



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO

FCE
FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS

LICENCIATURA EN ADMINISTRACION

LAS CONSECUENCIAS ECONOMICAS DE LA INTRODUCCION DEL CEPO CAMBIARIO EN LA ARGENTINA

Trabajo de Investigación

Por

Silva, Marcos Adrián

silvamarcosla@hotmail.com

Director

Lic. Day, Jorge

Mendoza - 2016

Indice de Contenido

INTRODUCCION	6
<u>CAPITULO I: MARCO TEORICO</u>	
1. CONSIDERACIONES INICIALES	8
2. BALANZA DE PAGOS	8
3. SALDO CONTABLE DE LA BALANZA DE PAGOS	10
Errores y omisiones	10
4. EL MERCADO DE DIVISAS.....	12
Oferta de divisas	13
Demanda de divisas	14
Gráfico de Oferta y Demanda.....	15
5. SISTEMAS CAMBIARIOS	16
Tipo de cambio fijo.....	17
Equilibrio interno y externo con tipo de cambio fijo	19
Argumentos a favor de un sistema de tipo de cambio fijo.....	19
Argumentos en contra de un sistema de tipo de cambio fijo	20
Tipo de cambio flexible	20
Equilibrio interno y externo con tipo de cambio flexible	21
Argumentos a favor de un sistema de tipo de cambio flexible	22
Argumentos en contra de un sistema de tipo de cambio flexible	23
Tipo de cambio flotante administrado o mixto	23
6. FUGA DE CAPITALS	26
Definiciones	26
La literatura sobre fuga de capitales	27
El debate acerca de los métodos de regulación.....	28
Breve marco histórico	28
Los impactos de la Fuga de Capitales según la literatura	30
7. CONTROLES CAMBIARIOS.....	31
Mercado de divisas paralelo o mercado negro de divisas	32
8. POLITICA MONETARIA: UN BREVE REPASO	34
Funciones del Banco Central	34
El balance del Banco Central	35
La base monetaria y la oferta monetaria.....	35

El equilibrio en el mercado monetario y la política monetaria36
Las alteraciones en la cantidad de dinero y el mercado monetario36

La política monetaria: instrumentos y efectos36
Tasa de interés, ¿por qué es tan importante a la hora de elegir un tipo de inversión?37

CAPITULO II: CONTROLES Y POLITICAS CAMBIARIAS A LO LARGO DE LA HISTORIA ARGENTINA

1. INTRODUCCION: SINTESIS DE PERIODOS40
2. EL PERIODO 1931-194542
Primera fase: 1931-193343
Segunda fase: 1934-193745
3. ETAPA 1971-1981.....48
Primera Fase: 1971-197649
4. ETAPA 1992 – 200153
5. ETAPA 2002 - 200556
6. ETAPA 2005 - 201063

CAPITULO III: CEPO CAMBIARIO EN LA ARGENTINA

1. INTRODUCCION.....64
2. CONCEPTOS QUE IMPLICARON PERDIDAS DE RESERVAS.....65
• **IMPORTACIONES ENERGETICAS.....65**
• **BALANZA COMERCIAL.....65**
• **TURISMO Y PERDIDA DE CONFIANZA EN EL PESO.....67**
• **PAGO DE DEUDA EXTERNA.....67**
3. HISTORIA DE LA IMPLEMENTACION DEL CEPO CAMBIARIO.....68
A. Octubre 31, 2011: AFIP autoriza la compra de divisas68
B. Noviembre 12, 2011: medidas para facilitar la oferta de divisas por parte de las entidades financieras.....69
C. Noviembre 18, 2011: el BCRA prorrogó la excepción a los controles para las hipotecas69
D. Diciembre 13, 2011: los bancos deben avisar 10 días antes de sus compras en dólares69
E. Febrero 9, 2012: empresas y compra de dólares para girar, hay que tener el visto bueno del Banco Central69
F. Abril 3, 2012: para extraer fondos en otro país será obligatorio mantener una cuenta en moneda extranjera.....70
G. Mayo 9, 2012: AFIP redujo el límite de compra de dólares al 25% del sueldo70
H. Mayo 28, 2012: debutó la solicitud de AFIP para solicitar dólares para viajes70
I. Junio 13, 2012, Agro: la AFIP anuló la facturación electrónica en dólares70
J. Junio 15, 2012: la AFIP anulo la web opción de compra de dólares para "ahorro"71

K. Junio 15, 2012: prohíben a los bancos comprar bonos en dólares y venderlos en el exterior.....	71
L. Junio 25, 2012: amplían plazo para ingresar dólares por exportaciones.....	71
M. Julio 5, 2012: se prohíbe comprar dólares para ahorrar	71
N. Julio 14, 2012: pesifican las pensiones extranjeras	72
O. Agosto 8, 2012: fondos de inversión deberán evaluar sus activos con el dólar oficial	72
P. Agosto 10, 2012: se venderá dólar turista para países no limítrofes o de la zona euro	72
Q. Agosto 21, 2012: los bancos dejan de aceptar pagos anticipados de dólares	73
U. Agosto 30, 2012: el trámite para dólar turista deberá iniciarse 7 días antes de viajar	73
V. Agosto 31, 2012: compras en el exterior, recargo a tarjetas de crédito	73
W. Septiembre 7, 2012: entidades privadas no podrán operar en puertos ni aeropuertos	75
X. Septiembre 12, 2012: viáticos de funcionarios, en la moneda del país al que viajen	75
Y. Marzo 15, 2013: limitan el uso de tarjetas de crédito para hacer apuestas en el exterior ..	75
Z. Diciembre 3, 2013: Suben a 35% el recargo para el turismo y para las compras con tarjetas en el exterior	75
AA. Enero 27, 2014: Para comprar dólares se deberá tener un ingreso mínimo de \$7200 y se podrá adquirir \$2000 por mes.	76
BB. Septiembre 11, 2014: Dificultad para importar.	76
CC. Agosto 24 de 2015: Pico del dólar blue.....	76
DD. Octubre 27, 2015: El gobierno profundiza el cepo a los importadores.	76
EE. Octubre 29 de 2015: El cepo llega a las agencias de viajes.....	76
FF. Noviembre 16, 2015: se ajusta aún más el Cepo importador.	77

CAPITULO IV: CONSECUENCIAS DE LA IMPLEMENTACION DEL CEPO CAMBIARIO

1. BRECHA CAMBIARIA.....	79
2. CAIDA DEL MERCADO INMOBILIARIO EN ARGENTINA.....	80
3. AUMENTO DEL NÚMERO DE DEPOSITOS A PLAZO FIJO.....	82
4. REDUCCION DE LOS DEPOSITOS EN DOLARES	83
5. REDUCCION DE LA INVERSION EXTRANJERA	83
6. DESACELERACION DE LA FUGA DE CAPITALS.....	84
7. TURISMO Y CONSUMOS EN EL EXTERIOR.....	86
8. APARICION DE “NUEVOS TIPOS DE DOLARES”	87
9. CAIDA DE LAS EXPORTACIONES	88
10. INDUSTRIAS: ESCASEZ DE INSUMOS	89

CONCLUSIONES

1. REFLEXIONES FINALES.....	91
-----------------------------	----

El caso de las pymes	94
2. COMPARACION DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS APLICADAS EN ARGENTINA A LO LARGO DE LA HISTORIA	96
3. OPINION DEL AUTOR	107
Bibliografía	110

INTRODUCCION

En el presente trabajo, se desarrollarán las *Consecuencias Económicas de la introducción del Cepo Cambiario en la Argentina*.

A lo largo de la historia argentina, uno de los objetivos principales de la política económica ha sido la explotación y la exportación agrícola. Por lo tanto, el precio de la moneda extranjera juega un papel fundamental en las decisiones que a política económica se refieren. El “cepo cambiario” surgió en la Argentina en el año 2011 para frenar el incremento de la llamada fuga de capitales, es decir, la compra de dólares y otras divisas extranjeras por parte de familias y empresas.

Para poder comprender el porqué de los controles cambiarios, más concretamente: EL CEPO, es necesario introducir algunos conceptos macroeconómicos esenciales que nos permitan dar mayor profundidad y entendimiento al tema propuesto. *Aquellos lectores que estén más familiarizados con estos conceptos y teorías, puede obviar el Capítulo I de este trabajo, ya que sólo se desarrollan conceptos teóricos.*

El problema de investigación apunta a determinar la influencia de este tipo de control cambiario sobre el funcionamiento de la economía, y los siguientes interrogantes contribuyeron a la formulación del problema:

- ¿Cuáles fueron las causas de su implementación y bajo qué circunstancias?
- La implementación del Cepo Cambiario, ¿afecta a la actividad real de la economía generando distorsiones?
- ¿En qué aspectos fue positiva o negativa su aplicación?
- ¿Qué otras implicancias y consecuencias trajo su aplicación?
- Este tipo de control cambiario, ¿es efectivo a largo plazo?
- ¿Se logró el objetivo de su aplicación? ¿a qué costos?

En función de lo expuesto, el objetivo general del trabajo es determinar las causas que inducen a la aplicación de un cepo cambiario y sus respectivas consecuencias. Para lograr el mismo resulta necesario:

- Contribuir al aporte de evidencia sobre el modo en que se comporta la economía de un país al ser sometido a situaciones de controles de tipo cambiarios.
- Definir los conceptos relacionados con el Cepo Cambiario.
- Detallar los motivos o causas que llevaron a su aplicación.
- Mostrar la dinámica las principales variables macroeconómicas

Formulado el problema y los objetivos de la investigación, se corroborará la hipótesis de que la implementación del Cepo cambiario frenó la fuga de capitales durante su aplicación. Para ello, los datos se obtuvieron de fuentes tanto primarias como secundarias tales como: sitios de Internet, libros, periódicos en línea, otros trabajos de investigación, bibliografía de Asignaturas relacionadas y entrevistas a personas con conocimientos marcados en economía.

El trabajo finaliza con sus respectivas *conclusiones*, que buscan responder al problema de investigación, corroborar la veracidad de la hipótesis y determinar el cumplimiento de los objetivos planteados. De esta forma, no deja dudas de que la aplicación del cepo cambiario es efectiva a corto plazo para contener la fuga de capitales, pero, ¿a qué costos?

CAPITULO I

MARCO TEORICO

1. CONSIDERACIONES INICIALES

Desde Octubre de 2011 y hasta fines de 2015, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) intervino en el mercado de divisas para mantener un tipo de cambio que no coincidía con la valoración real de los dólares, por lo que comprimió la demanda de estas divisas.

