inflación. Hacia 1980 los ingresos globales del sector público habían quebrado un nuevo récord, superando 44% del PBI. El déficit fiscal consolidado, no obstante, promedió un nivel realmente elevado durante la fase a raíz del nuevo golpe de gasto público que tuvo lugar entre 1978 y 1980. Empero, en la ocasión el desequilibrio fue financiado con un uso más intensivo del crédito externo, a diferencia de la fase previa en la que se recurrió primordialmente al endeudamiento con el Banco Central. El cuadro siguiente suministra las acostumbradas estadísticas sobre la coyuntura.

En un comienzo las nuevas autoridades económicas enfrentaron tres problemas fundamentales: en marzo la inflación cerró en 54% para el mes, habiéndose tornado verosímil por primera vez en la Argentina la posibilidad de la hiperinflación; se experimentaba una aguda recesión interna; y la cesación de pagos internacionales era inminente: en el corto plazo vencían operaciones de pase por US\$ 1260 millones y seguros de cambio sobre importaciones por US\$ 800 millones, que habían sido formalizados por el gobierno en 1975

	Términos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		%	(% PBI)
1976	79	650	1.192	0 ¹	13,6
1977	77	1.290	2.227	0	8,3
1978	73	1.834	1.998	0	10,3
1979	74	- 536	4.442	0	8,3
1980	83	- 4.768	- 2.796	0	9,1
1981	88	- 4.714	- 3.807	0 ²	16,8

1. A fines de marzo, la brecha paralelo/oficial era de 132%; durante los meses siguientes hasta la unificación de noviembre, promedió 80%.

2. El doble mercado se reintrodujo en junio con una brecha de 27%; entre julio y octubre fluctuó entre 34 y 46%; en noviembre antes del recambio político alcanzó a 64%. A fines de diciembre el mercado de cambios había sido reunificado.

Fuente: FIEL, basado en las obras citadas.

a cambio de primas o costos de seguro que devinieron insignificantes en vista de la aceleración del ritmo devaluatorio. El mero cambio de gobierno contuvo el violento proceso de desmonetización que padecía la economía, lo cual posibilitó que la tasa mensual de inflación entre mayo y diciembre aterrizara en 6% según el índice de precios mayoristas. Con el fin de recuperar la posición de reservas internacionales –al 23 de marzo las reservas disponibles eran de US\$ 23 millones– y reestructurar el perfil de vencimientos de la deuda externa, en junio se iniciaron negociaciones con el FMI y un conjunto de bancos privados de varios países, renovándose entre tanto por 180 días las principales obligaciones externas del sector público. Con la recomposición de la conducción política del país y un horizonte económico más definido y permanente, la inversión bruta interna empezó a recuperarse en el tercer trimestre de 1976.

¿Cómo se reflejó el cambio de gobierno en la organización del mercado de cambios? La nueva Administración afianzó en un principio el sistema de mercado doble hacia el cual se evolucionaba en las postrimerías del gobierno anterior, prorrogando un mercado oficial donde el dólar continuó cotizando \$ 140,3 hasta noviembre, y administrando la flotación del peso en un mercado libre –que al poco tiempo absorbió al paralelo– donde el dólar cotizó establemen-

te alrededor de \$ 252, de abril a noviembre. La apreciable brecha existente entre los tipos de cambio libre y oficial fue aprovechada desde abril hasta la unificación de noviembre para devaluar encubiertamente el peso, merced a un ininterrumpido aumento de los porcentajes de liquidación de divisas comerciales en el mercado libre (recuérdese que al crearse el mercado oficial a comienzos de marzo, se había dispuesto que por él se cursarían 97% de las divisas de exportación y gran cantidad de listas de productos de importación). El proceso de transferencia de operaciones comerciales al mercado libre concluyó en noviembre, oportunidad en la que se produjo la reunificación del mercado de cambios. Entre otras medidas que se adoptaron por entonces cabe citar: a) el rango de los derechos de exportación fue reducido de 10-50% a 15-25%; b) se fijó en 25% el reembolso máximo para las exportaciones no tradicionales; c) se acotó entre 5% y 100% la escala de aranceles sobre las importaciones; d) se eliminó el régimen de depósitos previos de importación; y en un terreno más estrechamente vinculado a los pagos internacionales, e) se permitió abonar las importaciones al contado o financiarlas a plazos inferiores a los 180 días y se liberalizó el pago de importaciones de bienes de capital.

A partir de abril de 1976, el Banco Central actuó como comprador neto de divisas. La tendencia revaluacionista —en términos reales— del peso se prolongó durante los años 1977 y 1978, en cuyo transcurso fue devaluándose la moneda nacional conforme a la inflación interna y la internacional (crawling-peg pasivo). Tras la abrupta caída de la liquidez real de la economía de los años 1975 y 1976, el coeficiente de monetización fue en aumento y el balance de pagos registró superávit sin precedentes. Parte de los mismos resultaban de ingresos de capitales cuya magnitud el gobierno empezó a considerar inconveniente, puesto que reforzaban la tendencia revaluacionista del peso y al ser absorbidos por el Banco Central aceleraban el crecimiento monetario. Por ello, en 1977, mientras se avanzaba decididamente en la eliminación de restricciones de pagos de importaciones, se autorizaban transferencias en efectivo de obligaciones por utilidades y repatriación de capitales y se abría la posibilidad de adquirir o transferir al exterior sumas de hasta US\$ 1000 por persona, sin especificación de concepto y sin integración de declaración jurada, se juzgó necesario en agosto ampliar el plazo mínimo de contratación de préstamos externos a un año (no contemplándose restricciones al pago de intereses), extendiéndoselo en noviembre a dos años.

A esta altura de los acontecimientos se habrán apreciado significativas diferencias entre la presente experiencia de unificación de cambios y las experiencias de 1959 y 1967. Admírese el contraste: a) Tanto en 1959 como en 1967 la unificación de cambios fue acompañada por una enérgica reducción fiscal (y una dramática desaceleración de la inflación); la unificación de fines de 1976 en ningún momento contó con el apoyo de un déficit consolidado inferior a los ocho puntos porcentuales del PBI. b) Tanto en 1959 como en 1967 se procedió sin titubeos e instantáneamente a reinstaurar la libre transferencia de fondos desde y hacia el exterior; la unificación de 1976 observó una política vacilante en relación con los movimientos internacionales de capitales. Primero se los restringió y luego se giró 180 grados para admitirlos irrestrictamente. c) Las unificaciones de 1959 y 1967 gozaron en sus años iniciales de importantes ingresos de capitales privados; la de 1976 soportó masivas fugas de capitales, salvo las tímidas entradas de 1976 y las importantes de 1979.

En el curso del primer semestre de 1978 el ingreso neto de préstamos financieros privados sumó US\$ 580 millones, y los anticipos de exportaciones y los préstamos para el financiamiento de las mismas redondearon los US\$ 530 millones. La entrada de fondos aceleró el ritmo de crecimiento de la base monetaria de tal manera que el gobierno dispuso, a mediados de mayo, la constitución obligatoria de un depósito en moneda nacional que no devengaría intereses, por 20% de las divisas ingresadas por el sector privado como préstamos financieros y de financiamiento de exportaciones e importaciones, y por el periodo de los préstamos. Se trataba de una disposición transitoria tendiente a encarecer el costo del endeudamiento externo respecto del interno. Al poco tiempo el tratamiento de los movimientos de capitales se revirtió, reduciéndose a un año el plazo mínimo para la amortización de préstamos financieros y eliminándose el requisito de constitución del citado depósito. Estas reflexiones de R. Arriazu sirven para explicar el giro de política:

"¿Debemos controlar los movimientos de capital? Y si la respuesta fuese afirmativa, ¿realmente podemos controlar los movimientos de capital?, ...¿quién controla los movimientos, el gobierno o el público? ...Mi propia experiencia en la Argentina me hace dudar al respecto. En 1975, por ejemplo, se introdujo en la Argentina uno de los controles más severos y completos en el mundo; durante el año la cuenta corriente registró un déficit superior a los US\$ 1000 millones, y a la vez los argentinos acumularon activos en el exterior asimismo en exceso de los US\$ 1000 millones. ¿Cómo pudo ocurrir

semejante acumulación con tantos controles? Básicamente, a través de sobre y subfacturación de transacciones corrientes.

"La experiencia de 1978 también tiende a confirmar este hecho. A comienzos de 1978 las autoridades decidieron restringir el crédito interno como parte de un programa anti-inflacionario... el público empezó a traer fondos del exterior a un ritmo sin precedentes, eludiendo las restricciones sobre el crédito. Con el objeto de contener los aflujos, el gobierno decidió introducir un impuesto en la forma de un depósito por el 20% de los fondos, sin remuneración alguna —con un 6% mensual de inflación el depósito entrañó un impuesto sustancial. Por supuesto, a raíz de la medida los flujos de capital desaparecieron como tales, pero el capital continuó ingresando, ahora en la forma de pagos anticipados de exportaciones. Cuando también se obligó a constituir depósitos por estos fondos, el capital empezó a fluir en la forma de prefinanciación de exportaciones, y cuando estos flujos fueron asimismo restringidos, los movimientos adoptaron la forma de sobre y subfacturación. Las ventas de divisas de turistas también aumentaron en aquel período, aun cuando los "turistas" eran obviamente argentinos.

"Después de estos ejemplos, la pregunta es la misma: ¿podemos realmente controlar los movimientos de capital? Posiblemente para algunos países la respuesta sea afirmativa, pero no en mi opinión para la Argentina".¹⁴

Hacia el cuarto trimestre de 1978 estaban dadas las condiciones para una importante modificación de la política cambiaria. El errático manejo monetario de 1977 había desembocado en tasas de interés muy positivas en términos reales, que determinaron una grave recesión sin que por ello la tasa de inflación anual perforara el piso de 160% en el que parecía haber cristalizado. La reforma financiera del año anterior, sin embargo, estimuló la tenencia de saldos monetarios reales y el Banco Central continuó acumulando reservas internacionales a un ritmo desconocido. En diciembre el gobierno puso en marcha una política de más amplia integración financiera con el resto del mundo, que consistió esencialmente en lo siguiente:

a) El anuncio de un programa de devaluación decreciente de la moneda nacional, que especificaba la escala de la depreciación y su frecuencia (diaria) hasta agosto de 1979. En abril siguiente fue anunciado el programa hasta fines de 1979. A diferencia del crawling-peg pasivo practicado desde la unificación, el nuevo enfoque importaba un crawling-peg activo ya que en lugar de ajustarse a la inflación interna, inducía una convergencia de la tasa de inflación

interna a la suma de la propia tasa de devaluación del peso y la tasa de inflación internacional.

b) Se liberalizó la entrada de capitales (las restricciones sobre el plazo de los préstamos se eliminaron recién en 1980), se amplió hasta US\$ 20.000 el límite para la compra de divisas sin integración de declaración jurada, se extendieron los plazos para negociar divisas provenientes de la exportación y volvieron a reducirse las exigencias de financiamiento externo para las importaciones, incluyendo las de bienes de capital.

c) Se anunció, asimismo, una tabla decreciente para los ajustes de las tarifas públicas y los salarios mínimos y básicos de convenio, y se fijaron metas de expansión para el crédito interno: 15% entre enero y marzo de 1979 y 30% entre enero y junio del mismo año, disponiéndose la divulgación pública de la marcha monetaria.

De acuerdo con lo previsto, las ingentes reservas del Banco Central, el explícito programa de devaluaciones y el libre ingreso de fondos, rebajaron drásticamente el riesgo cambiario y el costo del endeudamiento externo, experimentándose, particularmente a lo largo de 1979, fuertes ingresos de capitales y una marcada recuperación de la actividad económica. Hacia agosto de 1979 la tasa de interés superó a la tasa de inflación y el ritmo de la actividad económica empezó a decaer. El principio del fin tuvo lugar entre abril y julio de 1980, en ocasión de la crisis bancaria que obligó a alojar el programa monetario y empañó el crédito del programa devaluatorio vigente. El público comenzó a esperar mayores devaluaciones del peso que se filtraron a las tasas de interés, pero el gobierno fue cumpliendo con el cronograma previsto. Las tasas de interés devinieron más positivas aún y la economía se estancó. El poder de compra interno del dólar (tipo de cambio real) se encontraba en un mínimo histórico, juzgándose insostenible el cuadro general de la política económica, máxime en vista de la escasa convicción que la misma despertaba entre los eventuales integrantes de la Administración que asumiría funciones en marzo de 1981. La crisis de 1981 tuvo poco que envidiar a la de 1975 y podría explicársela, en lo fundamental, por un par de razones: el exorbitante déficit fiscal consolidado de casi 17% del PBI –récord histórico (1948: 15,6%; 1975: 16,1%)– y la generalizada expectativa de que el nuevo gobierno procuraría satisfacer los reclamos sectoriales. En febrero de 1981, la Administración saliente produjo una devaluación de 10% fuera del cronograma y di-

señó una nueva escala de devaluaciones –menos ambiciosa– hasta el próximo agosto. La nueva Administración devaluó inicialmente el peso 29% y anunció que el tipo de cambio sería ajustado gradualmente y con la frecuencia necesaria para que no cayera en términos reales. Las salidas de capitales, que en el primer trimestre excedieron las de todo el año 1980, se moderaron en abril tras la devaluación pero recrudecieron en mayo. En junio se registró otra maxidevaluación y hacia fines de mes se restableció el mercado doble de cambios. Salvo el semestre de mercado único del ministro Alemann, diversas alternativas del control de cambios han regido los pagos internacionales de la Argentina desde aquel entonces.

SINTESIS
REGIMENES Y POLITICAS CAMBIARIAS
1931-1981

1931-1933

Creación de la Comisión de Control de Cambios (noviembre de 1931) y establecimiento de un control *absoluto* de las operaciones cambiarias (comerciales, por servicios y financieras). Los exportadores quedaron obligados a entregar todo el cambio proveniente de sus embarques en plazos determinados. Para la importación y las transferencias de fondos fue necesario contar con permisos otorgados por la Comisión. El mercado paralelo de divisas no estaba reconocido oficialmente y su desarrollo era incipiente. El tipo de cambio oficial era *único* y se observó una brecha media de 40%.

1934-1937

Reorganización fundamental del mercado de cambios. Establecimiento del *mercado doble*; se creó un mercado oficial para la mayoría de las transacciones corrientes y uno libre para las operaciones restantes (legalización del mercado paralelo). En el mercado oficial rigió un tipo fijo y relativamente bajo para las exportaciones tradicionales y un tipo inicialmente variable (licitaciones diarias) y luego fijo y superior al anterior para las importaciones. Aparición del Margen de Cambios: había una flotación administrada en el mercado libre. Introducción del permiso *previo* de importación y del aforo para la exportación tradicional. Total libertad para la entrada y salida de fondos financieros. Se observó una brecha media de 20%.

1938-1940

Preservación del mercado doble y el margen de cambios. Restricciones al otorgamiento de permisos previos de cambio, particularmente en relación con las importaciones provenientes de los EE. UU. y otros países hacia los cuales el balance de pagos era desfavorable. Suspensión del otorgamiento de los permisos para la importación de artículos "superfluos". Suspensión de la importación por el mercado libre y su incorporación al mercado oficial cursándosela a un tipo más alto que el vigente para las restantes importaciones. Esto implicó el renacimiento de las restricciones cuantitativas sobre la importación. La brecha promedió 19%.

1941-1945

Dentro de la organización descrita del mercado de cambios, se suprimió el permiso previo de cambio para la mayoría de las importaciones, estableciéndose un régimen de licitaciones para los artículos "superfluos". Transferencia de las exportaciones no tradicionales y a los países limítrofes desde el mercado libre al oficial con tipo comprador preferencial. Más tarde, las exportaciones no tradicionales empezarían a liquidar al tipo comprador básico. Establecimiento (1943) de un *permiso de entrada o salida de capitales*, que vino a quebrantar la absoluta libertad que regía desde 1933. La brecha promedió 10%.