La realidad es que pocos entienden por qué la entidad monetaria llevó a cabo esta disposición y por eso, en esta investigación, se detallarán las causas y las consecuencias que tuvo la polémica medida impulsada por el BCRA en octubre de 2011. Pero, para comprender el porqué de los controles cambiarios es necesario introducir algunos conceptos esenciales relacionados a *economías abiertas* que nos permitan dar mayor profundidad al tema.

En la actualidad, los países están cada vez más interrelacionados a través de los flujos de bienes y servicios y de capital. En consecuencia, los factores económicos externos influyen en mayor o menor medida en la evolución de las distintas economías. La variación del tipo de cambio nominal afecta la competitividad internacional del país en materia de producción de bienes y servicios, alterando el volumen de comercio internacional y, por ende, la demanda agregada y la renta de equilibrio.

Cualquier economía está relacionada con el resto del mundo a través de dos grandes vías: el comercio de bienes y servicios (flujos reales) y las transacciones financieras y de capital (flujos de capital).

2. BALANZA DE PAGOS (Pollini, 2006)

La balanza de pagos es un registro sistemático de las transacciones económicas realizadas entre los residentes de un país y los residentes del resto del mundo durante un determinado período de tiempo. Por definición es la suma entre la *Cuenta corriente* y la *Cuenta*

Capital dando como resultado la variación en las reservas internacionales, y de esta forma recoge todas las transacciones que un país realiza con los demás.

La **cuenta corriente**, refleja las transacciones de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes que tienen lugar entre residentes y no residentes en el país:

- Bienes: incluye básicamente las exportaciones e importaciones de mercancías en general;
- Servicios: abarca los servicios prestados por residentes a no residentes y viceversa;
- Rentas: comprende las rentas de inversión y la remuneración de los empleados. Las rentas de inversión incluyen los beneficios de los residentes derivados de la posesión de activos externos y la renta percibida por los extranjeros por los activos domésticos en su poder. La remuneración de empleados se refiere al pago de sueldos a empleados extranjeros por parte de empresas residentes en el país y viceversa;
- Transferencias corrientes: comprenden el traspaso de propiedad de recursos reales o financieros que se suministran o adquieren sin una contrapartida en valor económico.

La regla elemental de contabilización en la cuenta corriente indica que toda operación o movimiento que genere un ingreso de fondo se acredita y toda transacción que dé lugar a un egreso de fondos se debita. La cuenta corriente mostrará un superávit o saldo acreedor si los ingresos provenientes del comercio de bienes y servicios, la inversión, el empleo de factores nacionales en el extranjero y de las transferencias recibidas son superiores a los pagos por estos conceptos. A la inversa, la cuenta corriente es deficitaria o tiene saldo deudor cuando las importaciones más los pagos en concepto de rentas y transferencias netas al extranjero son mayores que las exportaciones.

CUENTA CORRIENTE

Débitos	Créditos
<ul style="list-style-type: none">• Importaciones de bienes y servicios• Rentas de inversión (pagos)• Transferencias corrientes otorgadas	<ul style="list-style-type: none">• Exportaciones de bienes y servicios• Rentas de inversión (ingresos)• Transferencias corrientes recibidas

Fuente: Pollini (2006).

La cuenta capital y financiera registra el intercambio de activos tales como acciones, bonos, tierra, oro y divisas. Esta cuenta tiene dos componentes principales: la cuenta capital y la cuenta financiera. La *cuenta de capital* se ocupa de las transferencias de capital y de la adquisición o enajenación de activos no financieros:

- Transferencias de capital. Se refiere a las transacciones de capital unilaterales, es decir, sin entregar o recibir nada a cambio, como son por ejemplo la condonación de deudas de acreedores o los fondos europeos para el desarrollo regional o de cohesión. La diferencia entre las transferencias corrientes y las de capital es su destino: las primeras no tienen un destino específico mientras que las segundas se consignan para la adquisición de bienes de inversión, infraestructuras principalmente.
- Adquisición o enajenación (venta) de activos no financieros. Como por ejemplo la tierra, los recursos del subsuelo o la compraventa de activos intangibles (patentes, marcas,...). Los activos financieros, como acciones o similares, se contabilizan en la balanza por cuenta financiera.

En cambio, la cuenta financiera contabiliza las inversiones y las variaciones de reservas:

- Inversión directa: cuando el inversor pretende mantener una presencia estable en la empresa invertida, participando en la gestión y en la dirección de la misma. También incluye la inversión en inmuebles.
- Inversión de cartera: son las transacciones en valores negociables, excluidos las que se clasifican como inversión directa. Los valores negociables comprenden las acciones, títulos de deuda pública, instrumentos del mercado monetario e instrumentos financieros derivados como las opciones.
- Otras inversiones: préstamos ligados a operaciones comerciales y financieras, etc.

3. SALDO CONTABLE DE LA BALANZA DE PAGOS

El texto que se desarrolla a continuación, también es un extracto de la obra de Pollini (2006). Desde el punto de vista contable, la suma de los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta capital es siempre igual a cero, es decir, por el principio de partida doble el total de los débitos debe ser igual al total de los créditos.

Errores y omisiones

Es una partida de ajuste contable con el objeto de que la balanza de pagos siempre esté cuadrada. En otras palabras, es la partida de cierre de la balanza de pagos, que recoge el valor de todas las operaciones no registradas por múltiples razones y que, de haberlo sido, hubieran

permitido que la suma de todos los saldos (diferencia entre ingresos y pagos) fuese igual a cero. Así pues, se ha de cumplir que la suma de los saldos de:

$$\text{Cuenta Corriente} + [\text{Cuenta de Capital} + \text{Cuenta Financiera}] + \text{Errores y Omisiones} = 0$$

El saldo final de la balanza de pagos es siempre cero debido a los ajustes que se realizan en la partida de Errores y omisiones. Pero no sucede lo mismo con las balanzas y sub-balanzas que la integran, las cuales pueden presentar desequilibrios en forma de déficit o superávit. De esta forma los países pueden saber si han gastado en importaciones más de lo que han ganado exportando o viceversa.

La existencia de superávit o déficit es algo normal; tan sólo será preocupante la situación cuando el desequilibrio sea muy importante o persista en el tiempo. El análisis de la balanza de pagos se centra en:

- Saldo de la balanza por cuenta corriente. Si es positivo hay superávit comercial (el país exporta más de lo que importa), lo cual significa que, en general, el país es capaz de atender su demanda interna y, al mismo tiempo, producir para el extranjero. En cambio, si es negativo hay déficit comercial (el país importa más de lo que exporta), lo cual revela como insuficiente la inversión empresarial puesto que, en general, parte de la demanda interna está siendo atendida por productos extranjeros. Por ejemplo, un déficit persistente en esta balanza puede ser la consecuencia de una tasa de inflación superior a la de los países con los que se comercia, lo cual encarece los productos nacionales y dificulta las exportaciones. Además, las medidas fiscales y monetarias contractivas aplicadas por las autoridades de un país reducen la capacidad de consumo de las familias y por tanto su demanda de importaciones.
- Saldo de la balanza por cuenta corriente más balanza por cuenta de capital. Revela el préstamo que la economía recibe o realiza al resto del mundo. Un saldo positivo indica exceso de ahorro: que el país presta dinero al resto del mundo. En cambio, un saldo negativo indica necesidad de financiación, puesto que está recibiendo un préstamo de otro país.
- Saldo o variación de reservas (en la balanza financiera). Indica la situación de déficit (disminución de reservas de divisas) o superávit (aumento de reservas de divisas) de la balanza de pagos globalmente considerada. Representa la liquidez de un país para efectuar pagos internacionales y analiza los distintos saldos. Recuerda que divisa es el nombre que recibe cualquier moneda extranjera.

Puede resultar común para algunos países que el saldo de la Cuenta Capital sea igual al de la Cuenta Corriente pero con distinto signo, en esta situación nos enfrentamos a un equilibrio

de balanza de pagos donde la variación de las reservas es nula. También existe la posibilidad de que tanto el signo como el saldo de las cuentas sea distinto, lo que da lugar a dos situaciones posibles: ingreso neto de capitales o **pérdida de reservas internacionales**. La segunda situación es objeto de estudio en este trabajo ya que da origen a una crisis de balanza de pagos, y como consecuente medida correctiva a los controles cambiarios.

La esencia del mecanismo de ajuste de la balanza de pagos está directamente vinculada con el sistema cambiario utilizado.

4. EL MERCADO DE DIVISAS ((IERAL), 2011)

Es importante comenzar dejando en claro qué es una divisa y decimos que es el valor de la moneda de un país con respecto a la de otro país, dependiente de los flujos comerciales y financieros entre ambos. Cabe diferenciarlo del término moneda el cual hace sólo referencia al papel o metal con valor extrínseco sino que también se refiere a todo aquel activo financiero (billetes de banco, letras de cambio, cheques, documentos, letras, etc.) utilizados fuera del país emisor.

El mercado de divisas es el ámbito donde se intercambian las monedas de los diferentes países. El precio que se determina en este mercado se denomina tipo de cambio nominal e indica la cotización o precio relativo de una moneda con respecto a otra. Como todo precio relativo, puede definirse de dos maneras:

1. Como la cantidad de unidades de moneda doméstica que debe entregarse para recibir una unidad de moneda extranjera:

$$\text{: } \frac{\text{Unidades de moneda doméstica}}{\text{Unidades de moneda extranjera}}$$

2. Como la cantidad de unidades de moneda extranjera que debe entregarse para recibir una unidad de moneda doméstica:

$$\text{: } \frac{\text{Unidades de moneda extranjera}}{\text{Unidades de moneda doméstica}}$$

La definición de tipo de cambio nominal que se utilizará a lo largo de este trabajo es la primera. Aclarado esto, un aumento del tipo de cambio nominal equivale a un aumento del precio de la moneda extranjera en términos de moneda nacional o, lo que es lo mismo, a una

depreciación o devaluación de la moneda local; mientras que una disminución del tipo de cambio nominal consiste en una reducción del precio de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional y equivale a una apreciación o revaluación de la moneda local.

Oferta de divisas

La oferta de divisas muestra la máxima cantidad de divisas que los oferentes están dispuestos a vender a cada nivel de tipo de cambio. La oferta de divisas se fundamenta en las exportaciones de bienes y servicios y en las entradas de capitales. Las entradas de divisas a un país dependen de:

1. Exportaciones: Productores locales que al vender sus productos en el extranjero reciben divisas y los convierten en moneda local para realizar operaciones en el país.
2. Entrada de turistas: Un extranjero que visita nuestro país cambia divisas por la moneda local.
3. Entradas de capitales financieros: Residentes en el extranjero que desean colocar sus capitales financieros en la nuestro país. Estas personas necesitan cambiar sus divisas por pesos para comprar activos (acciones, deuda pública, obligaciones, etc.).

Las variables que inciden en la oferta de divisas

- Tipo de cambio real: Las exportaciones dependen del tipo de cambio real, es decir del precio relativo de los bienes entre distintos países, y unos precios relativos bajos estimulan las exportaciones, con lo cual la oferta de divisas es función de las tres variables siguientes:
 - El tipo de cambio nominal: Un aumento del tipo de cambio abarata las exportaciones y hace que estas aumenten y que se incremente la oferta de divisas.
 - Niveles de precios nacionales: Si tuviese lugar una disminución de los precios nacionales, fomentaría las exportaciones y la oferta de divisas.
 - Los precios en el exterior: Un aumento de los niveles de precios de los productos extranjeros reduce relativamente los precios de los productos locales, lo que incrementa las exportaciones y la oferta de divisas.
 - El ingreso del país extranjero: Las exportaciones de un país aumentan y con ellas la oferta de divisas, cuando crece el ingreso extranjero, ya que aumenta el consumo y también la inversión.
 - El diferencial de tasas de interés: La entrada de capitales a corto plazo depende fundamentalmente de la tasa a la que puedan colocarse esos capitales, en

comparación con la tasa que recibirían en otros países. Esto viene determinado por la diferencia entre la tasa de interés interna y la tasa de interés en el extranjero. Cuanto mayor es el diferencial entre la tasa de interés local y la tasa de interés del extranjero, más rentables resultara canalizar los capitales hacia nuestro país y mayor será la entrada de capitales y mayor la oferta de divisas.

Dado que se ha supuesto que los movimiento internacionales de capital son función de las diferencias internacionales de rentabilidad exclusivamente (diferencial entre el tipo de interés doméstico y el internacional), los mismos no tienen relación directa con el tipo de cambio nominal, por lo que, según den lugar a una salida o a una entrada de capitales representan un componente exógeno de la demanda u oferta de divisas respectivamente. La importación y la exportación de bienes y servicios, por el contrario, dependen directamente del tipo de cambio nominal.

Por lo tanto, la curva de oferta de divisas reflejará una relación directa entre el precio de la moneda extranjera y la cantidad ofrecida de la misma (pendiente positiva). Dado los precios domésticos y externos, mientras mayor es el tipo de cambio nominal, más barato es para los extranjeros adquirir bienes y servicios nacionales debido a que obtienen una mayor cantidad de moneda nacional por cada unidad de moneda extranjera que cambian en el mercado por lo que la cantidad ofrecida de divisas se incrementará a medida que aumente el tipo de cambio nominal.

Demanda de divisas

La demanda de divisas indica la máxima cantidad de divisas que los demandantes están dispuestos a comprar a cada nivel de tipo de cambio. La demanda de divisas se origina en las importaciones de bienes y servicios y en las salidas de capitales financieros. Las salidas de divisas de un país dependen de:

1. Las importaciones: Para pagar el monto de los bienes que se compran en el extranjero los importadores necesitan divisas.
2. Turistas locales que viajan al extranjero: Deben cambiar sus pesos domésticos por divisas del país de destino, y por ello demandan divisas.
3. Las salidas de capitales financieros: Ofrecen pesos a cambio de divisas las personas que desean comprar activos financieros en el extranjero (acciones, deuda pública, obligaciones, etc.).

Las variables que inciden en la demanda de divisas son:

1. Tipo de cambio real: Las importaciones dependen del tipo de cambio real, es decir del precio relativo de los bienes nacionales con respecto a los bienes del

extranjero. Generalmente se importan bienes que son más baratos en el extranjero que en el territorio nacional. En cualquier caso el tipo de cambio real viene determinado por:

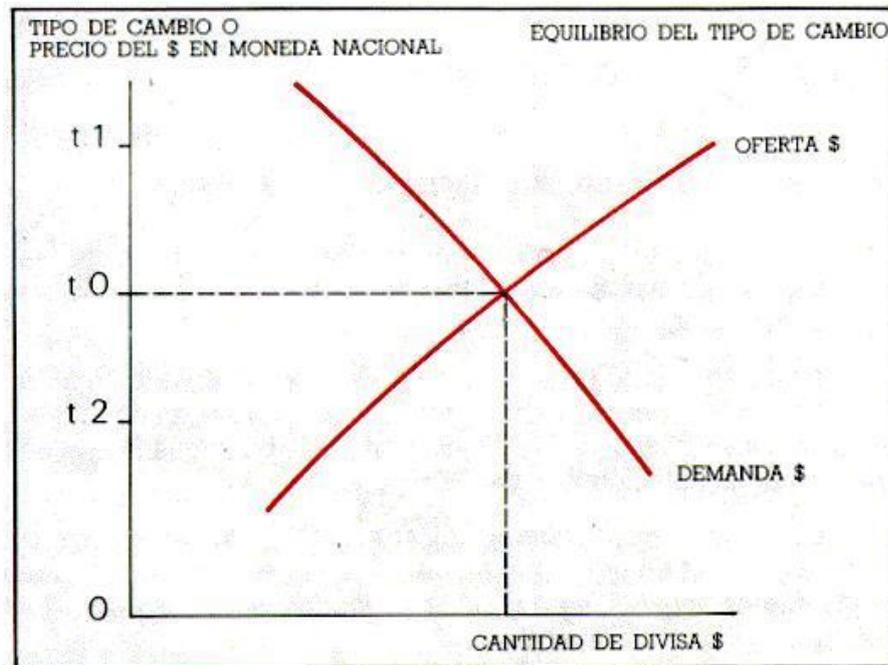
- **El tipo de cambio nominal:** Un baja del tipo de cambio nominal (una apreciación de la moneda local) abarata las importaciones y hace que estas aumenten y que se incremente la demanda de divisas.
- **Niveles de precios nacionales:** Si tuviese lugar un aumento de los precios nacionales, el precio relativo de los productos extranjeros se disminuiría, lo que hará aumentar las importaciones y, por ende, la demanda de divisas.
- **Los precios en el exterior:** Una disminución de los precios relativos en el extranjero, hará que resulten más baratos y que las importaciones aumenten y también la demanda de divisas.
- **El ingreso nacional:** Las importaciones se incrementan cuando crece el ingreso de la población local y con ello la demanda de divisas.
- **El diferencial de tasas de interés:** Cuanto menor es la diferencia entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés del extranjero, más rentables resultara canalizar los capitales hacia el exterior y mayor será la salida de capitales y mayor la demanda de divisas.

Por lo tanto, la curva de demanda de divisas reflejará una relación directa entre el precio de la moneda extranjera y la cantidad ofrecida de la misma (pendiente negativa). Dado los precios domésticos y externos, mientras menor es el tipo de cambio nominal o precio de la moneda extranjera, los demandantes de divisas reciben más unidades de moneda extranjera por cada unidad de moneda nacional que cambian en el mercado, lo cual, dado un determinado nivel de precios interno y externo, abarata los bienes producidos en el extranjero respecto a los producidos en el país, estimulando las importaciones y elevando la cantidad demandada de divisas.

Gráfico de Oferta y Demanda

En la página siguiente, podremos visualizar gráficamente tanto la Oferta como la Demanda de divisas y su respectivo punto de equilibrio.

Gráfico N° 1: Oferta y Demanda



Fuente: IREAL (2011)

5. SISTEMAS CAMBIARIOS

Siguiendo con la obra de Pollini (2006) y aclarados todos los conceptos necesarios para comprender al mercado de divisas, para determinar la relación de cambio es muy importante tener en cuenta no solo la oferta y la demanda sino también la intervención de los Bancos Centrales que de acuerdo al contexto socio-económico y las políticas gubernamentales influirán en mayor o menor medida.

El mercado cambiario se encuentra estrechamente condicionado por el sistema de tipo de cambio que se adopte, en tanto que constituye un aspecto definitorio de la política monetaria general establecida por el gobierno. Primero, se expondrá la esencia del mecanismo del mercado con tipo de cambio fijo, la cual provee un puente inmediato para comprender los rasgos importantes del funcionamiento de la economía durante la adhesión al patrón oro. En segundo lugar, se señalarán los factores que determinan el nivel de tipo de cambio cuando hay flotación pura, esto es, cuando el gobierno no busca sostener la 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 mercado de divisas. 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 anteriores. Por último se presentará el régimen de controles cambiarios.

El empleo del tipo de cambio como instrumento para el logro del equilibrio de las cuentas externas de una economía nacional da origen a dos posibilidades: elección del sistema cambiario y variaciones de la cotización de la moneda nacional.

Son muy diversos los sistemas de tipo de cambio que se han utilizado, se utilizan y se van a utilizar a lo largo de la historia. El eje central de la problemática a la hora de elegir un sistema cambiario apunta a cuál es óptimo desde el punto de vista social y enfocado en un equilibrio armónico de las cuentas externas. Las distintas posibilidades que surgen se encuentran entre dos bandas extremas: tipo de cambio fijo o tipo de cambio flexible.

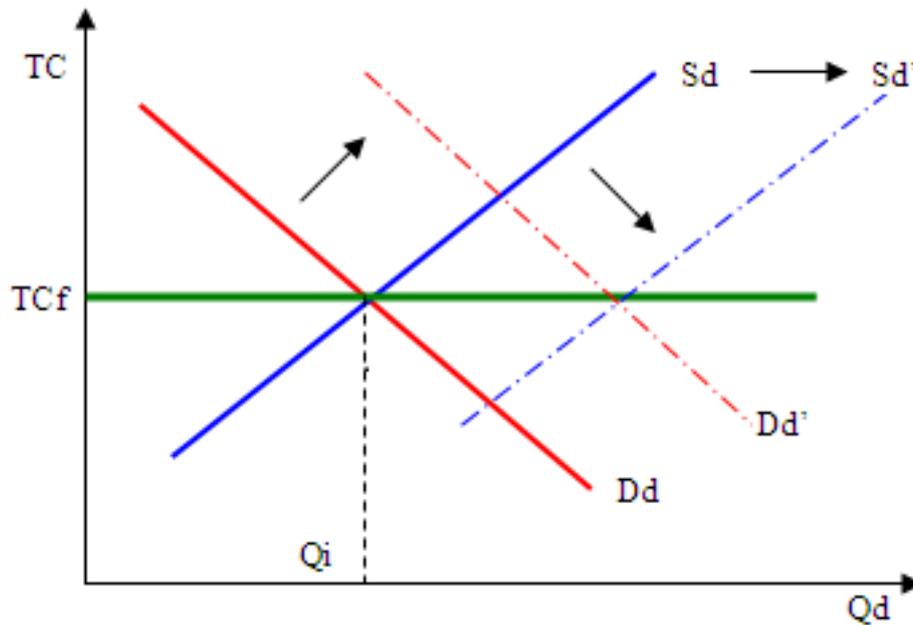
Tipo de cambio fijo

Es aquel tipo de cambio que involucra el compromiso oficial de comprar y vender divisas en moneda nacional a una paridad fijada por adelantado, en cualquier momento y en la cantidad que las personas estimen convenientes. A comienzos del Siglo XX este sistema fue conocido como patrón oro, puesto que la paridad de la moneda Nacional quedaba fijada en términos de unidades de oro, de peso y pureza especificados. Luego, las condiciones económicas mundiales llevaron a que las paridades de las distintas monedas nacionales fueran establecidas con referencia a la libra esterlina (Gran Bretaña) para instalarse, más tarde, el dólar estadounidense como el patrón de referencia del sistema monetario internacional. En términos económicos es indistinto el patrón que las autoridades monetarias elijan para la fijación de la paridad, pues sea aquel oro o sea una moneda de reserva, el requisito es siempre que el poder de compra de la misma en relación con bienes comercializados en los mercados internacionales observe la mayor estabilidad posible, además de una amplia circulación.