1946-1949

Desdoblamiento de los tipos oficiales compradores y vendedores en básico y preferencial. El mercado paralelo deja de ser reconocido oficialmente. Disposición de un *contralor selectivo* de las importaciones, restablecimiento de cuotas de importación, e instauración con carácter general del permiso previo de cambio (enero de 1947). No podían importarse bienes no "esenciales" de países no limítrofes o sin convenio. Perpetuación de los controles sobre las salidas de fondos y progresiva liberalización de las entradas. Emisión de permisos previos de cambio *rigurosamente selectiva* y devaluaciones ocultas merced a la creación de tipos preferenciales (1949). Múltiples tipos de cambio. La brecha promedió 113%.

1950-1955

Decidido criterio selectivo en el otorgamiento de permisos previos. Prorratio de divisas conforme a consumos registrados e importaciones anteriores. Aparición del *sistema de pagos diferidos* y de la *importación sin uso de divisas*. Supresión del régimen de licitaciones. La brecha promedió 274%.

1955-1958

Liberalización gradual del mercado de cambios. Único tipo oficial (fijo) y recreación del mercado libre (en flotación administrada). Transferencia de creciente número de importaciones y algunas exportaciones al mercado libre. Libre movilidad internacional de capitales para los fondos ingresados a partir de octubre de 1955, en un comienzo, y poco a poco para aquellos ingresados con anterioridad. Reimplantación de los aforos de exportación. La brecha osciló entre 100% y 110%.

1959-1963

Derogación del régimen de cupos y permisos de importación, de la liquidación obligatoria de divisas de exportación y del tratamiento diferencial de exportaciones e importaciones. *Mercado único y libre transferencia*. Flotación administrada. Brecha nula.

1964-1966

Obligatoriedad general de negociar las divisas provenientes de la exportación en plazos determinados. Prohibición de importar artículos "prescindibles" o suministrables por la industria nacional. Se favorece la importación de bienes de capital con plazos de financiamiento más largos. Se prohíbe la constitución de depósitos en moneda extranjera y se dispone la liquidación de los existentes. Todo tipo de transferencias de fondos al exterior quedó sujeta al cumplimiento de condiciones de legitimidad. El tipo de cambio oficial siguió un *crawling-peg* pasivo. La brecha promedió 20%.

1967-1971

Plena liberalización de los movimientos de capitales. Abolición de la obligación de liquidar las divisas de exportación en plazos determinados. Desaparición de todo rastro de supervisión o aprobación oficial de importaciones. Las instituciones bancarias quedan autorizadas a recibir depósitos en moneda extranjera, a la vista y a plazo fijo. Tipo de cambio fijo y único. Brecha nula hasta el tercer trimestre de 1970. Entonces comienza a revertirse la política cambiaria: se controlan los egresos de fondos financieros y un año después reaparece el control global.

1971-1976

Reinstalación integral del control de cambios. Se crea un mercado comercial (con un tipo fijo y único) para las exportaciones tradicionales, las importaciones *permitidas*, el 90% de las exportaciones no tradicionales, y los fletes y seguros; y un mercado financiero (flotante al principio y luego fijo) para las transferencias de capitales e intereses, las operaciones de cambio a término y el 10% de las exportaciones no tradicionales. Reaparición del mercado paralelo (no reconocido legalmente). Continúan en vigencia las restricciones a la salida de fondos dispuestas en 1970. Devaluaciones encubiertas del peso vía la autorización a liquidar porcentajes crecientes de divisas comerciales por el mercado financiero. Incentivos al endeudamiento privado con el exterior. La brecha promedió 30% en 1972-1973 y osciló entre 120% y 170% en 1974 y 1975. Primeras maxidevaluaciones de la moneda nacional en marzo y junio de 1975. A partir de julio tuvo lugar una política de devaluaciones frecuentes y abiertas, y sucesivas reorganizaciones del mercado cambiario hasta llegar al sistema simplificado de marzo de 1976: un mercado oficial para las transacciones comerciales y uno "libre" para el resto.

1976-1981

Se continúa el doble mercado señalado hasta la unificación de noviembre de 1976. Durante el intervalo se practicaron devaluaciones encubiertas (la brecha promedió 80%). A partir de la unificación

fueron eliminándose restricciones de pagos de importaciones, autorizándose transferencias de obligaciones por utilidades y repatriación de capitales y se abrió la posibilidad de comprar hasta US\$ 1000 por persona y sin declaración jurada. En 1977 se estableció en un año el plazo mínimo de contratación de préstamos externos, y al poco tiempo se amplió el plazo a dos años. En 1978 se dispuso el depósito obligatorio, en moneda nacional y sin recibir pago de intereses, de 20% de los préstamos contratados afuera. A fines de ese año la política de restricción sobre el ingreso de fondos se revirtió (liberalizándose completamente en 1980) y la adquisición de divisas fue llevada a US\$ 20.000 por persona y sin declaración jurada; asimismo, se extendieron los plazos de liquidación de divisas de exportación y se redujeron las exigencias de financiamiento externo de importaciones. Desde la unificación hasta diciembre de 1978 se practicó un crawling-peg pasivo y luego, hasta abril de 1981, un crawling-peg activo (la tablita). En junio de 1981 se reinstauró el mercado doble. Desde la unificación hasta el mercado doble, la brecha fue nula.

IV

EL CONTROL DE CAMBIOS Y LA FUGA DE CAPITALES¹

Aun en épocas de estricto control de cambios, las autoridades económicas permiten ciertos movimientos de fondos que el balance de pagos registra. En contraste, en épocas de libre transferencia —con brecha cambiaria nula— tienen lugar movimientos encubiertos de fondos (evasión de impuestos o de restricciones al comercio exterior, actividades ilegales, etc.) que, naturalmente, el balance de pagos (oficial) no capta. De manera que en toda época las estadísticas convencionales sólo han abarcado una fracción del verdadero volumen de las transacciones comerciales y financieras entre el país y el resto del mundo, siendo la diferencia no registrada más o menos estrecha según la intensidad de las distorsiones aludidas. El propósito de esta sección es doble: por una parte, contrastar empíricamente la eficacia del control de cambios como herramienta de contención de los flujos de salida o entrada de fondos, y, por otra, aislar los factores de orden general que desencadenaron los movimientos. El plan de la exposición es el siguiente: en primer lugar se presentarán los tres métodos elegidos para medir los flujos de fondos calificados como fuga de capitales, detallándose en qué consiste cada uno de ellos y enfatizándose sus diferencias más importantes. En segundo lugar, se aplicarán los métodos sobre idénticos períodos de series homogéneas del balance de pagos y la deuda externa, a fin de posibilitar las comparaciones. Las mediciones resultantes serán co-

1. Esta sección reconoce como referencias las obras de Cumby y Levich; Gulati; Arriazu, Leone y López Murphy; y Rodríguez, que se citan en la bibliografía.

regidas por estimaciones de sobre y subfacturación de exportaciones e importaciones comerciales, especialmente preparadas al efecto. En tercer lugar, se ordenarán las principales conclusiones. Como apéndice del trabajo se publica una reconstrucción del balance de pagos para el período 1900-1986.

1. LOS METODOS

La fuga de capitales es más fácil de medir que de definir. Las definiciones habituales –necesariamente arbitrarias– se dividen en dos clases: en la primera figuran aquellas que no distinguen entre salidas "normales" de capitales y fuga de capitales, apuntando a medir la adquisición neta de activos externos, o de algún subconjunto de éstos, por parte del sector privado; mientras que en la segunda clase se intenta hacer la distinción recurriendo a la medición del stock de activos externos que no generan ingresos que se registren en el balance de pagos.

Cuddington: es el método más simple y pertenece a la primera clase de definiciones. Se concentra en los flujos de capitales de *corto plazo*, antes que en la adquisición global de activos externos por parte del sector privado, apoyándose en la presunción de que aquéllos capturan más apropiadamente la noción de fuga de capitales. En opinión del autor, este fenómeno es, en esencia, un cambio en la composición de la cartera financiera del sector privado. El método consiste en sumar a los movimientos financieros de corto plazo, el rubro "Errores y Omisiones" del balance de pagos, pues el mismo encubriría parte de dichos movimientos. El método ha sido aplicado flexiblemente por su autor, adaptándose a países o coyunturas específicas. En la ocasión, se presenta una aplicación muy sencilla cuyo producto debe ser visto más como un indicador de tendencia que como una cuantificación precisa del fenómeno. El procedimiento merece dos críticas básicas: por una parte, no hay razón convincente para excluir de la estimación los flujos de largo plazo, en atención a la escasa pérdida de liquidez asociada a colocaciones tales como bonos de largo plazo (especialmente aquéllos emitidos por el Tesoro estadounidense, los eurobonos, etc.); y, por otra parte, el rubro Errores y Omisiones no contabiliza solamente movimientos de capitales de corto plazo no registrados.

Banco Mundial: dentro de la primera clase de definiciones, responde al concepto más abarcador y es probablemente el más empleado para medir el fenómeno. Consiste en lo siguiente:

$$\begin{aligned}\text{Fuga de Capitales} = & \text{Aumento de la Deuda Externa (pública y privada)} \\ & \text{Más Inversión Directa (del exterior en el país)} \\ & \text{Más Resultado de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos} \\ & \text{Más Caída de las Reservas Internacionales}\end{aligned}$$

El procedimiento corporiza la noción de la restricción presupuestaria que enfrenta cualquier país: si una economía se endeuda con el exterior en \$ 10, recibe inversiones reales por \$ 5 y su banco central pierde reservas de oro y divisas por \$ 5 en el ejercicio, lo cual totaliza una afluencia o uso de recursos externos por \$ 20, pero sólo eroga \$ 10 por encima de su ingreso nacional (déficit de cuenta corriente), entonces se verifican salidas de fondos por \$ 10, registradas o no, legales o ilegales, de corto o largo plazo. Por supuesto, hay salidas de capitales que hacen a la lógica y natural diversificación financiera del sector privado, entre activos nacionales y extranjeros; no obstante ello, según el enfoque todo cae en la definición de fuga de capitales. Esta es la más importante objeción al procedimiento y sus ventajas estriban en una relativa objetividad y en la accesibilidad de las estadísticas requeridas.

Dooley: se inscribe dentro de la segunda clase de definiciones. Es comparativamente sofisticado y requiere estadísticas que compila el FMI sólo desde 1972. Consiste en lo siguiente:

$$\begin{aligned}\text{Fuga de Capitales} = & \text{Salidas de Capitales (corto y largo plazo) registradas en el Balance de Pagos.} \\ & \text{Más Errores y Omisiones} \\ & \text{Más Aumento de la Deuda Externa (pública y privada)} \\ & \text{Menos Endeudamiento (corto y largo plazo público y privado) registrado en el Balance de Pagos} \\ & \text{Menos Aumento de los Activos Externos que devengan intereses registrados en el Balance de Pagos.}\end{aligned}$$

En sus estimaciones, el autor del método ha recurrido a la serie de deuda externa computada por el Banco Mundial; en la presente

investigación se empleará la serie del BCRA. El procedimiento contempla sumar a las salidas de fondos identificadas y los errores y omisiones, la diferencia entre el aumento de la deuda externa y el flujo de pasivos internacionales registrados; si estos dos conceptos fueran debidamente asentados en el balance de pagos, la diferencia entre ellos sería obviamente nula, sin embargo, el endeudamiento reportado por el Banco Mundial o el BCRA es considerablemente mayor que aquél identificado en las cuentas internacionales, entendiéndose que la discrepancia constituye una acumulación privada de activos externos. Por último, a la suma algebraica de los ítem anteriores se le resta el aumento de los activos externos que devengan intereses registrados; el stock de los mismos se estima capitalizando los pagos brutos de intereses del exterior registrados en la cuenta Servicios Financieros del balance de pagos, con la tasa (nominal) de interés que devengan las letras de la Tesorería estadounidense. El saldo de las operaciones practicadas corresponde a las salidas de fondos, registradas o no, cuyos intereses devengados no son computados en el balance de pagos. Por esta característica, se concluye que tales salidas constituyen fuga de capitales.

Los tres métodos descriptos adolecen de un defecto fundamental: no tienen en cuenta los flujos de capital que se cuegan por la cuenta corriente, es decir la sobre y subfacturación de exportaciones e importaciones. Para subsanarlo, se ha calculado el monto anual de estas transferencias ocultas a partir de las tablas (de doble entrada) de flujos comerciales entre la Argentina y los países industriales, que publica el FMI con datos desde 1958. A continuación se exponen estimaciones de fugas "netas" de capitales.

2. LAS ESTIMACIONES

FUGA DE CAPITALES¹
(US\$ millones corrientes)

	Subfac- turación exporta- ciones	Subfac- turación importa- ciones	Saldo neto	Cuddington ²	Método Banco Mundial ²	Dooley ²
1958	45	- 200	- 154	- 65	-	-
1959	69	- 354	- 285	- 289	-	-
1960	65	- 207	- 142	- 110	-	-
1961	42	- 292	- 250	- 373	- 421	-
1962	81	-138	- 57	279	195	-
1963	3	31	34	271	175	-
1964	99	- 135	- 36	1	223	-
1965	179	- 151	28	204	- 25	-
1966	196	- 134	62	257	373	-
1967	156	- 92	64	- 187	- 252	-
1968	107	- 217	- 111	- 255	- 49	-
1969	195	- 341	- 146	- 87	326	-
1970	161	- 337	- 175	- 365	137	-
1971	158	- 212	- 53	327	604	-
1972	50	- 192	- 142	- 81	860	1.113
1973	432	- 133	300	154	569	- 861
1974	498	- 521	- 23	17	1.888	- 308
1975	484	- 34	451	294	- 248	3056
1976	309	- 193	116	355	- 21	- 441
1977	630	- 287	343	872	857	2.066
1978	703	- 1.055	- 352	1.172	2.574	- 458
1979	626	- 2.917	- 2.290	- 3.966	496	- 6.136
1980	400	- 2.097	- 1.697	560	5.199	4.781
1981	661	- 876	- 215	8.546	8.314	7.713
1982	852	- 617	235	5.427	6.748	8.211
1983	942	- 1.568	- 626	1.190	- 1.713	1.708
1984	1.028	- 1.160	- 132	- 1.565	- 1.417	- 1.058
1985	1.097	- 526	571	764	1.199	- 2.067
1986	65	- 568	- 504	-	- 179	-
Total	10.333	- 15.523	- 5.186	12.447	25.420	17.319

1. El signo negativo señala entrada de capitales. Los guiones indican que no se pudo estimar.

2. Los valores indicados han sido ajustados por las sobre y subfacturaciones de las importaciones y exportaciones.

Fuente: FIEL, elaboración propia sobre la base de la bibliografía y las fuentes del balance de pagos.

FUGA DE CAPITAL¹
(en US\$ millones de junio de 1988)

	Subfac- turación exporta- ciones	Subfac- turación importa- ciones	Saldo neto	Cuddington ²	Método Banco Mundial ²	Dooley ²
1958	155	- 679	- 524	- 221	-	-
1959	235	- 1.201	- 966	- 980	-	-
1960	219	- 700	- 481	- 373	-	-
1961	144	- 994	- 850	- 1.269	- 1.433	-
1962	275	- 468	- 193	946	662	-
1963	9	106	115	922	596	-
1964	336	- 459	- 123	3	757	-
1965	595	- 503	92	679	-83	-
1966	632	- 432	200	828	- 1.202	-
1967	503	- 296	207	- 601	- 810	-
1968	335	- 682	- 347	- 800	- 154	-
1969	589	- 1.030	- 441	- 263	984	-
1970	470	- 981	- 511	- 1.063	399	-
1971	447	- 597	- 150	923	1.705	-
1972	135	- 520	- 385	- 219	2.322	3.005
1973	1.026	- 315	711	366	1.350	- 2.044
1974	1.000	- 1.047	- 47	34	3.793	- 619
1975	890	- 62	828	541	- 456	5.619
1976	543	- 339	204	624	- 37	- 775
1977	1.043	- 475	568	1.444	1.419	3.421
1978	1.080	- 1.621	- 541	1.801	3.955	- 704
1979	938	- 4.367	- 3.429	- 5.938	-743	- 9.187
1980	479	- 2.508	- 2.029	670	6.220	5.720
1981	725	- 961	- 236	9.367	9.113	8.454
1982	915	- 663	252	4.864	7.251	8.823
1983	1.000	- 1.664	- 664	1.263	- 1.818	1.812
1984	1.065	- 1.202	- 137	- 1.622	- 1.469	- 1.097
1985	1.143	- 548	595	796	1.249	- 2.153
1986	70	- 610	- 540	-	- 192	-
Total	16.996	- 25.818	- 8.822	12.722	35.784	20.278

1. El signo negativo señala entrada de capitales. Los guiones indican que no se pudo estimar.

2. Los valores indicados han sido ajustados por las sobre y subfacturaciones de las importaciones y exportaciones.

Fuente: FIEL, elaboración propia sobre la base de la bibliografía y las fuentes del balance de pagos.