En cuanto a la intervención del banco central en dicho sistema es de suma importancia ya que tiene la misión de inyectar divisas o demandar las mismas según sea los movimientos del mercado cambiario a los efectos de mantener el tipo de cambio en el valor fijado, admitiendo mínimas oscilaciones.

En el gráfico N° 2 mostraremos el funcionamiento del mercado cambiario bajo este sistema de tipo de cambio. En él, se puede observar el comportamiento del mercado, en este caso se establece un Tipo de cambio fijo (TCf) representado por la línea verde; el cual pretende que a pesar de los movimientos de la oferta (S) y/o de la demanda (D), se mantenga en el mismo valor. El gráfico muestra tres momentos, un momento 0 el cual está representado por el equilibrio inicial de oferta (Sd) y demanda (Dd) que arroja una cantidad de equilibrio de divisas igual a Q_i a un tipo de cambio TCf; en un momento 1 por efecto del traslado de la demanda (de Dd a Dd') ya sea por mayor interés del público para ahorro en dicha divisa, necesidades de viajeros, vencimientos de deuda extranjera, pago de importaciones; se puede apreciar que el nuevo equilibrio se encontraría en la intersección de Sd y Dd' el cual obligaría a tener un tipo de cambio mayor al fijado; por tal motivo y para mantener la situación de equilibrio en el valor de

Gráfico N° 2: Tipo de cambio fijo



Fuente: Pollini (2006)

antemano fijada es que se requiere que se produzca el aumento de la oferta como consecuencia de **colocar divisas de las reservas** en el mercado para poder abastecer dicho aumento de la demanda y trasladando el nuevo punto de equilibrio a la intersección de Dd' y Sd' . Esto produce que la cantidad de divisas que se transen en el mercado aumenten pero se mantenga el valor del tipo de cambio.

Hay cuatro instrumentos básicos para defender el tipo de cambio fijo:

- El gobierno puede intervenir en el mercado de cambios comprando o vendiendo moneda extranjera a cambio de moneda nacional, para mantener o influir en el tipo de cambio en el mercado.
- El gobierno puede imponer alguna clase de control de cambios para mantener o influir en el tipo de cambio restringiendo la oferta o la demanda en el mercado, por ejemplo, la introducción del cepo cambiario.
- El gobierno puede modificar el tipo de interés para influir en los flujos de capital a corto plazo, manteniendo o afectando al tipo de cambio al modificar la oferta y la demanda en el mercado de cambios.
- El gobierno puede tratar de ajustar las variables macroeconómicas del país para que el tipo de cambio resultado de la oferta y demanda de moneda extranjera se aproxime al valor del tipo de cambio fijo establecido.

Por último, el gobierno puede optar por no defender el tipo de cambio y modificar el tipo de cambio de paridad devaluando o revaluando.

Equilibrio interno y externo con tipo de cambio fijo

Un país tiene que alcanzar dos objetivos: el equilibrio interno -estabilidad de precios y pleno empleo- y el externo -equilibrio de la balanza de pagos-. Y para el logro de estos objetivos, desde una perspectiva de corto plazo, puede utilizar dos tipos de políticas: políticas de variación de la demanda -básicamente, políticas monetarias y fiscales- y políticas de desviación de la demanda - alteraciones en el tipo de cambio-.

Este tipo de “intervenciones” por parte de los bancos centrales de los países para mantener el tipo de cambio en un valor determinado, provoca **movimientos en las reservas internacionales**. Por tanto, cuando exista un sistema de tipos de cambio fijos, la evolución de las reservas centrales a lo largo del tiempo vendrá determinada por el saldo del conjunto de la balanza de pagos del país.

Si existe un exceso de demanda de moneda extranjera (o lo que es lo mismo, un exceso de oferta de moneda nacional), lo cual no es más que la plasmación monetaria de un déficit en el conjunto de la balanza de pagos, las autoridades monetarias para mantener el tipo de cambio de paridad deberán intervenir ofertando moneda extranjera y comprando moneda nacional, lo que origina una reducción de las reservas centrales.

Si existe un exceso de oferta de moneda extranjera (o lo que es lo mismo, un exceso de demanda de moneda nacional), lo cual no es más que la plasmación monetaria de un superávit en el conjunto de la balanza de pagos, las autoridades monetarias para mantener el tipo de cambio de paridad deberán intervenir comprando moneda extranjera y ofertando moneda nacional, lo que origina un aumento de las reservas centrales.

Aunque puede que el tipo de cambio fijo no sea para siempre, el gobierno que establece un sistema de tipos de cambio fijos tratará de mantener su valor fijo durante largos períodos de tiempo. Sin embargo, cuando un gobierno se enfrente a un desequilibrio fundamental, es decir, un desequilibrio elevado y de carácter permanente, el gobierno puede modificar el tipo de cambio de paridad.

Argumentos a favor de un sistema de tipo de cambio fijo

Los defensores de los tipos de cambio fijos se suelen apoyar en los siguientes argumentos principales:

- **Disciplina.** Los bancos centrales cuando tienen algún tipo de compromiso cambiario no pueden manejar la política monetaria con independencia y, por tanto, no pueden verse tentados a adoptar políticas monetarias inflacionistas. En otras palabras, la pertenencia a un área de estabilidad cambiaria obliga a la disciplina monetaria.

- Beneficios al comercio internacional y a la inversión. La fijación de los tipos de cambio hace más estables y predecibles los precios internacionales, y eso tendría un impacto claramente positivo sobre el comercio y la inversión internacional.
- Coordinación de las políticas económicas. Bajo un sistema de tipos de cambio fijos no existe la posibilidad que los países se vean inmersos en prácticas de depreciaciones competitivas, con el consiguiente perjuicio a la economía mundial.

Argumentos en contra de un sistema de tipo de cambio fijo

Los argumentos que habitualmente se utilizan en contra de los tipos de cambio fijos con los siguientes:

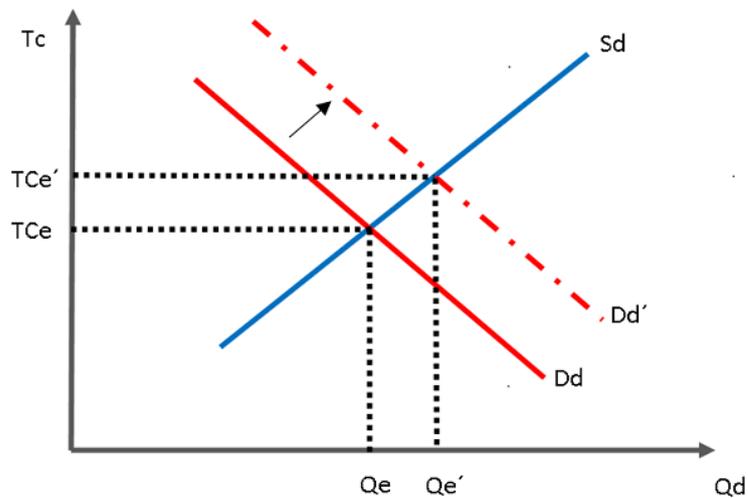
- Ausencia de autonomía en la política monetaria. Si los bancos centrales tienen la obligación de intervenir en los mercados de divisas con el fin de fijar el tipo de cambio, no podrán utilizar con libertad la política monetaria (subir o bajar los tipos de interés) para alcanzar el equilibrio interno y externo.
- Asimetría. Cuando existe un sistema de tipos de cambio fijos suele existir una asimetría en el sentido de que no todos los países tienen el mismo grado de poder a la hora de influir sobre el signo de la política monetaria. Por ejemplo, en el sistema de Bretton Woods fueron los Estados Unidos los que fijaron las condiciones monetarias por sí solos. Esta situación desaparece bajo un sistema de tipos de cambio flexibles.
- El carácter de estabilizadores automáticos de los tipos de cambio se pierde cuando existe un sistema de tipos de cambio fijos. En un sistema de tipos de cambio flexibles el rápido ajuste de los tipos de cambio fijados por el mercado ayudaría a los países a mantener su equilibrio interno y externo frente a los cambios en la demanda agregada.

Tipo de cambio flexible

Este tipo de cambio es aquel que se caracteriza por 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; es el extremo opuesto al tipo de cambio fijo. En gráfico N° 3, podremos observar cómo se comporta el mercado si se hubiese fijado como sistema el de tipo de cambio flotante o flexible.

En este sistema podemos ver que el comportamiento es igual a un mercado que actúa en competencia perfecta, es decir busca el equilibrio entre la oferta (S_d) y la demanda (D_d) fijando un tipo de cambio T_{Ce} y una cantidad Q_e . Cuando se produce el traslado de la demanda a D_d' observamos que se produce un nuevo equilibrio, como lo mencionamos anteriormente, que se va a encontrar en la intersección de D_d' y S_d . En el caso anterior no podíamos quedar en este

Gráfico N° 3: Tipo de cambio flexible



Fuente: Pollini (2006)

nuevo equilibrio y obligaba a la intervención estatal para corregir la situación, pero como estamos frente a un libre mercado es que este nuevo punto va a ser el que determinará el nuevo tipo de cambio (Tce') mayor que el inicial.

Veamos un ejemplo para este sistema, por motivo de un programa de incentivo de producción nacional es que se instaló una gran cantidad de fábricas de autos, lo que produjo que se incrementaran en 800 millones de dólares las importaciones de autopartes para el ensamble de los vehículos; provocando un aumento directo de las necesidades de divisas para poder salir al mercado internacional; esto hace que los dólares disponibles en el sistema aprecien su valor por un reajuste automático por el aumento de la demanda pasando de \$3,60 a \$3,67 el valor de cotización de la divisa en el mercado nacional.

Equilibrio interno y externo con tipo de cambio flexible

La relevancia del equilibrio externo no es independiente del sistema de tipo de cambio existente. En un sistema de tipos de cambio flexibles la balanza de pagos va a equilibrarse por las fuerzas del mercado. Las variaciones en el tipo de cambio equilibrarán la balanza de pagos y, por consiguiente, en este contexto, no es necesario que la balanza de pagos sea un objetivo de política económica en el sentido de equilibrio externo.

Lógicamente en la medida en que en un sistema de tipos de cambio flexibles, las autoridades monetarias no intervienen en el mercado de divisas, no se producirán variaciones en el nivel de reservas centrales.

El tipo de cambio se ajustará de tal forma que iguale oferta y demanda de divisas (o en otros términos de oferta y demanda de moneda nacional) y, en consecuencia, se restablecerá el equilibrio en la balanza de pagos:

- Cuando se produce un déficit en la balanza de pagos o lo que es lo mismo cuando se produce un exceso de oferta de moneda nacional, el equilibrio se restablecerá mediante la reducción del precio de la moneda nacional en términos de moneda extranjera o lo que es lo mismo, mediante una depreciación de la moneda nacional;
- Cuando se produce un superávit en la balanza de pagos o lo que es lo mismo cuando se produce un exceso de demanda de moneda nacional, el equilibrio se restablecerá mediante el aumento del precio de la moneda nacional en términos de moneda extranjera o lo que es lo mismo, mediante una apreciación de la moneda nacional.

Argumentos a favor de un sistema de tipo de cambio flexible

A finales de la década de 1960, cuando los problemas del sistema de Bretton Woods¹ resultaban cada vez más evidentes, los economistas de forma creciente empezaron a defender la necesidad de dotar de mayor flexibilidad a los tipos de cambio. Los argumentos habitualmente utilizados eran que el establecimiento de un sistema de tipos de cambio flexibles, no sólo permitiría asegurar el equilibrio externo, sino que también produciría otra serie de beneficios para la economía mundial. En concreto, los argumentos a favor de los tipos de cambio flotantes se basaban en tres puntos principales:

- Autonomía a la política monetaria. Si los bancos centrales no tienen ninguna obligación de intervenir en los mercados de divisas con el fin de fijar el tipo de cambio, podrán utilizar con total libertad la política monetaria (subir o bajar los tipos de interés) para alcanzar el equilibrio interno y externo. Además, ningún país se vería forzado a importar inflación o deflación del extranjero.
- Simetría. Cuando existe un sistema de tipos de cambio fijos suele existir una asimetría, en el sentido de que no todos los países tienen el mismo grado de poder a la hora de influir sobre el signo de la política monetaria. Por ejemplo, en el sistema de Bretton Woods fueron los Estados Unidos los que fijaron las condiciones monetarias por sí solos. Esta situación desaparece bajo un sistema de tipos de cambio flexibles.
- El carácter de estabilizadores automáticos de los tipos de cambio. En un sistema de tipos de cambio flexibles el rápido ajuste de los tipos de cambio fijados por el mercado ayudaría a los países a mantener su equilibrio interno y externo frente a los cambios en la demanda agregada. Asimismo, los períodos de especulación que preceden a los realineamientos de monedas en los sistemas de tipos de cambio fijos no se producen cuando existe un sistema de tipos de cambio flexibles.

¹ El sistema de Bretton Woods de gestión monetaria estableció las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los principales estados industriales del mundo a mediados del siglo veinte

Argumentos en contra de un sistema de tipo de cambio flexible

Al igual que los defensores de los tipos de cambio flexibles utilizan argumentos sólidos para defender su postura, también existen argumentos importantes en contra de la flotación. Los escépticos respecto al establecimiento de tipos de cambio flexibles se suelen apoyar en los siguientes puntos principales:

- **Disciplina.** Los bancos centrales, cuando no tienen ningún tipo de compromiso cambiario y pueden manejar la política monetaria con absoluta independencia, pueden verse tentados a adoptar políticas monetarias inflacionistas. En otras palabras, la disciplina que impone pertenecer a un área de estabilidad cambiaria se pierde cuando se deja flotar el tipo de cambio.
- **Especulación desestabilizadora y perturbaciones en el mercado monetario.** En un sistema de tipos de cambio flexibles los movimientos especulativos de capital, en especial en un contexto como el registrado en las últimas décadas con crecientes movimientos internacionales de capital, originaría una gran inestabilidad en los mercados de divisas, y esta inestabilidad perjudicaría al logro de los objetivos internos y externos.
- **Perjuicios al comercio internacional y a la inversión.** La flotación de los tipos de cambio haría más inestables e impredecibles los precios internacionales, y eso tendría un impacto claramente negativo sobre el comercio y la inversión internacional.
- **Descoordinación de las políticas económicas.** Bajo un sistema de tipos de cambio flexibles existe la posibilidad, tal y como ocurrió en el pasado siglo durante el período de entreguerras, que los países se vean inmersos en prácticas de depreciaciones competitivas perjudicando a la economía mundial.
- **La ilusión de una mayor autonomía.** Aunque sobre el papel las autoridades monetarias en un sistema de tipos de cambio flexibles dejan flotar libremente el tipo de cambio, los movimientos de los tipos de cambio tienen unos efectos macroeconómicos tan importantes que los bancos centrales se sentirán obligadas a intervenir en el mercado de divisas.

Tipo de cambio flotante administrado o mixto

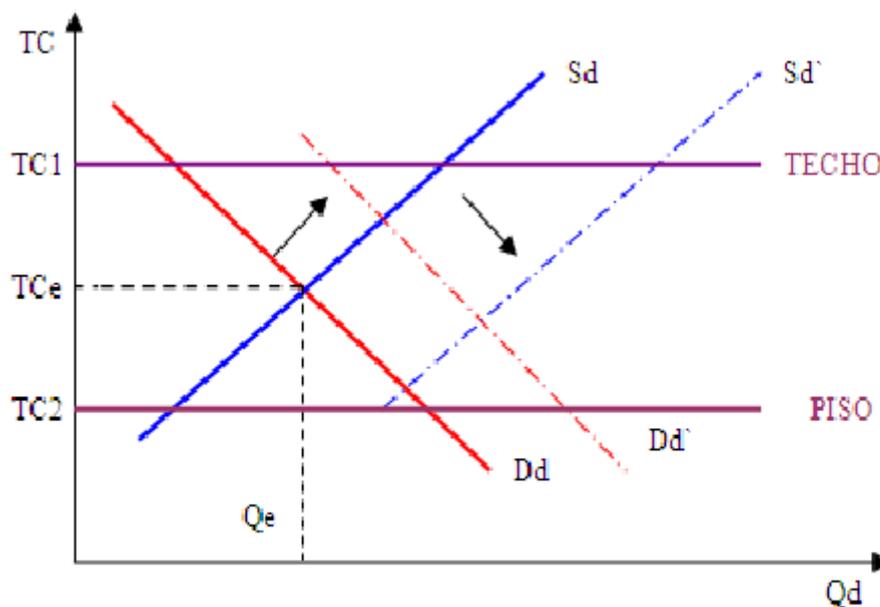
Este se trata de un régimen cambiario mixto, que se ubica a mitad de camino entre los dos regímenes anteriormente expuestos. Si bien la flotación pura representa lo opuesto en materia monetaria a la fijación cambiaria, en el campo de los hechos concretos la flotación administrada ha constituido y constituye, salvo raras excepciones, la opción que mayormente aceptada por los gobiernos a nivel internacional ante la imposibilidad de mantener una paridad fija. Lo que motiva a los gobiernos a adoptar este sistema es precisamente la posibilidad de

administrar la tasa de cambio, con flexibilidad, circunscribiéndose solo a limar las fluctuaciones muy agudas y efímeras del valor relativo de la moneda, sin entorpecer tendencias del mercado cuando estas se manifiestan irreversibles.

El sistema consiste en la fijación de bandas de flotación en torno de la línea de tendencia del mercado. Cuando la cotización de una moneda Nacional salta por encima del límite superior, el Banco Central interviene demandando divisas, y cuando la cotización cae por debajo del límite inferior, aquél interviene inyectando divisas.

Nuevamente en forma de gráfico podemos observar más explícitamente cómo funciona el sistema de tipo de cambio flotante administrado:

Gráfico N° 4: Tipo de cambio flotante administrado.



Fuente: Pollini (2006)

El comportamiento del mercado cambiario bajo este sistema es una mezcla entre los que ya vimos. Donde en lugar de fijarse un tipo de cambio fijo se establecen dos valores límites techo y piso (representado por las líneas violetas) valores entre los cuales puede fluctuar el equilibrio del tipo de cambio. Analicemos 3 momentos: en un momento 0 evaluamos el equilibrio dado por la Demanda (Dd) y la Oferta (Sd) a un tipo de cambio Tce y una cantidad Qe , veamos que sucede si por motivo de una expansión de la demanda por aumentar la necesidad de divisas (por motivos explicados anteriormente) creamos un nuevo punto de equilibrio en la intersección de la nueva demanda Dd' y Sd , fijando un tipo de cambio de equilibrio mayor al anterior pero dentro de los límites permitidos por la fluctuación administrada (entre $TC1$ y $TC2$); en otro gráfico veremos que sucede si excede dichos límites. En un momento 2 vemos que el aumento de la oferta de divisas genera un nuevo punto de

equilibrio en la intersección de Dd' con Sd' surgiendo un tipo de cambio menor al del momento 0 pero nuevamente dentro de los límites de las bandas de fluctuación.

Veámoslo a modo de ejemplo: el gobierno como política monetaria fijó que el tipo de cambio iba a oscilar entre \$3,25 y \$4,30. Como consecuencia de la pérdida de credibilidad en el gobierno emisor de la moneda corriente el pueblo decide que va a comenzar a ahorrar en dólares por lo cual se aumenta la demanda en 240 millones de dólares produciendo un encarecimiento de la moneda norteamericana pasando del valor de cotización que tenía \$3,50 a \$3,68. Luego de 3 años el gobierno de turno cambió y aplicó políticas monetarias y gubernamentales esperanzadoras para el pueblo lo cual generó la vuelta a la confianza en la moneda local. Por tal proceso devaluatorio de la moneda, los habitantes salen a ofrecer las divisas que habían atesorado en años anteriores; aumentando la oferta en 480 millones de dólares. Como bien se enuncio el proceso generó una revaluación de la moneda cambiando la cotización de los dólares de \$3,68 a \$3,32.