3. OBSERVACIONES GENERALES Y PRINCIPALES CONCLUSIONES

1. Contrariamente a la sabiduría convencional, la sobre y subfacturación de transacciones comerciales no ha sido, en lo fundamental, un canal de fuga de capitales sino de entrada encubierta de fondos. En consecuencia, su incorporación en las mediciones tiende a reducir sensiblemente las estimaciones de salidas "anormales" de fondos. Entre 1958 y 1986, el mecanismo operó como vehículo de ingreso de fondos en 19 oportunidades por un monto global de US\$ 11.900 millones, en moneda de 1986, en tanto que fue vehículo de salida en 10 oportunidades por un monto global de US\$ 3660 millones; de modo que la fuga de capitales apenas alcanzó a 24% de las transferencias por esta vía.

2. La explicación de tal tendencia reside en que estadísticamente la sobrefacturación de importaciones virtualmente no ha tenido lugar en la Argentina. Entre 1958 y 1986, sólo se registra sobrefacturación en 1963 y por apenas 3% de las importaciones; para los años restantes las estimaciones indican que hubo subfacturación de importaciones. La subfacturación promedió 16% de los valores importados, con picos de 36% en 1959 y 44% en 1979, y valles de 1%, 6% y 7% en 1975, 1976 y 1977. Se visualizan dos razones básicas en tal sentido: por un lado, el claro incentivo a eludir recargos, aranceles y trabas aduaneras excesivas y, por el otro, que sobre este movimiento oculto de fondos operan los mismos incentivos que afectan los flujos globales de capitales. Considérese un ejemplo: en 1959 hubo una corriente de entrada de fondos, según el método Cuddington sin ajuste, y los recargos aduaneros y depósitos previos de importación fueron excepcionalmente elevados; concomitantemente, la subfacturación de importaciones excedió holgadamente la subfacturación de exportaciones, entrando al país por esta vía un volumen de fondos que prácticamente triplicó los ingresos de capitales no compensatorios (de corto y largo plazo, públicos y privados) del balance de pagos. En adelante, aunque el flujo de fondos así ingresados continuó siendo significativo hasta 1961 inclusive, la subfacturación de importaciones como porcentaje de las mismas fue debilitándose hasta transformarse en sobrefacturación en 1963. ¿Por qué? Tentativamente, el comportamiento puede explicarse en estos hechos: con el transcurso del tiempo los recargos aduaneros fueron disminuyendo y los depósitos previos eliminados, en tanto que la in-

certidumbre política (y luego financiera) reinante en 1962 y 1963 hizo que se desvaneciera el atractivo que el país venía ejerciendo.

3. La Argentina ha sufrido fuga de capitales especialmente en aquellos períodos de control de cambios y restricciones sobre la salida de fondos. Entre 1964 y 1966 rigieron diversos impedimentos a la libre transferencia al exterior, no obstante lo cual el período se caracterizó por incesantes egresos, que quizá se vieron disminuidos en 1965. Entre 1971 y 1975 se reinstauran los controles sobre las salidas de capitales —esta vez más severos—, y a pesar del hecho se registró un cuadro de intensas fugas, con la probable excepción —según el método Dooley— de los años 1973-1974, en los que coincidieron muy altos niveles de términos de intercambio y cierta atenuación inflacionaria. Finalmente, entre 1981 y 1986 retornaron una vez más los controles (salvo el breve intervalo del ministro Alemann) y se verificaron tanto fuertes salidas como entradas. En 1981 (gran incertidumbre política) y 1982 (Guerra de Las Malvinas) se produjo una fuga de fondos masiva y rotunda, de acuerdo con cualquiera de los métodos; respecto de 1983 las estimaciones no son concluyentes, aunque puede apreciarse una marcada desaceleración de las salidas según Cuddington y Dooley, entretanto el método del Banco Mundial señala una significativa entrada; ya en 1984 todas las estimaciones destacan notables ingresos; en 1985 parecería haber prevalecido una tendencia de salida; mientras que en 1986 habrían acontecido débiles entradas.

4. Por el contrario, las entradas de capitales han tenido lugar, mayoritariamente, en períodos de mercado único de cambios y libre transferencia, los cuales coincidieron con enérgicas reducciones del déficit fiscal consolidado. En este punto se impone una acotación: las crisis y los eventuales reemplazos en la conducción política nacional —cuando crearon expectativas de una pronta reinstauración de los controles—, invirtieron velozmente el sentido de los flujos. La lectura de la experiencia argentina (Capítulo III) es elocuente al respecto. En tal sentido, puede argumentarse que la principal causa de las fugas de capitales de 1962 y 1963 fue la atmósfera de incertidumbre política reinante en esos años; aplicándose parecido argumento a la intensa pero breve salida de fondos ocurrida a mediados de 1969. Simétricamente, los ingresos de capitales de 1976 habrían sido incentivados por un cambio de régimen percibido como dura-

dero. Al revés, la sustancial fuga de 1980 tuvo mucho que ver con las dudas generalizadas acerca de la permanencia de la política cambiaria, en vista del recambio político que se avecinaba y de la inconsistencia que el público presumía entre la escala de devaluación del peso y el desequilibrio fiscal.

5. Las investigaciones de Arriazu, Leone y López Murphy² para el período 1971-1983 y de Rodríguez para 1971-1986, corroboran en líneas generales nuestras estimaciones. Para despejar dudas en relación con aquellos años en los cuales habría alguna inconsistencia entre nuestras estimaciones, cabe consignar que tanto Rodríguez como las inferencias efectuadas a partir del trabajo de Arriazu y otros, señalan que entre 1972 y 1975 se produjeron incesantes fugas, que promediaron unos US\$ 700 millones anuales según Rodríguez y poco menos de US\$ 1000 millones según la otra fuente. Asimismo, para 1976 ambas investigaciones destacarían entradas de alrededor de US\$ 100 millones. Respecto de 1978 confirman la impresión de que habrían preponderado las salidas, y sobre 1983 ambas fuentes coinciden en subrayar significativos ingresos que fluctuarían entre US\$ 400 millones y US\$ 1200 millones. Rodríguez estimó que en 1984 persistieron aflujos por US\$ 1200 millones, que la situación se invirtió en 1985 con egresos por US\$ 600 millones, volviendo a revertirse en 1986 con tímidos ingresos de US\$ 300 millones.

2. Las estimaciones de fuga o ingreso de capitales que se le atribuyen a Arriazu, Leone y López Murphy, constituyen, en realidad, estimaciones propias elaboradas tras seleccionar y reordenar algunas series estadísticas que aquéllos prepararon con el fin de examinar la consistencia entre las cifras del balance de pagos y la deuda externa. Concretamente, en el presente trabajo se ha procedido a corregir por sobre y subfacturación la discrepancia surgida entre la variación de la deuda externa privada, los movimientos de capitales no compensatorios del sector privado y el ítem Errores y Omisiones del balance de pagos.

V

LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL RECIENTE ALGUNOS CASOS SELECTOS

La adopción del control de cambios alrededor de 1931 fue un fenómeno internacional que partió de las grandes economías industriales y se propagó, en cuestión de meses, a la mayoría de las economías en vías de desarrollo. La gran depresión y la carrera de devaluaciones competitivas entre las principales monedas en los años 30, la Segunda Guerra Mundial y su estela de bilateralismo e inconvertibilidad, y luego, durante la reconstrucción de posguerra, el permanente temor de los bancos centrales a perder reservas internacionales en el contexto de un sistema multilateral de tipos de cambio fijo -Bretton Woods-, fueron circunstancias que acostumbraron a dar por descontada la presencia del control de cambios en el paisaje de la economía internacional. Hacia 1958 se comenzó a dismantelar los esquemas de tipos múltiples de cambio, sin mayores cuestionamientos a los controles sobre los movimientos de capitales por parte de la comunidad financiera internacional; Bretton Woods sobrevivía y prevalecía la noción de que las trabas sobre los flujos financieros son menos dañinas que las trabas sobre el comercio de mercancías. A pesar del abandono del sistema de Bretton Woods en 1971 y la subsecuente flotación de los tipos de cambio entre las principales monedas, la excepcional turbulencia de los años 70 (shocks de términos de intercambio, recrudecimiento de la inflación, recesión y debilitamiento del dólar estadounidense como patrón internacional), revivió la moda de los controles en el mundo. Si bien en esa ocasión los países industriales que recurrieron a los mismos se constriñeron a impedimentos específicos a las entradas o salidas de capitales, evitándose entorpecer los pagos internacio-

nales (comerciales o financieros) y recrear mercados paralelos o brechas cambiarias. La experiencia de fuga de capitales, pérdida de bases tributarias y deterioro del crédito internacional había dejado alguna enseñanza. A los pocos años de experimentación, el control de capitales empezó a desprestigiarse y caer en desuso pues se generalizaba la comprobación de su ineficacia: siempre quedaba algún hueco no reglamentado o imposible de interferir por el cual el capital continuaba fluyendo y neutralizando casi completamente el impacto de las prohibiciones, tanto en Alemania Federal como en Uganda. Ante parecidas restricciones –o incentivos–, el público reacciona análogamente en las antípodas.

En la década que corre, la tendencia de liberalización cambiaria e integración financiera ha ganado fuerza. Una cantidad de países de bajo ingreso per cápita, muy dispersos geográficamente y de incipiente desarrollo y sofisticación financiera, ha producido exitosas reformas cambiarias, comúnmente distinguidas por la unificación de cambios, la flotación administrada y una liberalización a veces instantánea y otras progresiva de las transferencias de fondos entre el país y el exterior. Por lo general, después de cierta depreciación inicial, las monedas nacionales se han revaluado, las fugas de capitales se han atenuado sino revertido, los balances de pago han mejorado y la inflación se ha desacelerado. En Europa, con la mirada puesta en la formación de un único mercado financiero en 1992, el signo es la *libre transferencia*, que es la política de Alemania Federal e Inglaterra, entre los países grandes, y hacia la cual marchan decididamente Francia, España e Italia. La unificación de cambios y la libre transferencia marcan el tono de la época. La Argentina no ha sido históricamente inmune a las ondas internacionales. No lo fue en 1931 cuando nacieron los controles en las formas que conocemos, tampoco lo fue a fines de la década de 1950 cuando la política era la desregulación, ni lo fue a principios de la década de 1970 cuando los controles se reinstauraron. Actualmente la Argentina corre a contramano de los tiempos. Esto tiene un costo, que va más allá de la pérdida de eficiencia global de la economía, la pérdida de bases impositivas y una tendencia a la fuga de fondos. Se trata de la pérdida de crédito internacional del país. Así como el mundo se pre-dispone favorablemente hacia el país cuando rigen las instituciones republicanas, la comunidad económica internacional y los inversores de todas partes –con los mismos argentinos a la cabeza– evalúan más atentamente las posibilidades de crecimiento nacional cuando

rige el mercado único y la libre transferencia. No es casual, puesto que esta política envía al mundo señales de estabilidad financiera interna.

La presente sección comentará, en primer lugar, las recientes experiencias con el control de capitales de Alemania Federal –cuya burocracia generalmente despierta admiración por su eficacia administrativa–; Italia –donde el vínculo entre el control y el servicio de la deuda pública presenta un sorprendente paralelo con la Argentina–; España, Inglaterra y Uruguay. En segundo lugar, se comentarán las exitosas liberalizaciones de un variado grupo de países en vías de desarrollo. Finalmente, se destacarán aspectos del presente proceso de unificación financiera de Europa.

ALEMANIA FEDERAL¹

Hacia fines de la década de 1960 los inversores internacionales empezaron a privilegiar las tenencias denominadas en marcos alemanes en detrimento de las denominadas en dólares americanos, lo cual originó una tendencia revaluacionista del marco. Las autoridades alemanas juzgaron que los ingresos de capitales eran excesivos y que darían lugar a un serio problema de política económica. En virtud de ello fueron creando un esquema de controles sobre los movimientos de fondos, inicialmente con el objeto de resistir la revaluación del marco y luego para aislar el mercado monetario interno, que a fines de 1973 constituía el control de capitales más exhaustivo de Europa. El mismo se fue conformando de la manera siguiente:

1) Abril de 1970: se dispone un encaje legal de 30% sobre el aumento de los pasivos externos de los bancos alemanes, respecto de una fecha reciente. En mayo de 1971 el tipo de cambio del marco comienza a flotar (quiebra de Bretton Woods) y se suspende el pago de intereses devengados por los depósitos bancarios de los no residentes.

Las entidades financieras no bancarias de Alemania se endeudaron con las filiales en el exterior de los bancos alemanes, y dado que el incremento del encaje legal no alcanzaba a las primeras ni a

1. Esta parte se basa en el trabajo de Hewson y Sakakibara que se cita en la referencia bibliográfica, y en entrevistas personales con funcionarios del Bundesbank.

las segundas, la banca alemana pudo evadir el control sin perder un solo negocio. La notable expansión de las actividades de las filiales extranjeras durante el período es testimonio del uso intensivo que se hizo de este canal.

2) Marzo de 1972: se crea el Bardepot que consiste en un depósito en efectivo de 40% de los préstamos realizados por no residentes a las entidades financieras no bancarias de Alemania. El depósito no deven-gaba intereses. Simultáneamente, se elevó a 40% el encaje legal sobre (el aumento de) los pasivos externos de los bancos alemanes.

Si se juzga la medida por su impacto sobre los pasivos externos de corto plazo de las entidades no bancarias, el Bardepot fue muy efectivo pues tales pasivos cayeron 5800 millones de marcos. No obstante, el impacto del Bardepot fue neutralizado a través de operaciones de largo plazo. Las empresas y bancos alemanes vendieron bonos nacionales y extranjeros en los mercados externos por un monto de 4900 millones de marcos en el primer trimestre de 1972, registrándose un incremento de 4600 millones de marcos respecto del primer trimestre de 1971.

3) Junio de 1972: se establece que los no residentes deben contar con autorización previa cuando fueran a adquirir activos financieros alemanes con tasa fija de interés. En julio se eleva el Bardepot a 50% y el encaje legal para la banca alemana a 60%.

Sin embargo, el efecto directo de este paquete de restricciones fue holgadamente neutralizado mediante la venta de activos externos pertenecientes a entidades bancarias y no bancarias. En particular, se liquidaron acciones y otros derechos sobre firmas e instituciones extranjeras.

4) Febrero de 1973: el requisito de autorización previa fue extendido a todo tipo de instrumentos crediticios, específicamente, acciones, participaciones en fondos mutuales y préstamos superiores a los 50.000 marcos.

En el primer trimestre de 1973 las operaciones financieras de largo plazo se contrajeron a sólo 900 millones de marcos, desde unos 5200 millones de marcos en el mismo trimestre del año anterior. Asimismo, los pasivos externos de corto plazo de las firmas no bancarias se redujeron en unos 5400 millones de marcos, sin percibirse ninguna compensación obvia a través de operaciones de corto

plazo alternativas. Cabe apreciar que a pesar de los severos impedimentos, durante febrero y marzo de 1973 los bancos alemanes registraron ingresos de capital de corto plazo por 8500 millones de marcos; la expectativa de revaluación del marco era de tal magnitud que cubría el costo de las inmovilizaciones requeridas y dejaba un beneficio suficientemente atractivo. Paralelamente, los ingresos de fondos por otras cuentas del balance de pagos hicieron que el rubro Errores y Omisiones saltara 13.000 millones de marcos en el primer trimestre de ese año.