A continuación describiremos dos situaciones que se pueden plantear en un sistema de tipo de cambio flotante administrado, estas son: por acción de la oferta y la demanda de divisas el punto de equilibrio del tipo de cambio suba por encima del techo cambiario preestablecido; o que el equilibrio del tipo de cambio caiga por debajo del piso prefijado, veremos que sucede en ambos casos y cuáles son las reacciones esperadas por el Estado.

1. **Primera situación:** el equilibrio está por encima del techo fijado

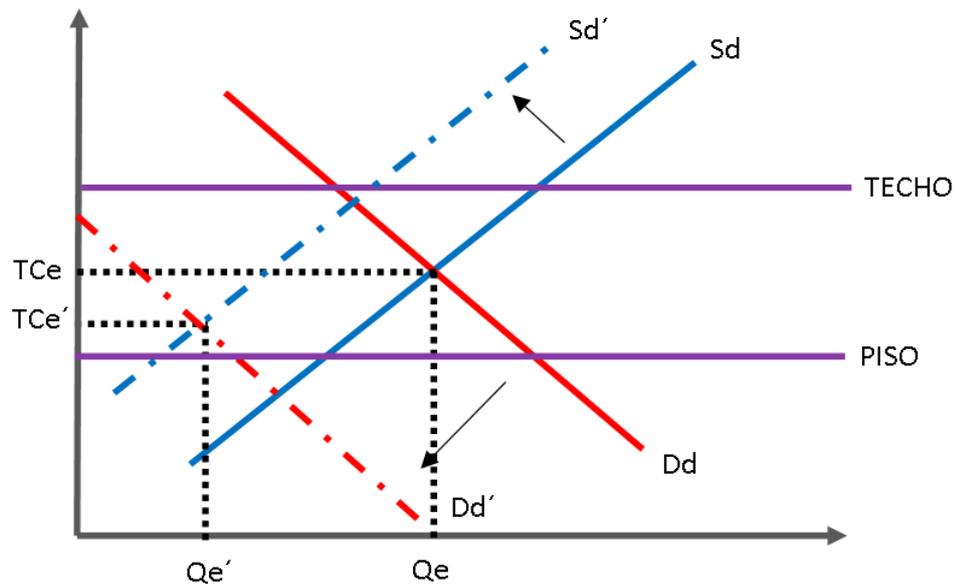
Como podemos observar en el gráfico anteriormente planteado por efecto del aumento marcado de la demanda de divisas el nuevo equilibrio sería aquel que se ubica en la intersección de Dd' y Sd , pero ocurre que dicho punto está por encima del techo cambiario fijado lo cual no es admisible por el sistema de cambio adoptado. Esto requiere una intervención del Estado aumentando la oferta de divisas del mercado; lo que produce un nuevo equilibrio cambiario dentro de las barreras de flotación del tipo de cambio admitido, en Qe' y Tce' .

Partiendo de la base del ejemplo anterior donde por consecuencia de la pérdida de credibilidad en el gobierno emisor de la moneda local los ahorristas salían a adquirir divisas para atesorar; ocurre que dicha situación fue mucho más grave lo que llevó a aumentar la demanda de divisas en 1.200 millones de dólares, que se vio reflejado en un aumento del tipo de cambio de \$3,50 a \$4,40, superando la barrera de \$4,30. Por tal motivo se alerta al Estado a que inyecte 200 millones de dólares para poder llevar el tipo de cambio a \$4,25.

2. **Segunda situación:** el equilibrio está por debajo del piso fijado.

En el gráfico N° 5, podemos ver que por efecto de la disminución marcada de la demanda de divisas el nuevo equilibrio sería aquel que se ubica en la intersección de Dd' y Sd , pero sucede que dicho punto está por debajo del piso cambiario fijado lo cual no es admisible por el sistema de cambio adoptado. Esto requiere una intervención del Estado disminuyendo la

Gráfico N° 5: Tipo de cambio flotante administrado: equilibrio por debajo del piso fijado.



Fuente: Pollini (2006)

oferta de divisas del mercado; lo que produce un nuevo equilibrio cambiario dentro de las barreras de flotación del tipo de cambio admitido, en Qe' y Tce' .

Siguiendo con el ejemplo anterior planteamos un contexto socio-económico muy auspiciante lo que se traduce en que el pueblo confíe plenamente en su gobierno y su sistema monetario; por tanto se produce una disminución de 450 millones de dólares en la compra de divisas por parte de los ahorristas; esto hizo caer el tipo de cambio de \$3,50 a \$3,35; valor que está por debajo del piso cambiario fijado por el gobierno, lo cual hace esperar una reacción inmediata del Estado comprando 340 millones de dólares y aumentando sus reservas. Trayendo como consecuencia un aumento del tipo de cambio de \$3,35 a \$3,60, un equilibrio aceptado por la política monetaria fijada.

6. FUGA DE CAPITALES (Jorge Gaggero, 2007)

Definiciones

Referido al concepto de Fuga de Capitales, cabe aclarar que a lo largo de este punto, el autor mencionado cita, a su vez, a varios autores que son referentes en el tema. El fenómeno denominado *fuga de capitales* ha estado presente en la historia económica reciente de Argentina, particularmente durante el período que comienza con las reformas económicas

encaradas desde 1976 por la última dictadura militar y parece no finalizar. Pero, ¿qué es la Fuga de Capitales?

La literatura sobre fuga de capitales

El término *fuga de capitales* ha merecido diversas definiciones que, alternativamente, hacen hincapié en su legalidad o ilegalidad, en los movimientos lícitos de capital por causa de aversión al riesgo, en su “normalidad” o “anormalidad”, en la elección óptima de portafolios, en las distinciones entre inversiones de cartera e inversión extranjera directa (IED) y en otros varios aspectos de la cuestión.

Cada una de estas variantes, así como sus versiones más comprensivas, tiene directa correspondencia con disímiles nociones acerca del desarrollo, de la extensión e injerencia “óptimas” de las políticas públicas, de las causas del crecimiento económico y el empleo, y de la propia conformación estructural del sistema económico a escala global; vinculadas a la discusión acerca de la existencia de estructuras económicas “homogéneas” o “heterogéneas”, así como las implicadas en el análisis “estructuralista” o “de la dependencia” de origen latinoamericano.

Benu Schneider (2003) divide las definiciones de la literatura en tres grupos: (a) definición general, o amplia, (b) abordaje de la *fuga de capital* debida al tratamiento discriminatorio del capital local, y (c) las definiciones ligadas a las transacciones ilegales. El siguiente cuadro, tomado del citado trabajo de Schneider, muestra de modo sintético esta clasificación:

- **Definición amplia de *fuga de capitales***

1. Todos los flujos de salida que, de ser invertidos en la economía local, generaría una tasa social de retorno mayor;
2. Una variante de este concepto a menudo denominada flujos de corto plazo (“hot money flows”), según la cual todos los flujos de salida de corto plazo, o aquellos reflejados en la categoría “errores y omisiones” de la balanza de pagos, son tratados como *fuga de capitales*.

- ***Fuga de capitales* definida como la respuesta al tratamiento discriminatorio del capital doméstico**

En esta, *la fuga* es aquella parte de los flujos de salida que responde al riesgo asimétrico, *causado por incertidumbre económica y/o política, que puede alterar los rendimientos de los capitales e incluso incluir posibles confiscaciones de origen político*³.

- **Concepto de “transacciones ilegales”**

Vincula a la *fuga de capitales* sólo a aquellos flujos de salida que son de carácter ilegal.

En el primer grupo se define como una pérdida de capital doméstico a través de salidas al exterior, lo que provoca una caída en la utilidad social local. Esta afirmación se basa en la

noción según la cual dicho capital en poder de residentes fugado podría generar, en el supuesto de su permanencia en el país de origen, un aumento en el bienestar social. Esta definición de *fuga* lleva a la medición de activos externos de bancos e individuos, más los errores y omisiones del Balance de Pagos. Una variante incluye sólo los capitales de corto plazo y los “errores y omisiones”.

El debate acerca de los métodos de regulación

Para la mayoría de los autores citados por Gaggero, las soluciones propuestas para el fenómeno de la *fuga de capitales* incluyen un variado abanico de posibilidades, desde el mero intercambio de información –a nivel internacional- para detectar a los capitales de origen ilícito hasta la más directa intervención a través de políticas fiscales y de control de capitales. Lo más llamativo es que en casi todos los casos, incluyendo las propuestas de la ONU y algunos organismos a ella vinculados, se proponen diversos grados de regulación pública con impacto sobre los activos de propiedad privada.

Kindleberger (1987), menciona Gaggero, constituye una excepción al afirmar que el factor fundamental para la repatriación del capital fugado es un retorno de la confianza, ya sea en la estabilidad del tipo de cambio, en la seguridad del capital o en la recuperación económica.

Por otro lado, Keynes y White propusieron que los gobiernos de los países receptores compartieran la información con los gobiernos de los países con controles de capitales, en lo referido a las tenencias de activos de ciudadanos de estos últimos. Dexter White fue aún más lejos al proponer que los países receptores se negaran a recibir capitales sin el consentimiento de los gobiernos de los países emisores.

Las propuestas de ambos fueron rechazadas por la presión de la “comunidad financiera” de Estados Unidos, que consideraba –entonces como hoy- que compartir información de tal tipo y colaborar en la “repatriación de capitales” hubiera significado convalidar una “violación de los derechos de propiedad”.

Crotty y Epstein (1996) destacaron que la propuesta de aplicar controles globales, aunque potencialmente eficientes, supone severas complicaciones en tanto no existen mecanismos democráticos para implementar los cambios institucionales necesarios a esa escala. Los mecanismos disponibles así, son hoy de escala nacional y regional.

Breve marco histórico

En el cuadro N°1, Gaggero menciona los acontecimientos históricos relevantes en cuanto a Fuga de Capitales.

Sería errado, por lo tanto, considerar a la *fuga* como un problema exclusivamente contemporáneo. Debe ser considerada, por el contrario, como un hecho económico-social

vinculado a la función del dinero en las formaciones sociales en las que aquél comenzó a jugar un papel relevante.

Sin duda, las tendencias estructurales a la aceleración de la fuga de capitales se condicen, en lo fundamental, con la expansión de las relaciones sociales de producción modernas y - más específicamente- con la conformación de los mercados mundiales de capitales a partir del siglo XIX. Cada patrón de acumulación y su respectiva génesis histórica suponen una lógica fundamental de circulación de capital. Por otra parte, el desarrollo y carácter de las formaciones concretas implican una determinada vinculación entre “periferia” y “centros”, cualitativamente diferenciada según los distintos niveles de desarrollo.