La experiencia de estos años fue evaluada económicamente, concluyéndose que la neutralización del control fue probablemente total, en vista de que ninguna de las medidas ocasionó variaciones significativas de las tasas de interés en Alemania Federal. Incluso, se determinó que la tasa de interés norteamericana ejerció, a través del mercado del eurodólar, una mayor influencia sobre las tasas alemanas que la misma tasa de descuento del Bundesbank (banco central).

En los siguientes tres años el sistema de controles fue abandonado, no habiéndoselo restablecido en ningún momento. Actualmente, no existen restricciones a los pagos internacionales ni trabas sobre los movimientos de capitales. Ni siquiera para aquellos pagos derivados de transacciones comerciales sobre las que pesan limitaciones (por razones de seguridad, acuerdos bilaterales entre los EE.UU. y la Comunidad Económica Europea, política agropecuaria del mercado común, etc.). Tampoco pesan restricciones sobre los plazos de liquidación de exportaciones o importaciones, ni obligación de liquidarlas en momento alguno. Los residentes y los no residentes pueden tener cuentas en monedas extranjeras en la banca alemana y/o extranjera. En el presente no existe encaje diferencial para los depósitos en moneda extranjera.

ITALIA²

Con la crisis de balance de pagos del período 1972-1974, el control de cambios fue robustecido en Italia. Durante dos años hubo mercado doble y en 1973 se dispuso el depósito obligatorio de 50%

2. Acápito basado en el informe de Monti, Cesarini y Scognamiglio, la Memoria de 1987 de la Banca D'Italia, y entrevistas personales con funcionarios italianos e internacionales, especializados en el país.

de los fondos invertidos en el exterior, en bienes raíces o activos financieros, en una cuenta que no pagaba interés. Se impusieron, asimismo, estrictos límites sobre el financiamiento de los exportadores y los pagos por adelantado de los importadores. Desde 1976 en adelante, las violaciones de las regulaciones cambiarias fueron consideradas crímenes y quedaron sujetas a sanciones penales. Paralelamente, se estimuló con decisión el endeudamiento externo directo o a través de bancos. Se observó una política asimétrica: cada vez que surgían dificultades de pagos internacionales las autoridades reforzaban los controles sin atenuarlos cuando se verificaba equilibrio o superávit de pagos. Así, el gobierno italiano llegó a ejercer uno de los controles cambiarios más complejos y severos entre los países industriales, especialmente con referencia a los movimientos de capital.

Se les ha reconocido cierta efectividad, y se los justifica como medio de contención de la tendencia de salida de fondos que ha promovido la inestabilidad política que aqueja al país desde tiempo atrás. Sin embargo, es difícil justificar el mantenimiento del control de capitales sin reconocer su vínculo con la situación presupuestaria del gobierno: en la actualidad la deuda pública asciende a 95% del PBI, siendo 99% de la misma, interna. El servicio de la deuda explica 8 puntos porcentuales de un déficit fiscal que supera 11% del PBI. Por ello y por el progresivo acortamiento de los plazos de rescate que la colocación de títulos públicos ha experimentado, el manejo de las tasas de interés de corto plazo cobra en Italia especial trascendencia. El control de las salidas de fondos rebaja la tasa local de interés. Adviértase el paralelo entre las circunstancias de la Argentina e Italia: en la Argentina el control de cambios abre una brecha entre los tipos oficial y libre, permitiéndole al gobierno abaratar la adquisición de divisas para servir su deuda *externa*; en Italia, el control prescinde de la brecha cambiaria pero opera sobre las salidas de fondos, "abaratando" la tasa local de interés que devenga la deuda pública *interna*.

Con la incorporación de la lira al sistema monetario europeo y en vista de la unificación financiera del continente prevista para 1992, se han producido importantes modificaciones. El límite para la liberalización de la cuenta de capitales es junio de 1990. En el presente, prácticamente no hay impedimentos sobre los movimientos de largo plazo, tales como las inversiones reales de empresas italianas en el exterior. En mayo de 1987 se liberaron los movimientos de fondos de mediano plazo, antes de lo acordado con otros países.

Persisten las restricciones a la salida de fondos de particulares por plazos inferiores a los seis meses –supuestamente ligados a los cambios de composición de la cartera financiera–. Las empresas pueden mantener cuentas bancarias en el exterior por razones inherentes al giro comercial. No hay obligación de liquidar cambios de exportación. Naturalmente, los ingresos de capital son absolutamente libres.

En síntesis, antaño el principio era: “Debe solicitarse autorización para la adquisición de cualquier tipo de activo extranjero, a menos que la inversión se encuentre específicamente permitida”. El principio legislativo comenzó a debatirse en 1985, para ser finalmente cambiado en 1986. Hoy es a la inversa: “Toda salida está permitida, excepto aquélla específicamente no autorizada”.³

ESPAÑA⁴

Como Alemania Federal e Italia, España tiene mercado único de cambios desde el lanzamiento del plan de estabilización de 1959, por el cual –entre otras políticas de desregulación– se abandonó la virtual autarquía comercial a la que el país había llegado y se eliminó el sistema de múltiples tipos de cambio. Desde 1978 la peseta es objeto de una flotación administrada, guiada por un índice de tipo de cambio efectivo real respecto de la Comunidad Económica Europea, hay libertad para la entrada y la salida de capitales, refiriéndose la única restricción de importancia existente a las salidas de fondos financieros de corto plazo (hasta tres meses). En septiembre de 1989 la peseta sería parte del ECU (unidad monetaria europea), no obstante lo cual desde 1986 la moneda española viene haciendo un “seguimiento” (*shadowing*) del marco alemán. Se estima que antes de 1992 la peseta entraría en el sistema monetario europeo.

La política de liberalización de los movimientos de capitales e integración financiera adquirió intensidad hace unos tres años. A mediados de 1985, como parte de una política destinada a facilitar el

3. En el momento de cerrar este estudio, Italia sancionaba una nueva reforma al sistema cambiario que profundiza la liberación a partir del 1º de octubre de 1988, liberalizando totalmente las transacciones de capital, con vistas a la integración europea de 1991. Sólo se mantiene la restricción de manejar las operaciones en divisas a través del sistema cambiario.

4. Texto basado en López-Claros y Banco de España

ingreso de España en la Comunidad Económica, las autoridades emprendieron una sustancial desregulación de la inversión directa extranjera. En gran medida como resultado de la misma, los capitales entrados al país en tal concepto crecieron 43% respecto del año anterior. En opinión de los inversores internacionales, esta política enlaza más estrechamente a España con el resto de Europa y afianza la estabilidad política, volviendo más atractivas las posibilidades de inversión real en suelo hispano. La situación fiscal es buena y el problema monetario español en el último bienio ha sido cómo evitar la revaluación de la peseta, ya que se verificaban ingresos anuales de capitales por US\$ 8000 millones (radicaciones industriales básicamente) y de turismo por US\$ 17.000 millones. La respuesta al problema consistió en acelerar la liberalización de las salidas de capital. A fines de 1986, con una anticipación de dos años respecto de lo acordado para acceder a la Comunidad, fue desregulada la inversión directa en el exterior por parte de residentes españoles. Actualmente, las instituciones financieras y los particulares en general pueden comprar activos externos en las bolsas extranjeras dentro de amplios límites. A fines de 1987 fue completamente liberalizada la adquisición de moneda extranjera y cheques de viajero.

INGLATERRA⁵

Los controles cambiarios surgieron en Inglaterra durante la Primera Guerra Mundial, y fueron removidos completamente en 1925. Controles totales fueron nuevamente impuestos al estallar la Segunda Guerra Mundial y mantenidos hasta 1979.

Los controles se concentraron enteramente en la cuenta capitales del balance de pagos. Este fue un grave error de política económica, puesto que tradicionalmente Gran Bretaña presentaba déficit en su balanza comercial, compensado por un fuerte superávit en su cuenta capital proveniente de los ingresos netos de los activos británicos en el exterior. Una gran parte de estos activos se redujeron durante las dos guerras, pero mientras que al final de la Primera Guerra Mundial gracias a la libertad cambiaria imperante a partir de 1925, se lograron recomponer estos activos externos, y alimentar con sus ganancias la cuenta capital del balance de pagos, el mante-

5. Este acápite se basa en el material provisto por el Banco de Inglaterra.

nimiento de los controles después de la Segunda Guerra Mundial impidió recomponer la posición neta externa, y dio origen a las crisis recurrentes de balance de pagos que sufrió Inglaterra a partir de ese momento.

El gobierno del Reino Unido decidió abolir el control de cambios en 1979. El momento pareció muy adecuado, ya que coincidió con la expansión de la producción petrolera del Mar del Norte, que había transformado el déficit comercial en un superávit temporario.

La liberación cambiaria permitió un fuerte incremento de la integración financiera con el resto del mundo. Puso en pie de igualdad a residentes y no residentes en materia cambiaria, acrecentó el ingreso de inversiones a Inglaterra, se incrementaron las reservas de divisas, y amplió el movimiento turístico.

Ha habido además un cambio en las carteras de inversión, recomponiéndose lentamente el stock de inversiones inglesas en el exterior. Pese a ello los activos en el exterior representan sólo un 9% del total de la inversión.

Esta recomposición es muy importante, porque si bien el balance de divisas de Inglaterra descansa hoy en el petróleo del Mar del Norte, cuando estos ingresos petroleros comiencen a declinar, los ingresos provenientes de estas inversiones en el exterior ayudarán a equilibrar el balance de pagos inglés.

La "popularización" de la libertad cambiaria resulta además importante para evitar una reversión del marco de libertad que hoy rige.

URUGUAY

El control de cambios en este país reconoce orígenes muy parecidos a los del control argentino. La crisis de los años 30, las trabas al intercambio internacional en la forma de bilateralismo comercial y cambiario y la inconvertibilidad de la libra esterlina, se contaron entre las razones más importantes que determinaron la adopción del control. El mismo tuvo vigencia casi ininterrumpida entre 1931 y 1975, con la excepción de la interesante experiencia liberalizadora del ministro Azzini en el período 1958-1962. Tradicionalmente, el control consistió en dividir el mercado de cambios en dos submercados: un mercado oficial donde se practicaba una "cuotificación" de importaciones y se aplicaban aforos a las exportaciones, con un sistema de

múltiples tipos de cambio fijados por el gobierno; y un mercado financiero, para los movimientos de capitales, donde la cotización de la moneda flotaba libremente, por lo general. Las brechas paralelo/oficial fueron a veces elevadas, fluctuando entre 10% y 100%. Las filtraciones entre ambos mercados (o entre las cuentas corrientes y de capitales del balance de pagos) no fueron importantes históricamente, creyéndose que la sobrefacturación habría sido de alrededor de 5% a 10% de las importaciones. El control sobre las exportaciones tradicionales (carne y lanas) es sencillo y el de las no tradicionales, si bien difícil, habría originado escasa subfacturación pues las mismas no son importantes. Siempre hubo depósitos en moneda extranjera en Uruguay, de residentes y no residentes, constituyendo esto una tradición nacional que sólo fue mellada en una oportunidad, cuando se fijaron límites sobre el tamaño de las transacciones y fue necesario justificar las tenencias de divisas. Nunca se abrieron las cajas de seguridad, ni se confiscaron, siquiera parcialmente, los depósitos en moneda extranjera con el procedimiento de liquidarlos con un tipo oficial sobrevaluado. En suma, el Uruguay se ha caracterizado por mucho dirigismo en el sector mercancias y mucha libertad en el sector financiero.

La gestión del ministro Vegh Villegas en el período 1974-1976 modificó esencialmente la política económica seguida hasta entonces en el país. Se inició un proceso de gradual desregulación del mercado financiero, simplificación tributaria y apertura comercial, que tuvo su correlato en el plano cambiario. De entrada fueron suprimidos todos los controles que pesaban sobre el mercado de cambios financiero, que habían contribuido a la aparición de un mercado paralelo de divisas. No hubo más necesidad de revelar identidades y dejaron de existir límites sobre los montos a transferir. No se unificó el mercado de cambios, pero se abolieron los cupos de importación y los derechos de exportación, se impuso un tipo oficial único para todas las transacciones comerciales –aun cuando los términos de intercambio se habían deteriorado agudamente para el país (es importador de petróleo)–, y se practicó un crawling-peg con el tipo oficial, mientras el financiero flotaba libremente y desaparecía el paralelo. La política despertó mucha confianza y el éxito fue grande. Si bien se celebró un acuerdo con el FMI, el afianzamiento del programa lo hizo innecesario a los pocos meses. Se juzga que dos medidas fueron fundamentales para el restablecimiento de la confianza: la liberación del cambio financiero y la derogación del

impuesto a la renta (una especie de impuesto a las ganancias, cuarta categoría).

En 1978, con mayores reservas líquidas, se unificó el mercado de cambios, fijándose una "tablita" devaluatoria para el peso uruguayo. La libertad de movimientos de capitales fue preservada y era total. Por razones presupuestarias, la "tablita" fue abandonada en noviembre de 1982, iniciándose un ininterrumpido período de flotación muy poco administrada, que se extiende hasta hoy. Actualmente hay un único tipo de cambio y libre transferencia, la cual rige desde hace 14 años, sin interferencia alguna, en honor a una más vieja tradición. Se indican metas de crecimiento monetario, y el tipo de cambio se acomoda. El propósito es que la variación de reservas internacionales sea nula. El Banco Central "barre" el superávit comercial y la entrada de capitales para abonar los intereses de la deuda pública externa (alrededor de 3% del PBI).

LIBERALIZACION DE CAMBIOS EN PAISES EN VIAS DE DESARROLLO⁶

La conveniencia de la desregulación y la unificación de cambios en los países en vías de desarrollo es, a menudo, puesta en duda en razón del reducido tamaño de los mercados cambiarios y del escaso desarrollo de los mercados financieros locales. Se argumenta que la liberalización exacerbará la volatilidad de los tipos de cambio, encareciendo el costo de los seguros de cambio. Se cuestiona la capacidad de los países de bajo ingreso relativo para operar un sistema de tipos de cambio determinados por las fuerzas del mercado. A pesar de las supuestas falencias, en los últimos cuatro años un conjunto de países, de las más variada estructura financiera y económica, ha adoptado un sistema cambiario de mercado único y flotación administrada. El proceso comenzó a mediados de 1982 con la introducción en Uganda de un mercado secundario para la licitación de divisas; continuó con la flotación de Uruguay a fines del mismo año (el mercado único databa de 1978); prosiguió con el vuelco de Jamaica, Uganda y el Zaire en la primera mitad de 1984, quienes unificaron el doble mercado que regía hasta el momento; en octubre de 1984, las Filipinas unificó sus cambios, siendo imitada a los pocos

6. Texto basado en la obra de Quirk, Christensen, Huh y Sasaki que se cita en la bibliografía.

meses por Bolivia y la República Dominicana, y por Zambia en 1985; en 1986, Gambia, Guinea y Sierra Leona unificaron cambios y entraron en flotación, y Ghana y Nigeria comenzaron una transición también hacia la flotación unificada. La mayoría de estos países habían tenido previamente múltiples tipos de cambio, con un tipo fijo para ciertas transacciones, generalmente corrientes, en combinación con un tipo flotante y legal para las restantes transacciones; tal es el caso de Bolivia, República Dominicana, Ghana, Guinea, Jamaica, Nigeria, Sudáfrica, Uganda y el Zaire.

¿Por qué optaron por la unificación y la flotación? La mayoría de los países atravesaban por severas dificultades de balance de pagos, acumulaban fuertes atrasos de pagos externos, ciertamente disponían de escasas reservas líquidas y tenían grandes dudas en relación con la magnitud apropiada de la inminente devaluación y acerca de sus posibilidades de sostener la nueva paridad. Además, predominaba el deseo de incorporar al sector formal de sus economías un apreciable mercado no oficial o ilegal en el cual las monedas estaban marcadamente depreciadas, y donde se presumía la existencia de contrabando de mercancías y fuga de capitales (Bolivia, Gambia, Jamaica, Nigeria, Sierra Leona, Uganda, el Zaire y Zambia). En los casos particulares de Nigeria, Sierra Leona y Zambia la razón fundamental que indujo a la unificación fue la comprensión de que el sistema administrativo empleado anteriormente para distribuir las divisas había quebrado. Otra importante razón en diversos casos fue el deseo del gobierno de evadir la responsabilidad política de las devaluaciones.

Por lo general, la liberalización de las operaciones de cuenta corriente ha sido más profunda que la referida a la cuenta de capitales. Han sobrevivido ciertos controles sobre las transferencias de fondos al exterior, aunque éste no ha sido el caso de Bolivia, Gambia, el Líbano y el Uruguay. En Nigeria se ha previsto una pronta revisión del control sobre la salida de fondos, habiéndose liberalizado la entrada.

Resultados:

a) En aquellos países en los que se verificaron profundas liberalizaciones de cambios y de restricciones al comercio exterior, el mercado paralelo fue absorbido, o su importancia disminuyó mucho. Esto trajo considerables beneficios en materia de asignación de recursos, y acarreó un aumento de la base de tributación que se advierte en el mejoramiento de la situación presupuestaria.

b) Si bien la base estadística está aún en formación, se aprecia una sensible reducción de las fugas de capitales en todos los países —en algunos casos hasta ingresos— y una mejora de la cuenta corriente del balance de pagos en la mayoría de los países.

c) La evidencia señala que la flotación unificada no ha conducido a una depreciación sin límites de las monedas en ningún caso. Específicamente, en dos casos se registraron apreciaciones, en otros casos el tipo de cambio se elevó agudamente *hasta alcanzar el nivel del tipo paralelo*, deteniéndose allí la devaluación de la moneda, para luego devaluarse o revaluarse en función de la inflación nacional en relación con la internacional.

d) Tras la flotación unificada, la volatilidad de los tipos de cambio a la fecha ha sido menor que la observada antes de la liberalización en la mayoría de los casos, especialmente la del tipo *real* de cambio.

e) Se comprobó que en muchos casos la trayectoria del nivel general de precios al consumidor seguía, *antes de la unificación*, la evolución del tipo de cambio paralelo. La flotación unificada fue seguida por un cierto salto del índice de precios en respuesta, entonces, a la recuperación de las tarifas públicas y del precio relativo de los bienes que estaban sujetos a control oficial de precios. Al poco tiempo la tasa de inflación cedió; esto es particularmente cierto en aquellos países donde también se observa una reducción del déficit fiscal y una desaceleración del crecimiento monetario.

LA UNIFICACION FINANCIERA DE EUROPA EN 1992⁷

En Inglaterra, como ya se mencionara, hay tipo de cambio único con absoluta libertad de entrada y salida de fondos.

En Francia existen algunas pocas trabas sobre los movimientos de capitales, aunque están en vías de desaparición en vista de la futura integración financiera del continente.

En Bélgica hay doble mercado cambiario, aunque es considerado un país de libre transferencia. Los belgas han asumido el compromiso de que la brecha no exceda 1%. Tienen un importante déficit fiscal que financian con títulos públicos que colocan masivamente en el mercado de capitales alemán.

Irlanda, Portugal y Grecia exhiben control de cambios y no se vislumbra un cambio de política.

7. Texto basado en informes varios y diversas entrevistas personales.

Con exclusión de los últimos países, las restricciones cambiarias desaparecerían en Europa hacia 1992. La liberalización se practicaría en cada país no sólo en relación con los restantes miembros de la comunidad económica, sino también respecto de todos los países del mundo. Deberá prevalecer *el principio erga omnes*. En 1992 los países de la Comunidad Económica habrán alcanzado un *único espacio comercial y financiero*, con libertad total de pagos y de movimiento de capitales. Así se cerraría un ciclo histórico iniciado en 1931. En tal instancia, el desafío remanente en lo económico será la formación de un único mercado monetario, con un único banco central. El tema despierta apasionados debates.

VI

LIBERACION CAMBIARIA Y CRECIMIENTO

El presente capítulo tiene por objeto evaluar las razones que, en general, se invocan para el mantenimiento de los controles cambiarios en la Argentina, se analiza sus consecuencias para el país y, finalmente, a la luz de los resultados de dicha evaluación, se presentan los lineamientos para una propuesta de liberación cambiaria en la Argentina.

¿POR QUE SE MANTIENEN LOS CONTROLES?

Como se ha visto en el capítulo III, los orígenes de los controles cambiarios en la Argentina han quedado asociados al convulsionado panorama internacional que abarca la década de 1930 hasta la culminación de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, ¿por qué superados los problemas, ya sean internos, ya sean internacionales, invocados para establecer el control de cambios, se mantuvo, e inclusive se amplió dicho control?

Con excepción de los períodos 1959/1962, 1967/1970 y 1979/1982 (ocho años en cuarenta y siete), las restricciones a los movimientos de capitales, los permisos previos de importación, la obligación de venta al Estado del producido de las exportaciones y otras restricciones fueron la norma permanente en la Argentina.

Los argumentos esgrimidos, en general, para el mantenimiento de controles, aun en períodos que no pueden ser calificados de emergencia, se vinculan con la posibilidad de frenar la fuga de capitales en un país con fuerte inestabilidad política, con la necesidad de

mantener estable el tipo de cambio para estimular la industrialización y evitar las fluctuaciones que afecten la tasa de inflación y el salario real, y en nuestros días, con la llamada escasez estructural de divisas y el problema fiscal que genera la obligación de cumplir con los servicios de la deuda externa pública.

A continuación, se intenta evaluar cada uno de estos objetivos separadamente, aun cuando en realidad todos ellos están interconectados y requieren un tratamiento global, tal como se sugiere más adelante.

CONTROL DE CAMBIOS Y FUGA DE CAPITALS

La medición de la fuga de capitales, por su propia naturaleza, no resulta sencilla. De todas maneras, existen varios métodos reconocidos internacionalmente, expuestos en el capítulo IV, los cuales, si bien no aportan un número preciso, permiten tener una idea aproximada tanto de la tendencia como de los valores en juego.

Los cuadros N° 1 y 2 del capítulo IV presentan los tres métodos calculados, corregidos por las cifras de sobre y subfacturación de exportaciones e importaciones que aparecen en la primera columna de cada cuadro. Puede apreciarse que los tres métodos, para el período en que pudieron ser calculados, arrojan cifras considerables de fuga de divisas que van desde 13 mil millones de dólares en el período 1958-1985, hasta 25 mil millones de dólares en el período 1961-1986, pasando por 17 mil millones de dólares en el período 1972-1985 (cifras expresadas en dólares corrientes). El valor de estas estimaciones en dólares constantes, por su parte, arroja los siguientes resultados: 12.700 millones, 35.700 millones y 20.200 millones, respectivamente, para cada método.

La primera conclusión importante que surge del cuadro es que los controles resultaron *totalmente inoperantes* para detener la fuga de capitales. Podría argumentarse, sin embargo, que en ausencia de controles la fuga hubiera sido mayor aun. Como siempre, resulta difícil poner a prueba un argumento contrafáctico; pese a ello, un indicador aceptable que evidencia la falacia del argumento utilizado es que en los años del período estudiado, durante los cuales no hubo controles, predominaron los ingresos de capitales y no su salida. En otras palabras, la experiencia argentina muestra claramente la ineficacia de los controles como medio de evitar la fuga de capitales.

Puede señalarse que el ingreso de divisas se vincula con los incentivos a movimientos de capitales de corto plazo,¹ o a políticas que han inspirado confianza en el crecimiento estable del país; mientras que los egresos se explican como reversión de los ingresos de corto plazo,² o como respuesta a una política económica inflacionaria, convulsiones políticas, o una situación de desconfianza y estancamiento. En ese sentido, la existencia o no de controles ha sido más un elemento de distribución "regresiva y perversa" del ingreso, que un efectivo freno al movimiento de capitales.³

Esta distinción entre ingreso de capitales de corto plazo incentivados artificialmente con algún "premio" y movimientos genuinos originados en políticas económicas "confiables"⁴ resulta muy importante, en especial, en el momento de extraer conclusiones. Nótese que los dos períodos de la estimación que tuvieron libertad cambiaria prolongada en medio de un programa económico "confiable" -1958/1962 y 1967/1970- presentan un saldo positivo de ingreso de divisas.

Otro dato interesante de las cifras⁵ es que contrariamente a lo que se sostiene comúnmente en la Argentina, la alta protección arancelaria que prevaleció en los años de la estimación dio lugar a la *subfacturación y al contrabando de importaciones*, más que a la sobrefacturación de las mismas. Esto se explica claramente si se tiene en cuenta que, con excepción de períodos muy cortos, la brecha cambiaria entre el mercado oficial y el libre⁶ estuvo por debajo de la tasa promedio de los aranceles a la importación.^{7: 8}

Esta importante revelación de las estadísticas implica que la economía argentina estuvo, en general, más abierta que lo que registran

1. Mediante el diferencial de la tasa de interés interna frente a la internacional en un contexto de "atraso" cambiario asegurado.

2. Una vez que se hace insostenible la política de atraso cambiario.

3. Distribución regresiva del ingreso puesto que con controles, sólo pueden modificar sus carteras aquellos agentes que tienen más "s sofisticación" financiera, mientras que los ahorristas pequeños tienen que permanecer en la moneda local, o pagar un "costo" mayor para pasarse a dólares.

4. Confiables en este contexto debe leerse como pro crecimiento con estabilidad monetaria.

5. Ratificadas por las estimaciones de Gulati.

6. La ganancia por sobrefacturar es comprar dólares libres al precio del dólar de importación.

7. El costo de sobrefacturar importaciones o del "premio" por el contrabando.

8. Nótese que los "picos" de subfacturación de importaciones coinciden con los años de mercado único (1959-1979) en donde el arancel supera a la brecha. Mientras que los "valles" coinciden con períodos de brechas muy altas (por ejemplo 1975).

las cifras oficiales, habiendo ocurrido simplemente que una parte de la recaudación que debió ingresar a la aduana, quedó en manos de operadores privados como consecuencia de la existencia de controles cambiarios y fuertes aranceles. En otras palabras, no sólo no se impidió la fuga de capitales, sino que las restricciones cuantitativas y arancelarias generaron una pérdida de ingresos fiscales importantes, a la par que una renta o ingreso para algunos importadores.

La otra cara de la moneda fue la subfacturación de las exportaciones, claramente incentivada por los controles cambiarios con tasas de cambio subvaluadas, que deja fuera del país una parte del precio de los productos que se exportan. (Aquí la presencia de impuestos o retenciones a la exportación amplían la brecha cambiaria, en lugar de achicarla como en el caso de las importaciones.)

En síntesis, los controles han probado ser inoperantes para evitar la fuga de capitales y, al introducir una brecha entre el dólar oficial y el libre, han incentivado la subfacturación de exportaciones. Asimismo, dada la presencia de elevados aranceles, el control de cambios ha alentado el contrabando y la subfacturación de aquellas importaciones que no gozan de la exención de dichos aranceles.

En cambio, los periodos con libertad cambiaria, por cierto relativamente breves, presentan como saldo más ingreso de divisas que egreso.

Debe destacarse que estas estimaciones, con todo, son parciales, puesto que no puede captarse todo el movimiento en moneda extranjera que se realiza por el mercado no oficial de cambios.

En ese mercado libre la cuenta corriente es excedentaria puesto que se alimenta con los ingresos de rentas de residentes argentinos poseedores de activos financieros en el exterior,⁹ los provenientes de pensionados y jubilados extranjeros que reciben fondos de sus respectivos países, de las reparaciones de guerra que aún continúan vigentes y de las sub y sobrefacturaciones que regresan al país para pagos "en negro" de factores locales. Por otra parte, este excedente de la cuenta corriente financia la fuga de capitales por la cuenta capital,¹⁰ ya que el balance de pagos libre está siempre en equilibrio, por definición. Estos ingresos percibidos por personas con domicilio en el país que debido al control de cambios y a las brechas existen-

9. Depósitos a interés, acciones, obligaciones o títulos públicos.

10. Queda claro que al no intervenir el Banco Central, cada dólar que ingresa por la cuenta corriente libre, es un dólar que sale por la cuenta capital libre.

tes, "alimentan" el mercado marginal en lugar de afluir por el mercado único de cambios, reducen la base imponible y dan origen al doble balance de pagos y a la doble contabilidad, que la unificación y liberalización cambiarias, sumadas a una política confiable, eliminarían al "blanquear" esta situación.

Un punto relevante de las cifras estimadas es el importante monto de ahorro argentino que ha debido buscar protección en el exterior ante la falta de garantías y perspectivas en el país. En otro contexto, estos fondos no saldrían del país y su inversión entre nosotros constituiría una importante base de lanzamiento para el crecimiento de la economía nacional.

En otras palabras, se trata de igualar el ahorro de los argentinos con la inversión en la Argentina.

CONTROL DE CAMBIOS Y ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

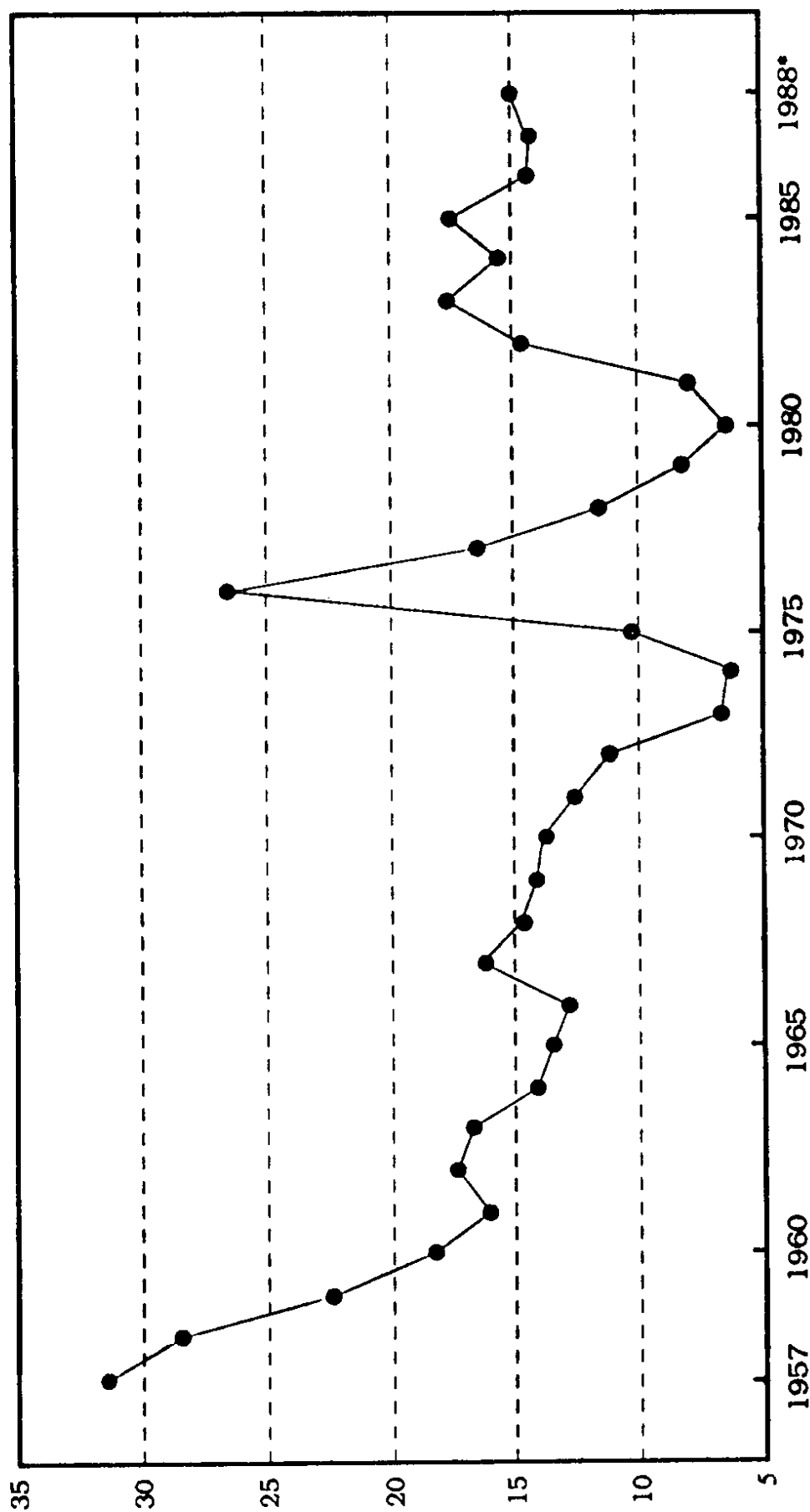
Otra de las razones esgrimidas para el mantenimiento de los controles cambiarios es la necesidad de evitar fuertes fluctuaciones del tipo de cambio con el objeto de proteger la industria nacional, el salario real y evitar variaciones indeseables de los precios.