Dados los objetivos de este trabajo, importa mencionar los cambios ocurridos durante el siglo XX y, en especial, los desarrollos posteriores a la crisis y transformación del patrón de acumulación mundial conformado durante la segunda posguerra. Estos cambios y la nueva

Cuadro N° 1: “Fuga de Capitales: breve marco histórico”

Francia	1685 (y antes) a 1700: revocación del <i>Edicto de Nantes</i> .
	1720: acciones para salvaguardar las ganancias de la <i>burbuja de Mississippi</i> .
	1789-97: fuga de capitales como consecuencia de la <i>Revolución Francesa</i> .
	Las compras francesas de Obligaciones emitidas en Londres en la década de 1840
	El ataque especulativo contra el franco de 1924 y la exitosa “contracción”.
	La estabilización de Poincaré, después de la depreciación extrema de mayo-junio de 1926.
	El golpe de la clase media contra el <i>Frente Popular</i> en 1936.
	El golpe de clase media contra el <i>Accord de Grenelle</i> en 1968.
	El golpe de clase media contra la campaña socialista de nacionalización de Mitterrand en 1981-2.
Italia	1866 y el inicio del <i>corso forzoso</i> que fue finalmente interrumpido en 1881.
	Los controles de cambios de los años 1930.
	La fuga de los <i>bananotes</i> de 1961-3, contrabandeados a Suiza, que fue un golpe de la clase media contra la nacionalización de la industria de electricidad.
Alemania	La salida de capital alemán durante la hiperinflación de 1919-23.
	Las salidas de 1931 que conducen al <i>Acuerdo de Standstill</i> .
	Los controles de cambios, con pena de muerte por evasión, en los años 1930.
Latinoamérica	Compras latinoamericanas de obligaciones emitidas en el extranjero.

Fuente: Gaggero, Jorge (2007)

lógica de funcionamiento del mercado mundial han terminado de moldear el presente comportamiento de las transferencias de capitales a escala global.

Wierzba y Golla (2005) afirman que “la eliminación de restricciones al flujo internacional de capitales se extendió durante toda la década del setenta para alcanzar su madurez a principios de los ochenta en los países centrales, momentos en que los fondos podían trasladarse entre mercados, bancos, paraísos fiscales, sin limitaciones. Comenzada la década del noventa la liberación de la entrada y salida de capitales abarcaba una gran cantidad de naciones periféricas, situación que se extendió ampliamente durante el transcurso de la misma. La generalización de las nuevas condiciones trajo aparejado un explosivo crecimiento del movimiento internacional de capitales y de las transacciones de divisas”. Lejos de las medidas “macroprudenciales” propias de la etapa de *Bretton Woods*, “las nuevas condiciones de liberalización del movimiento internacional de capitales implicaron que durante los setenta y los ochenta creciera explosivamente la actividad *off shore* de las entidades financieras, buscando nuevos mercados con menores regulaciones”. La aceleración de la fuga de capitales durante esta etapa se relaciona con las transformaciones que a escala global y local se produjeron entre los años 70 y los 90. Estas modificaciones implicaron una fuerte modificación de los patrones de acumulación, en especial en la periferia, pasando de perfiles desarrollistas a unos más marcadamente financieros. Esto implicó que la interrupción de la etapa de industrialización por sustitución de importaciones y la articulación local con las tendencias internacionales, generaran en la periferia fuerzas favorables a una mayor dependencia financiera, una desarticulación creciente del entramado productivo, un crecimiento marcado de la deuda pública y la creciente salida de capitales privados hacia el exterior. En esta dinámica, la *fuga de capitales* no supuso un elemento más de la conducta macroeconómica de los agentes, sino una de las principales piezas -junto con su anverso, el endeudamiento externo público- de articulación entre la “periferia” latinoamericana y el mercado mundial.

Los impactos de la Fuga de Capitales según la literatura

Siguiendo su definición de *fuga* como aquellos movimientos de capitales de carácter ilícito, y considerando que la exportación de capital “puede facilitar la exportación de bienes, mantener el empleo, y solucionar otros problemas nacionales”, Grigoryev y Kosarev (2000) sostienen que la *fuga de capitales* evidencia “problemas críticos” a nivel nacional que disminuyen las posibilidades de inversión y sus rendimientos, deteriorando las perspectivas de desarrollo.

Esto, puede implicar costos sociales significativos, constituyéndose en barómetro de la soberanía de la política gubernamental. Resulta costosa en tanto conlleva caídas en la inversión cuando el capital y las divisas son escasos, como ocurre en los países periféricos, en los cuales las inversiones en infraestructura y otros recursos resultan fundamentales.

En la medida en que la fuga implique una reacción de los tenedores privados ante intentos gubernamentales de incrementar la presión impositiva o el control público sobre la riqueza privada, este fenómeno tendrá consecuencias negativas en la equidad, con ciudadanos ricos escapando de los altos impuestos, mientras los ciudadanos pobres enfrentan altos impuestos y recortes en servicios sociales. También puede inducir crisis financieras, con mayores costos en términos de desempleo y menor crecimiento económico; imponiendo cargas desproporcionadamente altas a los miembros pobres de la sociedad.

Desde esta óptica la intervención estatal en el proceso económico aparece como fundamental, en tanta condición de posibilidad para el desarrollo periférico y la distribución del excedente económico.

Manuel Pastor (1990) plantea tres consecuencias de la *fuga de capitales*:

1) Sacrificio de crecimiento potencial: el crecimiento es reducido, no sólo porque los ahorros se han desviado al extranjero, sino también porque la típica resistencia a repatriarlos tiende a exacerbar la escasez de divisas; la cual contrae, a su vez, la importación de los bienes de capital necesarios para el desarrollo.

2) Impuestos perdidos: la retención de activos y ahorros en ultramar erosiona la base impositiva de los gobiernos, los cuales tienden a enfrentarse con déficits presupuestarios crónicos.

3) Empeoramiento de la distribución del ingreso: ésta es afectada negativamente en la medida en que los pobres sufren como consecuencia de las políticas de austeridad adoptadas para que sus países puedan cancelar las deudas con los bancos (o con los bonistas) internacionales; estos últimos pagan, a su vez, intereses a las elites locales.

7. CONTROLES CAMBIARIOS

Con toda la información que hemos expuesto hasta ahora podemos conocer el porqué de los controles cambiarios. Recordamos que la balanza de pagos está compuesta por la cuenta corriente y la cuenta capital, y que independientemente del sistema cambiario adoptado, un exceso de crédito interno sobre las necesidades de liquides del público lleva a una depreciación de la moneda. Esto puede no ser deseable por parte del gobierno ya que influye sobre el nivel general de precios elevando el costo de vida de los ciudadanos originando un gran costo político. De esta forma, o bien el gobierno elimina el exceso de circulante de dinero ofreciendo divisas (perdiendo reservas internacionales), o recurre a la medida discrecional de controles cambiarios con el fin de evitar una crisis de balanza de pagos en la que se sigan perdiendo reservas, se exponga a períodos de altas tasas de interés real, y existan corridas sobre depósitos y crisis cambiarias.

Mercado de divisas paralelo o mercado negro de divisas (Piña, 2013)

Si bien no es un tipo de cambio admitido por la estructura legal de un gobierno, es una consecuencia inevitable debido a las regulaciones cambiarias que un gobierno establece. En el mercado paralelo se establece un tipo de cambio propio dado por el libre comercio de las divisas; en el cual demandantes se acercan a las "cuevas" (oficinas ilegales donde se transan este tipo de operaciones) para hacerse de dólares a una cotización, en muchos casos (cuando existen restricciones cambiarias), muy por encima de la oficial. Este tipo de mercado trabaja con un "spread" (diferencia entre el tipo de cambio comprador y vendedor) mucho mayor que el legal, el cual supone la ganancia para quien lleva adelante este tipo de operaciones de alto riesgo impositivo-legal.

En la operatoria de este mercado es muy común la intervención de corredores o "corretas" quienes se encargan de acercar la oferta y la demanda de divisas; por ejemplo, una persona ingresa a una "cueva" a solicitar 300.000 dólares, para llevar adelante esta operación la "cueva" necesita de otra que le ofrezca esta cantidad de divisas disponibles; ya que normalmente no tienen grandes cantidades libres en todo momento. El corredor es quien se encarga de contactar quien tenga disponible dicha cantidad para poder transar la operación. Esta persona por su trabajo percibe una comisión de la operación (aprox. 0,05%).

Los mercados negros existen como consecuencia de una combinación de factores. El Segundo factor clave que los genera, es el simple motivo de conservar el valor de los activos mediante un portafolio compuesto por moneda extranjera resulta satisfecho por una demanda en el mercado ilegal. Tercero, si la cotización del dólar paralelo supera a la del oficial en un 25% o más comienzan los incentivos de sub-facturar las exportaciones dado que estas deben ser liquidadas en el mercado oficial, y análogamente, quienes tienen la posibilidad de acceder a importaciones (tradicionales) en el mercado oficial tienen un incentivo a sobrefacturar y liquidar el excedente en el mercado negro.

Consecuentemente podemos concluir que la cotización del mercado paralelo depende directamente de tres factores:

- Tasas de interés internacional, expectativas de devaluación e inestabilidad política.
- Restricciones sobre la demanda de dólares.
- Efectividad sobre el control de facturación sobre exportadores e importadores.

Los incentivos a la falsificación dependen de dos factores que son resumidos en el siguiente cuadro y dependen de la categoría que tienen respecto al comercio exterior.

Cuadro N°2: Principales motivos de falsificación de facturas.

Categoría	Sobrefacturación	Subfacturación
Exportadores	Capturar Subsidios	Fuga de Capitales
Importadores	Fuga de Capitales	Evasión

Fuente: Piña (2013)

La fuga de capitales surge ya que aquellos residentes de países en el cual existen controles cambiarios que prohíben la exportación de capital por motivos de inversión deben decidir en adquirir activo externos por diferentes motivos. Los tres más importantes son: miedo a una inestabilidad política, anticipación de inestabilidad financiera, y finalmente lavado de activos. El medio que facilita y provee de activos proviene tanto de las exportaciones e importaciones, y su incentivo es único y claro: rentabilidad inmediata cuando la brecha supera un 25% a la cotización oficial. A su vez, esto se ve fomentado mientras mayor sea la presión impositiva sobre el sector externo que no solo resta rentabilidad a los sectores, sino que limita el libre acceso a la adquisición de bienes.