El gráfico N° 1 muestra, en australes de hoy, la evolución del tipo de cambio oficial de los últimos treinta años.¹¹ Las cifras son lo suficientemente elocuentes para demostrar que tampoco aquí el control de cambios ha sido un instrumento idóneo para el objetivo planteado.

Pero además de no cumplir con los objetivos mencionados, el "manejo" del tipo de cambio produjo consecuencias nefastas en la asignación de recursos productivos del país. En efecto, el sostenimiento artificial de un dólar bajo perjudicó la rentabilidad de las actividades exportadoras, mientras que a aquellas que sustituían importaciones se les compensaba el atraso cambiario con altos aranceles a la importación. Esta particular combinación de dólar barato y aranceles eleva-

11. Inserto en este tipo de objetivos, se encuentra el razonamiento de la "alta concentración" de oferentes en el mercado de cambios, por el lado de la exportación agropecuaria y de la posibilidad de que formen una coalición para fijar el precio de la divisa en un mercado libre. Tanto la literatura económica, como la evidencia empírica, ofrecen fuertes contrargumentos. Basta observar, por ejemplo, la evolución del mercado libre en los períodos en que no existieron controles, o lo sucedido con experiencias de "cartels" de oferta, para descartar esta hipótesis.

Gráfico Nº 1
DOLAR OFICIAL
(en australes de octubre de 1988)



* Promedio a octubre
Fuente: DATAFIEL.

dos favoreció la asignación de recursos hacia actividades productoras de bienes finales destinados al mercado interno, mientras se desalentaba explícitamente la actividad de los sectores volcados a la exportación como fue el sector agropecuario. Una idea de las negativas consecuencias sobre el crecimiento del país de esta política de cambios surge del retroceso experimentado por la producción agropecuaria en el período de posguerra.

Entre 1909 y 1939 la producción cerealera y de oleaginosas promedió los 13,2 millones de toneladas anuales, mientras que en la posguerra (1945/1946) fue de 16 millones de toneladas por año, apenas 21% de incremento en 35 años. En el quinquenio 1960/1964 la producción de trigo fue la misma que en el quinquenio 1925/1929, mientras que la de maíz resultó 33% inferior.

Los datos son aún más dramáticos si se considera el comportamiento de las exportaciones. En la preguerra se exportaban 9,5 millones de toneladas de cereales y oleaginosas, en tanto que en la posguerra el volumen había caído a 7,3 millones de toneladas. Mientras que en el quinquenio 1934/1939, las exportaciones argentinas de trigo representaban 19,3% del comercio mundial, en el período 1971/1975 habían caído a 2,8%. Las exportaciones mundiales crecieron 300% y las argentinas cayeron 42%. Finalmente, en el caso del maíz, mientras que en el quinquenio de preguerra la Argentina exportaba 75% del comercio mundial, en los cinco años que van desde 1976 a 1980, Argentina exportó sólo 8%.

Esta sucesión de cifras resultan harto elocuentes respecto de las consecuencias que produjo la política cambiaria comentada sobre la asignación de recursos.¹²

Asimismo, la exportación de productos industriales tampoco fue alentada. Lo mismo sucedió con los hidrocarburos, cuya regulación de precios desalentó la producción.

En síntesis, el control de cambio no sirvió para estabilizar la tasa de cambio real ni permitió mantener estables los precios. Por el contrario, sumado a la elevada protección arancelaria dio lugar a un fuerte sesgo antiexportador, que originó una asignación de recursos contraria al crecimiento del país.

12. Una consideración adicional surge de la discrecionalidad, arbitrariedad, y en algunos casos hasta corrupción, a que da lugar, en este marco, la asignación de permisos de importación, y en algunas épocas permisos de exportación.

CONTROL DE CAMBIOS Y DEUDA EXTERNA

En los últimos años se ha alegado que los controles cambiarios determinaron que el egreso fiscal destinado a atender los servicios de la deuda externa fuese menor al permitir comprar las divisas necesarias a un precio inferior al de mercado. En la práctica esto equivale a financiar parte del pago de los intereses de la deuda externa mediante un impuesto a las exportaciones que no gozan de reembolsos impositivos.

Como se mencionara, la utilización del control de cambios como instrumento de recaudación fiscal no es novedosa en el caso argentino, ya que fue también importante en los primeros años de su instauración. Sin embargo, aquí es donde debe analizarse con cuidado la ecuación costo-beneficio de este sistema.

En otras palabras, a los beneficios fiscales que se derivan de la introducción de un impuesto a las exportaciones tradicionales, se le deben restar los costos de la distorsión en la asignación de recursos y, por lo tanto, contrarios al crecimiento, que implica cobrar impuestos (explícitos o implícitos) a las actividades exportadoras. En este punto conviene sintetizar lo expuesto hasta aquí.

El control de cambios genera la aparición de dos balances de pagos, uno oficial y el otro real (que incluye la sobre y subfacturación de exportaciones e importaciones, y las transacciones financieras canalizadas por el mercado marginal), distorsiona la asignación de recursos, sesgándola en contra de las actividades exportadoras y finalmente envía una peligrosa señal de desconfianza al sistema económico al divorciar la disciplina fiscal y la estabilidad monetaria del mercado cambiario oficial.

Este último punto es muy importante y no ha sido explicitado aún en estas líneas.

En un mercado de cambios libre, la autoridad monetaria sólo puede evitar bruscas fluctuaciones del tipo de cambio con disciplina monetaria, lo cual en la Argentina, dada la falta de independencia del Banco Central y la Tesorería, es una consecuencia del equilibrio fiscal. De lo contrario, cualquier desequilibrio en el mercado de dinero se refleja en desequilibrios en el mercado cambiario.

Por lo tanto, un gobierno que acepta un mercado de cambios libre se compromete implícitamente a su vez a mantener la disciplina fiscal y monetaria y, por ende, la estabilidad de precios, todo lo cual configura una política favorable al crecimiento económico.

La libertad de cambios resulta así una señal clara para los agentes económicos, y a la vez una prueba de fuego para los gobiernos, ya que si las autoridades no consiguen disciplina fiscal y monetaria, su fracaso repercutirá inmediatamente en el mercado cambiario.

Nótese que los periodos en que la Argentina combinó la disciplina fiscal y monetaria con la libertad de cambios, son los periodos en que presenta mayor inversión y mayor crecimiento de su PBI. Por el contrario, los intentos de liberalización cambiaria aislada del resto de la política económica (caso 1979/1980, por ejemplo) fracasaron estrepitosamente, y sólo dieron lugar a movimientos especulativos de corto plazo.

Luego de estas consideraciones se puede volver al tema de la deuda externa. Este problema debe insertarse en un contexto más amplio de política económica. Se trata, fundamentalmente, de convertir a la Argentina en un país rentable para la inversión y para la repatriación de capitales, reduciendo el riesgo argentino y recuperando el financiamiento voluntario para la actividad productiva. La presencia, entonces, de controles cambiarios lejos de favorecer este cambio en las expectativas, forma parte del conjunto de instrumentos regulatorios que traba el crecimiento y la estabilidad. Aquí, por ahorrar gasto público, a través del impuesto implícito a los exportadores de productos sin reembolsos, se desincentiva la inversión, se incrementa el riesgo país –y por lo tanto la tasa de interés que se paga a los acreedores– y se introduce una fuerte distorsión en la asignación de recursos de la economía en desmedro de su crecimiento.

En síntesis, el problema de la deuda externa seguirá siendo un problema insoluble en la medida en que el contexto de política económica continúe debilitando el balance de pagos oficial, desincentivando la inversión, particularmente en actividades exportadoras, y soslaye la necesaria disciplina fiscal y monetaria. Los controles cambiarios no solucionan el problema, más bien lo agravan.¹³

13. Lo expuesto no intenta subestimar la porción que le toca en el problema de la deuda a los acreedores y a los países desarrollados. Simplemente se trata de puntualizar, aquí, cuál es el cambio interno que permitiría convertir la deuda en crédito.

LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL RECIENTE

Se han analizado los objetivos que se persiguieron en la Argentina para mantener los controles cambiarios, y se ha mostrado no sólo su inoperancia sino que, además, constituyeron un obstáculo importante al crecimiento de la economía.

Dado que el control de cambios nació como consecuencia de un particular contexto internacional en el pasado, conviene ahora pasar revista, brevemente, a la situación mundial actual.

En la década que corre, la tendencia hacia la liberalización cambiaria e integración financiera internacional ha ganado fuerza. En Europa, con la mirada puesta en la integración económica total de 1992, el signo es la libertad de cambios y la libre movilidad de capitales. Esa es la política de Alemania Federal e Inglaterra y hacia la cual marchan decididamente Francia, España e Italia.

Por otra parte, varios países de bajo ingreso por habitante, muy dispersos geográficamente y de incipiente desarrollo y sofisticación financiera, han producido exitosas reformas cambiarias, caracterizadas en todos los casos por la unificación de cambios, la flotación administrada y una liberalización a veces instantánea y otras progresiva de las transferencias de fondos entre el país y el exterior. Por lo general, después de cierta depreciación inicial, las monedas nacionales se han revaluado, la fuga de capitales se ha revertido, el balance de pagos ha mejorado y la inflación se ha desacelerado.¹⁴

Sea en el mundo desarrollado, sea en el llamado tercer mundo, la unificación de cambios y la libre transferencia de capitales marcan el tono de la época. La Argentina no puede seguir marchando a contramano de los tiempos. Esto tiene un costo que va más allá de la pérdida de eficiencia global de la economía, de la reducción del patrimonio imponible y de la propensión a la fuga de capitales. El costo más importante está en la pérdida de crédito internacional del país. Así como en el mundo se genera una predisposición favorable hacia un país cuando rigen en él las instituciones democráticas, la comunidad económica internacional y los inversores de todas partes —comenzando por los propios argentinos— se asocian a las posibilidades de crecimiento de la economía nacional cuando rige el mercado único y existe libertad en los pagos y transferencias de ca-

14. Entre estos países se encuentra Bolivia, República Dominicana, Ghana, Guinea, Jamaica, Nigeria, Sudáfrica, Uganda y el Zaire.

pitales. Esa es la clara señal que la política de estabilidad financiera interna envía al mundo.

En síntesis, sin cumplir sus objetivos, con consecuencias perversas para el crecimiento y en medio de un contexto internacional de claro signo liberalizador, ¿por qué no abolir el control de cambios?

HACIA LA LIBERALIZACION CAMBIARIA

A esta altura, deberían haber quedado suficientemente claras las desventajas del control de cambios frente a las ventajas de un sistema libre.

El perverso esquema actual es un obstáculo importante para el crecimiento del país, en cuanto distorsiona la asignación de recursos, crea dos balances de pagos, y, fundamentalmente envía señales que ahuyentan la inversión extranjera y la repatriación de capitales.

La presente propuesta tiende, por lo tanto, a incorporar a la Argentina a la tendencia internacional que, como se ha visto, incluye no sólo a los principales países del mundo, sino a un número creciente y diverso de países del llamado tercer mundo.

En consecuencia, se recomienda:

Establecer un mercado único de cambios, con flotación administrada por la autoridad monetaria en el mercado al contado y flotación libre en el mercado de futuros, en los cuales podrán operar todos los agentes económicos sin restricciones. La flotación administrada tendrá por objeto evitar movimientos bruscos del tipo de cambio, pero no el de torcer la tendencia marcada por el mercado de cambios futuro. En otras palabras, un mecanismo de presencia en el mercado similar al que se utiliza hoy en el sistema de coordinación internacional de los países desarrollados.

- Eliminar *todas las restricciones* a la compraventa de divisas que efectúen las empresas o particulares, con cualquier fin o destino.

- El Estado no intervendrá en el mercado de futuros, que será de libre flotación, resultante únicamente de la oferta y la demanda de los agentes económicos.

- A los efectos de comprar o vender divisas para atender los compromisos en moneda extranjera del Gobierno Nacional, ya sea por pagos comerciales, ya sea por pagos o financieros, el sector público

será un agente más del mercado. Con partidas presupuestarias votadas oportunamente, al igual que para cualquier otra inversión o gasto.

Las ventajas de esta propuesta, concisamente descripta, han sido ya ampliamente comentadas. Basta reiterar aquí que la liberación cambiaria es un instrumento que, conjuntamente con disciplina fiscal y monetaria y una reforma fiscal que aliente el reingreso de capitales al país, favorece la inversión y por lo tanto el crecimiento al eliminar las distorsiones en la asignación de recursos, blanquea el doble balance de pagos, regenera la confianza en el país e incrementa la base de imposición tributaria.

Resulta obvio que, sin el resto de las medidas complementarias mencionadas, estas ventajas desaparecen. Pero no es menos cierto que la libertad cambiaria incentiva la adopción de dichas medidas e inserta al país en el grupo de naciones "elegibles" por la comunidad internacional para dirigir sus inversiones. A este último respecto, el concepto de comunidad internacional incluye a los capitales argentinos expatriados.

REFLEXION FINAL

La Argentina es hoy un país estancado, con una considerable pérdida del bienestar de sus habitantes, como consecuencia de que una buena parte de los argentinos ahorran en el país, pero invierten en el exterior. La mayor parte de la escasa inversión local la realiza directa o indirectamente el Estado, con baja o negativa productividad, a través de diversos regímenes promocionales que intentan compensar el riesgo argentino.

En ese sentido, el control de cambios no sólo no ha cumplido los objetivos para los cuales se estableció, sino que se convirtió en un importante obstáculo a la inversión y al crecimiento. Las estimaciones de fuga de capitales presentadas en este trabajo indican que, en un contexto adecuado que iguale ahorro de los argentinos con inversión en la Argentina, existe una masa importante de fondos para volcar en la producción de riqueza nacional. La unificación y la liberación del mercado de cambios se propone, así, como una pieza central para sacar del estancamiento a la economía argentina e incrementar el bienestar de su población.

APENDICE MATEMATICO

La ecuación básica es la N° 1, de la que se derivan las restantes tras simples pasajes de términos. La ecuación es sólo otra forma de expresar el equilibrio del mercado monetario (interno) a través del tiempo. En consecuencia, se parte definiendo las funciones de demanda y oferta de dinero en un momento dado:¹

$$i) M^d = P f(Y, i)$$

donde M^d : demanda *nominal* de dinero;

P : nivel general de precios en el país;

$f(Y, i)$: función de demanda de dinero en *términos reales*, que depende positivamente del ingreso nacional en términos reales, Y , y negativamente de la tasa nominal de interés, i ;

$$ii) M^s = R + D$$

donde M^s : oferta *nominal* de dinero;

R : stock de reservas internacionales, en moneda nacional;

D : stock de crédito interno;

1. Basado en Johnson (1972).

$$\text{iii) } P = S P^*$$

donde S : tipo de cambio nominal (australes por dólar);

P^* : nivel general de precios en el exterior;

Sustituyendo la ecuación (iii) en (i) e igualando las ecuaciones (i) y (ii), se obtiene:

$$\text{iv) } R + D = S P^* f(Y, i)$$

que es la condición de equilibrio del mercado monetario en cada momento. Poniendo la ecuación (iv) en términos logarítmicos y diferenciando con respecto al tiempo surge:

$$\text{v) } \frac{R}{R+D} \text{ Var } R + \frac{D}{R+D} \text{ Var } D = \text{Var } P^* + \text{Var } S + E_Y \text{ Var } Y + E_i \text{ Var } i$$

La ecuación (1) resulta de reordenar la ecuación (v):

$$\text{Var } R = \frac{R+D}{R} (\text{Var } P^* + \text{Var } S + E_Y \text{ Var } Y + E_i \text{ Var } i) - \frac{D}{R} \text{ Var } D$$

$$\text{donde } \frac{R+D}{R} \equiv a \quad \text{y} \quad \frac{D}{R} \equiv b$$

La ecuación (5) del texto, surge también del reordenamiento de la ecuación (v). En este caso las constantes se definen así:

$$a' \equiv \frac{R}{R+D} \qquad b' \equiv \frac{D}{R+D}$$

Esto es, indican la participación porcentual de cada fuente de creación de liquidez (balance de pagos y crédito interno) en la oferta nominal de dinero.

APENDICE ESTADISTICO
BALANCE DE PAGOS 1900-1987

BALANCE DE PAGOS 1900-1922

Año	Expor- taciones	Impor- taciones	Balance comercial	Serv. finan- cieros	Serv. reales	Saldo cta. ser- vicios	Transf. unila- terales	Saldo cta. cte.	Mov. de capitales no com- pensat.	Sector privado			Errores y omi- siones
										LP	CP	Bancos Público y	
(Millones de US\$ corrientes)													
1900	148,0	-155,5	-7,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1901	161,6	-140,4	21,2	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1902	171,7	-119,4	52,3	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1903	211,9	-158,5	53,4	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1904	252,7	-252,2	0,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1905	310,0	-245,7	64,3	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1906	280,0	-300,1	-20,1	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1907	282,8	-303,3	-20,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1908	352,2	-259,7	92,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1909	380,9	-288,6	92,3	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1910	372,5	-362,8	9,7	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1911	327,4	-387,6	-60,2	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1912	481,7	-428,9	52,8	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1913	499,8	-477,3	22,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1913-14	389,3	-377,5	11,9	-133,4	5,1	-128,3	-42,4	-158,8	109,7	65,2	n. d.	44,5	17,8
1914-15	531,8	-255,8	276,0	-136,1	-0,2	-136,3	-33,4	106,3	27,3	17,6	n. d.	9,7	-60,5
1915-16	484,9	-348,6	136,3	-139,3	-4,9	-144,2	-11,5	-19,3	34,4	-2,1	n. d.	36,5	-5,0
1916-17	596,6	-349,7	246,9	-144,9	-2,9	-147,8	-10,0	89,0	-63,7	-11,6	n. d.	-52,0	5,6
1917-18	767,7	-481,4	286,2	-146,2	-4,6	-150,8	-17,0	118,4	-223,1	-20,3	n. d.	-202,8	163,0
1918-19	900,7	-598,4	302,3	-156,4	-15,6	-172,0	-50,7	79,6	-30,3	-50,1	n. d.	19,8	-37,3
1919-20	1.097,2	-790,4	306,8	-140,9	-9,7	-150,6	-52,1	104,2	-110,0	-65,5	n. d.	-44,5	4,9
1920-22	1.091,5	-1.178,3	-86,8	-209,1	-21,4	-230,5	-53,4	-370,8	145,4	39,3	n. d.	106,1	1,0

BALANCE DE PAGOS 1900-1922 (Continuación)

Año	Pagos internacionales (1)	Mov. de capitales compensatorios (2)	Asignación DEG (2)	Ajuste de cambios por paridad (3)	Variación reservas internacionales (4)
(Millones de US\$ corrientes)					
1900	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1901	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1902	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1903	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1904	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1905	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1906	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1907	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1908	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1909	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1910	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1911	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1912	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1913	n. d.	n. d.	-	-	n. d.
1913-14	-31,3	n. d.	-	-	n. d.
1914-15	73,1	n. d.	-	-	n. d.
1915-16	10,1	n. d.	-	-	n. d.
1916-17	31,0	n. d.	-	-	n. d.
1917-18	58,3	n. d.	-	-	n. d.
1918-19	11,9	n. d.	-	-	n. d.
1919-20	-0,9	n. d.	-	-	n. d.
1920-22	-224,3	n. d.	-	-	n. d.

(1) Deficit (-), (2) Ingresos (+), (3) Aumento (+), (4) Disminuciones (-).

BALANCE DE PAGOS 1923-1944

Año	Expor- taciones	Impor- taciones	Balance comercial	Serv. finan- cieros	Serv. reales	Serv. cta. ser- vicios	Transf. unila- terales	Saldo cta. cte.	Mov. de capitales no com- pensat.	Sector privado LP	Sector Público y Bancos CP	Errores y omi- siones
(Millones de US\$ corrientes)												
1922-23	613.5	-676.9	-63.4	-127.4	-4.8	-132.2	-30.4	-226.0	26.4	16.9	n. d.	9.5
1923-25	1.496.9	-1.376.8	120.1	-272.3	-13.2	-285.5	-56.7	-222.1	125.8	50.6	n. d.	75.2
1926	739.1	-635.7	103.3	-168.6	-2.0	-170.6	-41.3	-108.5	102.1	35.3	n. d.	66.9
1927	983.9	-706.2	277.7	-185.9	-21.2	-207.1	-49.1	21.6	120.7	21.6	n. d.	99.1
1928	1.029.7	-806.6	223.1	-198.5	-20.4	-218.9	-51.7	-47.5	103.9	78.9	n. d.	25.0
1929	918.4	-819.3	99.1	-204.5	0.4	-204.1	-53.5	-158.5	-	-	n. d.	-
1930	516.4	-613.6	-97.2	-170.9	-5.1	-176.0	-37.6	-310.8	189.2	102.3	n. d.	86.9
1931	426.9	-339.8	87.1	-139.8	4.9	-134.9	-27.5	-75.3	-93.8	-48.6	n. d.	-45.2
1932	335.8	-215.1	120.7	-118.1	4.6	-113.5	-21.9	-14.7	-15.4	-15.4	n. d.	-
1933	348.6	-277.5	71.1	-131.8	5.6	-126.2	-21.3	-76.3	88.2	-4.0	n. d.	92.2
1934	463.1	-317.7	145.4	-138.0	6.3	-131.7	-21.5	-7.8	32.1	27.5	n. d.	4.6
1935	499.0	-339.7	159.3	-153.9	3.4	-150.5	-21.8	-13.0	24.4	27.8	n. d.	-3.4
1936	524.8	-335.4	189.4	-177.4	-0.9	-178.3	-22.9	-11.8	88.0	90.0	n. d.	-2.0
1937	768.5	-481.7	286.8	-141.1	-14.1	-155.2	-31.7	99.9	-109.3	27.7	n. d.	-137.0
1938	469.5	-506.7	-37.2	-114.3	-7.8	-122.1	n. d.	-159.3	17.3	-22.2	n. d.	39.5
1939	469.7	-365.1	104.6	-127.1	7.4	-119.7	n. d.	-15.1	21.3	21.2	n. d.	-
1940	425.2	-375.9	49.3	-107.4	15.5	-91.9	n. d.	-42.6	18.7	23.5	n. d.	-4.8
1941	456.7	-323.4	133.3	-114.0	36.6	-77.4	n. d.	55.9	90.6	96.9	n. d.	-6.3
1942	502.1	-315.8	186.3	-131.8	40.1	-91.7	n. d.	94.6	29.8	60.4	n. d.	-30.6
1943	611.3	-238.8	372.5	-100.6	59.8	-40.8	n. d.	331.7	-34.3	8.6	n. d.	-42.9
1944	683.0	-263.8	419.2	-134.7	45.2	-89.5	n. d.	329.7	-67.6	-12.8	n. d.	-54.8

BALANCE DE PAGOS 1923-1944 (Continuación)

Año	Pagos internacionales (1)	Mov. de capitales compensatorios (2)	Asignación DEG (2)	Ajuste de cambios por paridad (3)	Variación reservas internacionales (4)
(Millones de US\$ corrientes)					
1922-23	-192,2	n. d.	-	-	n. d.
1923-25	-28,2	n. d.	-	-	n. d.
1926	-5,7	n. d.	-	-	0,1
1927	131,7	n. d.	-	-	137,3
1928	77,2	n. d.	-	-	133,1
1929	-161,9	n. d.	-	-	-294,0
1930	-68,7	n. d.	-	-	-41,6
1931	-169,0	n. d.	-	-	-279,9
1932	0,5	n. d.	-	-	-8,2
1933	15,2	n. d.	-	-	-16,5
1934	-18,0	n. d.	-	-	-1,5
1935	21,6	n. d.	-	-	35,7
1936	57,6	n. d.	-	-	52,5
1937	-22,9	n. d.	-	-	-28,8
1938	-144,9	n. d.	-	-	-39,5
1939	53,2	n. d.	-	-	22,5
1940	-15,5	n. d.	-	-	21,5
1941	148,0	n. d.	-	-	92,1
1942	155,5	n. d.	-	-	122,0
1943	333,9	n. d.	-	-	311,2
1944	305,5	n. d.	-	-	301,8

(1) Deficit (-), (2) Ingresos (+), (3) Aumento (+), (4) Disminuciones (-).

BALANCE DE PAGOS 1945-1965

Año	Expor- taciones	Impor- taciones	Balance comercial	Serv. finan- cieros	Serv. reales	Saldo cta. ser- vicios	Transf. unila- terales	Saldo cta. cte.	Mov. de capitales no com- pensat.	Sector privado LP	Sector Público y Bancos CP	Errores y omi- siones
(Millones de US\$ corrientes)												
1945	722,8	-293,4	429,4	-111,0	51,9	-59,1	n. d.	370,3	-35,5	-33,2	n. d.	-2,3 18,8
1946	1.007,9	-508,0	499,9	-143,6	68,8	-74,8	n. d.	425,1	-328,4	-98,1	n. d.	-230,3 -25,7
1947	1.587,4	-1.319,8	267,6	-80,8	74,1	-6,7	n. d.	260,9	-152,4	-39,9	n. d.	-112,5 -113,1
1948	1.629,4	-1.593,0	36,4	-36,6	54,5	17,9	n. d.	54,3	-610,8	5,8	n. d.	-616,5 -0,8
1949	933,8	-1.072,6	-138,8	-32,0	32,8	0,8	n. d.	-138,0	9,4	13,2	n. d.	-3,8 88,6
1950	1.167,6	-1.045,4	122,2	-30,6	20,6	-10,0	n. d.	112,2	7,0	7,0	n. d.	- 19,4
1951	1.169,4	-1.480,2	-310,8	-19,4	6,0	-13,4	-12,8	-337,0	-4,9	78,3	-94,0	10,8 -18,7
1952	687,8	-1.179,3	-491,5	10,0	36,5	46,5	-19,6	-464,6	272,4	108,1	177,4	-13,1 3,7
1953	1.125,1	-795,1	330,0	0,8	4,8	5,6	-11,5	324,1	23,0	68,7	-43,2	-2,5 6,4
1954	1.026,6	-979,0	47,6	-8,9	21,4	12,5	-2,6	57,5	-59,4	43,6	-102,9	-0,1 1,7
1955	928,6	-1.172,6	-244,0	-15,8	21,0	5,2	-2,7	-241,5	32,1	42,4	-11,5	1,2 8,1
1956	943,8	-1.127,6	-183,8	9,4	45,3	54,7	-2,0	-131,1	214,1	110,6	90,0	13,5 -12,7
1957	974,8	-1.310,4	-335,6	11,8	23,3	35,1	-2,2	-302,7	62,9	58,3	6,2	-1,6 -1,1
1958	993,9	-1.232,6	-238,7	-28,9	11,6	-17,3	-3,3	-259,3	43,5	120,2	-73,8	-2,9 -15,9
1959	1.009,0	-993,0	16,0	-18,3	16,5	-1,8	-3,2	11,0	113,1	113,3	5,0	-5,2 -1,1
1960	1.079,2	-1.249,3	-170,1	-41,1	13,9	-27,2	-7,0	-204,3	359,0	355,1	-29,9	33,8 -2,5
1961	964,1	-1.460,3	-496,2	-93,9	18,1	-75,8	-12,7	-584,7	426,4	158,9	125,5	142,0 -2,2
1962	1.216,0	-1.356,5	-140,5	-136,2	8,7	-127,5	-4,8	-272,8	-47,3	297,9	-329,3	-15,9 -6,6
1963	1.365,5	-980,7	384,8	-161,9	11,1	-150,8	-0,2	233,8	-84,4	160,1	-243,1	-1,4 6,5
1964	1.410,5	-1.077,4	333,1	-262,8	-34,4	-297,2	-2,3	33,6	-19,3	10,4	-39,1	9,4 1,9
1965	1.488,0	-1.195,0	293,0	-111,1	12,8	-98,3	-12,4	182,3	-143,3	15,7	-176,6	17,6 1,0

BALANCE DE PAGOS 1945-1965 (Continuación)

Año	Pagos internacionales (1)	Mov. de capitales compensatorios (2)	Asignación DEG (2)	Ajuste de cambios por paridad (3)	Variación reservas internacionales (4)
(Millones de US\$ corrientes)					
1945	353,6	n. d.	-	-	343,0
1946	71,0	n. d.	-	-	94,2
1947	-4,6	n. d.	-	-	-557,5
1948	-557,2	n. d.	-	-	-403,6
1949	-40,0	n. d.	-	-	-246,6
1950	138,6	n. d.	-	-	178,6
1951	-360,6	92,0	-	-	-268,6
1952	-188,5	4,5	-	-	-184,0
1953	353,5	-	-	-	353,5
1954	-0,2	-9,6	-	-	-9,8
1955	-201,3	-9,7	-	-	-211,0
1956	70,3	-9,6	-	-	60,7
1957	-240,9	65,4	-	-	-175,5
1958	-231,7	9,4	-	-	-222,3
1959	123,0	128,1	-	-	251,1
1960	152,5	155,9	-	-	308,4
1961	-160,5	-33,1	-	-	-193,6
1962	-326,7	-13,6	-	-	-340,3
1963	155,9	-8,7	-	-	147,2
1964	16,2	-127,7	-	-	-111,5
1965	39,9	-24,2	-	-	15,7

(1) Déficit (-), (2) Ingresos (+), (3) Aumento (+), (4) Disminuciones (-).

BALANCE DE PAGOS 1966-1987

Año	Expor- taciones	Impor- taciones	Balance comercial	Serv. finan- cieros	Serv. reales cta. ser- vicios	Saldo unila- terales	Transf. cta. cte.	Mov. de capitales no com- pensat.	Sector privado	Sector Público y Bancos	Errores y omi- siones		
									LP	CP			
(Millones de US\$ corrientes)													
1966	1.593,2	-1.124,3	468,9	-151,1	-62,1	-213,2	-3,2	252,5	-210,4	-36,7	-176,6	2,9	-18,4
1967	1.464,5	-1.095,5	369,0	-119,6	-72,2	-191,8	-3,0	174,2	243,8	-21,7	254,4	11,1	-3,2
1968	1.367,9	-1.169,2	198,7	-205,1	-38,2	-243,3	-4,0	-48,6	214,3	27,3	150,4	36,6	-6,2
1969	1.612,1	-1.576,1	36,0	-219,1	-38,9	-258,0	-4,3	-226,3	116,6	57,0	-57,5	117,1	-1,6
1970	1.773,2	-1.694,1	79,1	-222,5	-12,3	-234,8	-3,2	-158,9	413,7	143,6	185,2	84,9	5,1
1971	1.740,4	-1.868,1	-127,7	-255,9	-1,7	-257,6	-3,4	-388,7	-189,5	66,1	-397,6	142,0	17,8
1972	1.941,1	-1.904,7	36,4	-333,6	78,3	-255,3	-4,0	-222,9	-74,5	118,4	-73,7	-119,2	12,7
1973	3.266,0	-2.229,5	1.036,5	-394,4	67,9	-326,5	10,7	720,7	15,0	4,4	150,9	-140,3	-4,5
1974	3.930,7	-3.634,9	295,8	-333,3	164,4	-168,9	0,3	127,2	-53,7	-50,2	-61,6	58,1	21,2
1975	2.961,3	-3.946,5	-985,2	-429,6	125,6	-304,0	4,6	-1.284,6	191,1	-41,4	158,2	74,3	-1,0
1976	3.916,1	-3.033,0	883,1	-492,5	240,5	-252,0	18,5	649,6	-332,7	-121,7	-46,7	-164,3	-192,2
1977	5.651,8	-4.161,5	1.490,3	-578,5	346,8	-231,7	31,3	1.289,9	1.286,5	1.582,5	-431,7	135,7	-97,4
1978	6.399,5	-3.833,7	2.565,8	-680,8	-99,8	-780,6	48,4	1.833,6	1.333,9	2.002,6	-1.555,8	887,1	32,3
1979	7.809,9	-6.700,0	1.109,9	-920,0	-761,3	-1.681,3	35,0	-536,4	4.686,9	2.734,9	1.448,2	503,8	227,6
1980	8.021,4	-10.540,6	-2.519,2	-1.531,4	-740,1	-2.271,5	22,9	-4.767,8	2.551,7	3.927,0	-1.958,9	583,6	-298,4
1981	9.143,0	-9.430,0	-287,0	-3.699,7	-704,9	-4.404,6	-22,4	-4.714,0	1.489,7	7.500,4	-8.551,7	2.541,0	-208,8
1982	7.623,7	-5.336,9	2.286,8	-4.718,5	42,5	-4.676,0	31,5	-2.357,7	-2.323,5	1.732,7	-4.793,0	736,8	-399,3
1983	7.836,1	-4.505,0	3.331,1	-5.408,0	-399,5	-5.807,5	15,4	-2.461,0	-1.419,0	131,6	-1.491,9	-58,7	-324,3
1984	8.107,4	-4.584,0	3.523,4	-5.712,0	-204,7	-5.916,7	2,8	-2.390,5	580,2	-2.446,7	1.517,6	1.509,3	-84,4
1985	8.396,1	-3.814,2	4.581,9	-5.303,8	-231,1	-5.534,9	0,1	-952,9	1.007,4	-603,8	-4,2	1.615,4	-189,2
1986	6.852,0	-4.724,0	2.128,0	-4.416,0	-573,0	-4.989,0	2,0	-2.859,0	784,0	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1987	6.356,0	-5.800,0	556,0	-4.485,0	-348,0	-4.833,0	-8,0	-4.285,0	185,0	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.

BALANCE DE PAGOS 1966-1987 (Continuación)

Año	Pagos internacionales (1)	Mov. de capitales compensatorios (2)	Asignación DEG (2)	Ajuste de cambios por paridad (3)	Variación reservas internacionales (4)
(Millones de US\$ corrientes)					
1966	23,7	-28,4	-	-	-4,7
1967	414,8	65,0	-	-	479,8
1968	159,5	-102,2	-	-	57,3
1969	-111,3	-150,4	-	1,8	-259,9
1970	259,9	-133,7	58,8	-	185,0
1971	-560,4	131,0	47,1	-2,3	-384,6
1972	-284,7	381,6	59,7	10,5	167,1
1973	731,2	208,4	18,4	-37,0	921,0
1974	94,7	-187,8	1,3	40,5	-51,3
1975	-1.094,5	296,9	-6,4	12,9	-791,1
1976	124,7	1.084,1	-	-16,4	1.192,4
1977	2.479,0	-261,8	-	9,3	2.226,5
1978	3.199,8	-1.367,4	-	166,0	1.998,4
1979	4.378,1	-140,4	72,8	131,9	4.442,4
1980	-2.514,5	-142,2	73,5	-212,9	-2.796,1
1981	-3.433,1	-79,6	69,5	-363,3	-3.806,5
1982	-5.080,5	4.535,0	-	-105,6	-651,1
1983	-4.204,3	3.202,2	-	1.245,8	243,7
1984	-1.894,7	2.179,5	-	-20,0	264,8
1985	-134,5	2.774,0	-	-146,4	2.493,1
1986	-2.075,0	781,0	-	780,0	-514,0
1987	-4.100,0	2.315,0	-	511,0	-1.274,0

(1) Déficit (-). (2) Ingresos (+), (3) Aumento (+), (4) Disminuciones (-).

EL BALANCE DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA FUENTES

- Argentine Economic Memorandum*, Ministry of Economy and Central Bank of the Argentine Republic, 1987, Fourth Quarter.
- Balanza de pagos de la República Argentina en los años 1926 a 1931. *Revista Económica del Banco Central de la República Argentina*, Año 1937: pág 12.
- Balance de pagos 1932-1935, *Memoria anual del Banco Central de la República Argentina*. Año 1936, págs. 2,3,4.
- Balanza de pagos, desde 1933 a 1937. *Revista Económica del Banco Central*, año 1938, pág. 100.
- Balance de pagos de la República Argentina. 1951-1958, Suplemento del Boletín Estadístico N° 1, Banco Central de la República Argentina, enero de 1960.
- Balboa, Manuel. "La evolución del balance de pagos de la República Argentina, 1913-1950", *Desarrollo Económico*, abril-junio 1972, Vol.12, N° 45, págs. 151-172.
- Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina, 1958-1970.
- DATAFIEL
- El desarrollo económico de la Argentina*, Santiago de Chile: CEPAL, 1958.
- García, Norberto, *El balance de pagos*, Buenos Aires, 1972.
- Memorias anuales del Banco Central de la República Argentina, 1935-1985.
- Relevamiento estadístico de la economía argentina 1900-1980*, Buenos Aires, Banco de Análisis y Computación SRL (BAC), 1982.
- Tornquist, Carlos A *El balance de pagos de la República Argentina*, Buenos Aires, Cia. Impresora Argentina, 1914-1926.

BIBLIOGRAFIA

- Alemann, R., *Curso de política económica Argentina*, EUDEBA, Buenos Aires (1970).
- Arnaudo, A. y J. Bartolomei, "El doble mercado cambiario argentino (1971-1976)", *Ensayos Económicos* (BCRA), (1977) diciembre.
- Arriazu, R., "Panel Discussion on the Southern Cone", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, (1983) marzo.
- Arriazu, R., A. Leone y R. López Murphy, "Políticas macroeconómicas y endeudamiento privado" (Aspectos empíricos) en *Deuda interna y estabilidad financiera* (Vol. II), editado por C. Massad y R. Zahler, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires (1988).
- Avila, J., "La política monetaria de EE.UU. y el costo del endeudamiento externo argentino", *Ensayos Económicos* (BCRA), (1983) septiembre.
- Balboa, M., "La evolución del balance de pagos de la República Argentina, 1913-1950", *Desarrollo económico* (1972) abril-junio.
- Banca D'Italia, *Report for the year 1987*, Roma, (1988), mayo.
- Banco Central de la República Argentina, *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943* (Vol. I), Buenos Aires (1972).
- B.C.R.A., *Memorias Anuales*, 1944-1981.
- Banco de España, *Boletín Económico* (1988), mayo.
- Beveraggi Allende, W., *El servicio del capital extranjero y el control de cambios. La experiencia argentina de 1900 a 1943*, Fondo de Cultura Económica, México (1954).
- Cumby, R. y R. Levich, "On the definition and magnitude of recent capital flight" en *Capital Flight and Third World Debt*, editado por D. Lessard y J. Williamson, Institute for International Economics, Washington (1987).
- Fasano Filho, U., "Currency Substitution, Interest Rate and Exchange Rate Policy: The Case of Argentina (1959-1981)", University of Illinois at Urbana-Champaign, Illinois (1984).
- Frenkel, J. y H. Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payments". Essential Concepts and Historical Origins en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, editado por Frenkel y Johnson, University of Toronto Press (1976).
- García Vázquez, E., *La economía en el último gobierno Radical*, Comité Pcia. de Buenos Aires de la U.C. Radical (1981).
- Gulati, S., "A note on trade misinvoicing" en *Capital Flight and Third World*

- Debt*, editado por D. Lessard y J. Williamson, Institute for International Economics, Washington (1987).
- Hewson, J. y E. Sakakibara, "The Effectiveness of German Controls on Capital Flows", *Weltwirtschaftliches Archiv* (1977), octubre-diciembre.
- IEERAL, "Estadísticas de la evolución económica de Argentina. 1913-1984". *Estudios* (1986), julio-septiembre.
- IMF, International Monetary Found, Balance of Payments Statistics. Yearbook, 1972-1987.
- IMF, International Monetary Found, Direction of Trade Statistics. Yearbook, 1958-1987.
- IMF, International Monetary Found, International Financial Statistics. Yearbook, 1961-1987.
- Johnson, H., "The Monetary Approach to the Balance-of-Payments Theory" en *Further Essays in Monetary Theory*, George Allen and Unwin, Londres (1972).
- Lizondo, J., "Diferencial de tipos de cambio y balance de pagos bajo sistemas cambiarios duales", *Revista de Economía* (Banco Central del Uruguay), (1986), Diciembre.
- López Claros, A., *The Search for Efficiency in the Adjustment Process*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C. (1988), febrero.
- López Murphy, R., J. Avila y R. Zorgno, "Crecimiento económico, políticas públicas y reforma fiscal", ADEBA, 6ta. Convención de Bancos Privados Nacionales (Reforma fiscal y crecimiento económico), Buenos Aires (1988), agosto.
- Mangiante, E. y A. Marquestó, *Técnicas del control de cambios en la Argentina*, A. Bunge, Buenos Aires (1952).
- Martirena-Mantel, A., "Crawling-Peg Systems and Macroeconomic Stability: The Case of Argentina (1971-8)" en *Exchange Rate Rules: The Theory, Performance and Prospects of the Crawling Peg* editado por J. Williamson, Mc Millan Press Ltd., Londres.
- Monti, M., F. Cesarini y C. Scognamiglio, *Report on the Italian Credit and Financial System*, Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review* (Special Issue), Roma (1983).
- Mussa, M. "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating" en *The Economics of Exchange Rates* editado por J. Frenkel y H. Johnson, Addison-Wesley Publishing Company, Las Filipinas (1978).
- Organización Techint. *Boletín Informativo*. Varios números.
- Pinedo, F., *Siglo y medio de economía argentina*, CEMLA, México (1961).
- Prados Arrarte, J., *El intervencionismo de Estado en la Argentina*, Vol. I, "El control de cambios", Editorial Sudamericana, Buenos Aires (1944).
- Quirk, P., B.V. Christensen, K.M. Huh y T. Sasaki, "Floating Exchange Rates in Developing Countries", Fondo Monetario Internacional, Washington D.C. (1987), mayo.
- Real, P., "El control de cambios", *Análisis* (1964), julio.
- Rodriguez, C., "La deuda externa argentina", *Económica* (La Plata), (1986), julio-diciembre.
- Teijeiro, M., "Inversión británica en Argentina: causas y consecuencias del pánico Baring", *Ensayos Económicos* (BCRA) (1980), marzo.

EMPRESAS PATROCINANTES DE FIEL

Acindar Ind. Arg. de Aceros S.A.	Banco Nacional de Desarrollo
Alpargatas S.A.I.C.	Banco Quilmes S.A.
Aluar Aluminio Argentino S.A.	Banco Rio de la Plata
American Express Argentina S.A.	Banco Roberts S.A.
Amoco Argentina Oil Co.	Banco Shaw S.A.
Antorcha Cia. Ag. de Seg. S.A.	Banco Sudameris
Arfinsa Arg. Financiera S.A.	Banco Supervielle de Bs. As.
Argencard S.A.	Bank of America
Aseg. de Cauciones S.A. Cia. Seg.	Bayer Argentina S.A.C.I.F.I. y M.
Asoc. Bancos del Int. de la R.A.	Bolsa de Comercio de Bs. As.
Asoc. de Bancos Argentinos	Bridas S.A.P.I.C.
Asoc. Dirigentes de Empresa	Bull Argentina S.A.C.I.
Astra S.A.	Bunge y Born S.A.
Atanor S.A.	Cabot Argentina S.A.I.C.
Audinac S.A.	Caja Nacional de Ahorro y Seguro
Autolatina Argentina S.A.	Calera Avellaneda S.A.
Bagley S.A.	Cámara Argentina de Comercio
Banca Nazionale del Lavoro	Cámara Argentina de Supermercados
Banco Comercial del Norte	Camca S.A.
Banco de Boston	Carbometal S.A.
Banco de Crédito Argentino	Cargill S.A.C.I.
Banco de Crédito Provincial	Celulosa Argentina
Banco de Galicia y Buenos Aires	Celulosa Puerto Piray S.A.
Banco de la Ciudad de Buenos Aires	Cemento San Martín S.A.
Banco del Interior y Bs. As.	Cervecería y Maltería Quilmes
Banco de Tokio	Cía. Financiera Exprinter S.A.
Banco de Valores S.A.	Ciba Geigy Argentina S.A.
Banco Europeo para A. Latina	Cielos del Sur S.A.
Banco Federal Argentino	Compañía Gillette de Argentina S.A.
Banco Francés del R. de la P.	Compañía Naviera Pérez Companc
Banco General de Negocios	Colorín S.A.
Banco Holandés Unido	Confederaciones Rurales Arg.
Banco Mariva	Corporación Cementera Argentina
Banco Morgan	Cyanamid de Argentina S.A.

Chase Manhattan Bank
Darex S.A.I.C.
Deutsche Bank
Diners Club Argentina
Dir. Gral. de Fab. Militares
Ducilo S.A.
Emaco Constructora S.A.C.I.
Esso S.A. Petrolera Argentina
Est. Vitivinícolas Escorihuela
Estiquim S.A.I.C.
Eveready Argentina S.A.
F.V.S.A.
Fratelli Branca Dest. S.R.L.
Fund. Cám. Arg. de Consig. de Ganado
Garovaglio y Zorraquín S.A.
Grafex S.A.G.C.I.F.
Hudson Ciovini y Cía S.A.
Hughes Tool Company S.A.C.I.F.I.
IBM Argentina S.A.
Industrias del Maíz
Ind. Frigoríficas Nelson S.A.
Ind. Metalúrgicas Pescarmona
Ing. San Martín del Tabacal S.A.
Ipako S.A.
Isaura S.A.
Kasdorf S.A.
Lactona S.A.I.C.
La Hidrófila Argentina
La Oxigena S.A.
La Universal Cía. Arg. de Seguros
Ledesma S.A.A.I.
Lever y Asociados S.A.C.I.F.
Liquid Carbonic S.A.
Loma Negra Ind. Arg. S.A.
Lloyds Bank (BLSA) Limited
Martín & Cía. Ltda. S.A.
M. Heredia y Cía. S.A.
Massalin Particulares S.A.
Massuh S.A.
Mastellone Hnos. S.A.

Mercado de Valores de Bs. As.
M. Benz Arg. S.A.F.I.C.I.M.
Monsanto Argentina S.A.I.C.
Morixe Hermanos S.A.C.I.
Murchison S.A. Estib. y Cargas
Nestlé Argentina S.A.
Nife Argentina S.A.
Noblex Argentina S.A.
Nobleza Piccardo S.A.I.C.F.
Organización Techint
Pasa Petroquímica Argentina S.A.
Petroquímica Bahía Blanca S.A.I.C.
Petroquímica Río Tercero S.A.
Pfizer S.A.C.I.
Philips Argentina S.A.
Pirelli S.A. Platense
Productos Roche
Quaker-Elaboradora de Cereales
Química Hoechst S.A.
Quitral-Co S.A.I.C.
Refinería de Maíz S.A.I.C.F.
Rhodia Arg. Química y Textil
Roemmers S.A.I.C. y F.
Saab Scania Argentina S.A.
SADE S.A.C.C.
SanCor Coop. Unidas Ltda.
Sandoz Argentina S.A.I.C.
SHELL C.A.P.S.A.
Siemens Arg. S.A.I.C.F.I. y de M.
Sociedad Rural Argentina
SOMISA
Sulzer Hnos. S.A.C.I.
Surrey S.A.C.I.F.I.A.
The Coca Cola Export Corp.
Top Brands Internacional-TOBRA
Unión Industrial Argentina
Vidriera Argentina S.A.
Westinghouse de Argentina
Witel S.A.C.I.F.I.A.
Xerox Argentina I.C.S.A.