Siguiendo la obra de Piña (2013), se concluye con los mercados negros mencionando los efectos a nivel macroeconómico:

- Pérdida de ingresos: dado que los controles cambiarios se dan en países en los que el sector exportador es el principal importador de divisas, al existir subfacturación por parte de ellos trae como consecuencia inmediata una menor recaudación para el gobierno. En Latinoamérica entre los años 1982-1985 se estima que la subfacturación promedió un 25% de la balanza comercial, en tanto que la sobrefacturación un 20%. A través de esta información, también se pudo inferir que la pérdida en ingresos por parte de los gobiernos latinoamericanos en 1982 fue alrededor del 2,9% del PBI.
- Pérdida de moneda extranjera: la falsificación de facturas no solo trae problemas de caja a los gobiernos, sino también una menor disponibilidad de reservas internacionales que dificulta la posibilidad de conservar el tipo de cambio oficial estable. De esta forma no solo se afectan los precios domésticos, sino también el poder de compra de importaciones es menor. Ante esto, existen dos posibilidades: se refuerzan los controles con una administración más rigurosa, o se deja depreciar la moneda.
- Inflación: el aumento de precios se da en algunos bienes de la economía, sobre todo en aquellos que no son considerados “necesarios” y no se comercian bajo el tipo de cambio oficial, o directamente no se venden legalmente. Esta distorsión de precios genera tanto una mala asignación de recursos, como un mayor incentivo a llevar capitales al exterior. Consecuentemente estamos frente a un espiral

inflacionario dado el círculo vicioso que existe entre los controles cambiarios, depreciación paralela e inflación.

8. POLITICA MONETARIA: UN BREVE REPASO (Mochón Morcillo & Beker, 2008)

Las autoridades económicas a través de los mercados centrales, controlan la cantidad de dinero. De esta forma determinan el nivel de las tasas de interés a corto plazo e inciden en la producción y el empleo, también a corto plazo.

El objetivo fundamental del banco central es procurar la estabilidad de los precios a la vez que propiciar un crecimiento sostenido de la producción y del empleo, en un contexto financiero ordenado y eficiente.

Cuando la demanda agregada (se entiende por esta la suma del gasto en bienes y servicios que los consumidores, las empresas y el Estado están dispuestos a comprar a un determinado nivel de precios y depende tanto de la política monetaria y fiscal, así como de otros factores) se considera excesiva y hay una fuerte presión al alza sobre los precios, el Banco Central puede reducir el crecimiento de la cantidad de dinero, de esta forma se reducirán las presiones inflacionarias. Por el contrario, si la economía atraviesa una fase recesiva, el ritmo de la actividad económica es débil. En este caso, el Banco Central puede considerar la posibilidad de elevar la oferta monetaria y de esta forma estimular la demanda y reducir el desempleo.

Funciones del Banco Central

La misión fundamental del Banco Central es controlar la estabilidad de los precios y del tipo de cambio. Para ello se ocupa de la oferta monetaria y de las condiciones crediticias. Además, el Banco Central tiene las siguientes funciones:

- Custodio y administrador de las reservas de oro y dinero;
- Agente financiero del gobierno nacional: realiza las operaciones de cobro y de pago por cuenta del gobierno;
- Responsable de la política monetaria (tema que será abordado en este capítulo);
- Banco de bancos;
- Proveedor de billetes de curso legal, controla la emisión de dinero;
- Superintendente de entidades financieras;
- Ejecutor de la política cambiaria: interviene activamente en el mercado de cambios comprando o vendiendo divisas para estabilizar el tipo de cambio.

El balance del Banco Central

Una de las partidas del activo del Banco Central son las reservas de oro y divisas. Las reservas internacionales son las posesiones de divisas y de otros activos que tiene un país, que pueden utilizarse para satisfacer las demandas de divisas.

En cuanto a los pasivos del Banco Central, éstos son fundamentalmente dos: el efectivo (billetes y monedas) y los depósitos del gobierno nacional. Los billetes y monedas en circulación son una obligación del Banco Central. Los depósitos del gobierno nacional se vinculan con el rol de agente financiero del Banco Central.

La base monetaria y la oferta monetaria

La **base monetaria** es la suma del efectivo total, es decir, billetes y monedas en circulación, tanto en manos del público como del sistema crediticio, que coincide con la suma del efectivo en manos del público más la totalidad de las reservas bancarias.

$$BM: Lm + RB$$

Dónde:

BM: Base Monetaria;

Lm: efectivo en manos del público;

RB: reservas bancarias.

Entonces, las variaciones en las reservas de divisas, como resultado de las transacciones económicas con el sector exterior, inciden directamente en el volumen de la base monetaria.

La oferta monetaria es la cantidad de dinero disponible en una economía para comprar bienes y servicios, y está compuesta por el efectivo en manos del público y los depósitos a la vista.

$$OM = Lm + D$$

Dónde:

OM: oferta monetaria;

Lm: efectivo en manos del público;

D: depósitos a la vista

Es este punto nos podríamos preguntar, ¿cuál es la relación entre la base monetaria y la oferta monetaria? La Oferta Monetaria es un múltiplo de la Base Monetaria, de la siguiente forma:

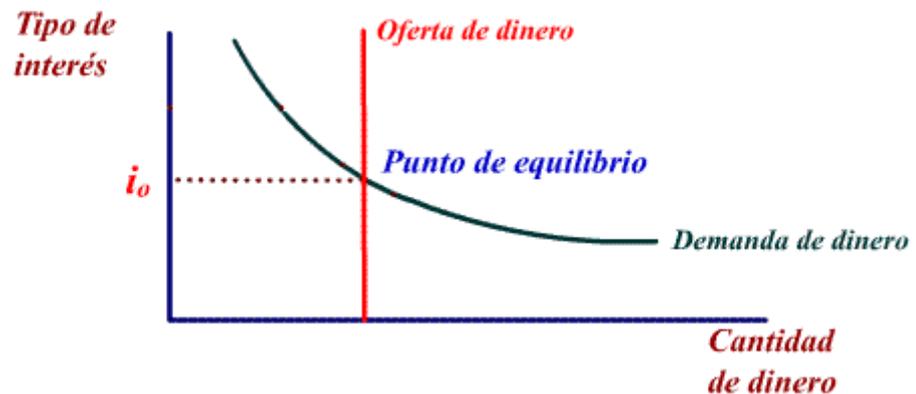
$$OM = \frac{Lm + D}{Lm + RB} \times BM$$

Las alteraciones en la Base Monetaria provocan alteraciones en el mismo sentido en la Oferta Monetaria.

El equilibrio en el mercado monetario y la política monetaria

El mercado de dinero viene determinado por el deseo del público de tener dinero (representado por la curva de demanda de dinero) y por la política monetaria del Banco Central (representada por medio de una oferta monetaria fija). Su interdependencia determina la tasa de interés del mercado.

Gráfico N° 6: “el mercado monetario”



Fuente: Mochón & Beker (2008)

El equilibrio en el mercado de dinero se alcanza en un punto en que la cantidad demandada de dinero es igual a la ofrecida.

Las alteraciones en la cantidad de dinero y el mercado monetario

El ingreso real es una variable determinante del nivel de demanda de dinero. Así, cuando aumente el ingreso real, los individuos desean poseer mayor cantidad de dinero, ya que el nivel de gasto en bienes y servicios se incrementará. Esto implicará un desplazamiento hacia la derecha de la demanda de dinero, lo que hará incrementar la tasa de interés de equilibrio.

Si el ingreso real se redujera, el efecto sobre el mercado monetario, y en particular sobre la tasa de interés, se concretaría en una disminución.

La política monetaria: instrumentos y efectos

La política monetaria se refiere a las decisiones que las autoridades monetarias toman para alterar el equilibrio en el mercado de dinero, es decir, para modificar la cantidad de dinero o la tasa de interés. En una **política monetaria expansiva**, el Banco Central puede comprar títulos en el mercado abierto, puede reducir los coeficientes legales de reservas o conceder a los bancos nuevos créditos, determinará que la cantidad de dinero se incremente de forma tal que la función de oferta de dinero se desplazará hacia la derecha y la tasa de interés se reducirá. Este

aumento en la oferta monetaria crea un exceso de oferta de dinero a la que se ajusta el público tratando de comprar activos. Esto hace que suban los precios de los activos y disminuyan los rendimientos. La baja de la tasa de interés incrementa la inversión y seguidamente la producción del país.

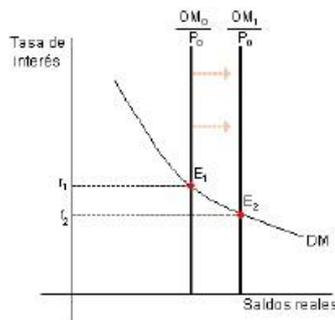
Una **política monetaria restrictiva** desplaza la curva de oferta hacia la izquierda, elevando la tasa de interés del mercado, provocando una baja en la inversión y, como consecuencia, una baja en la actividad del país. Estos instrumentos del banco central se muestran en el siguiente gráfico:

Gráfico N° 7: “políticas monetarias”

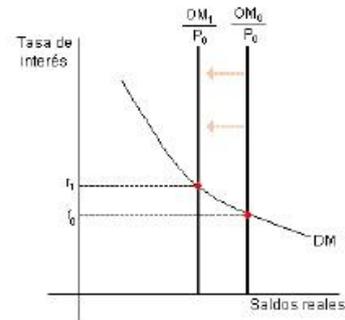
Tipos de Política Monetaria

Política monetaria expansiva

Política monetaria restrictiva



Poner mas dinero en circulación



Quitar dinero del mercado

Fuente: <http://es.slideshare.net/cesarmendivil/politica-monetaria>

Tasa de interés, ¿por qué es tan importante a la hora de elegir un tipo de inversión?

En el ámbito de la economía y las finanzas, el concepto de interés hace referencia al costo que tiene un crédito o bien a la rentabilidad de los ahorros. Se trata de un término que, por lo tanto, permite describir al provecho, utilidad, valor o la ganancia de una determinada cosa o actividad.

Un concepto este, el que ahora nos ocupa, cuyo origen se remonta a etapas anteriores a la Edad Media. En ella incluso el interés llegó a ser mal visto por considerar que era un atentado contra la Divinidad. Tal es así que se estableció como “pecado de usura”.

No obstante, esa idea iría cambiando con el paso del tiempo hasta tal punto que a partir de la Edad Moderna ya nos encontramos con todo un entramado de autores que empiezan a hablar del concepto que hoy maneja la economía actual.

El interés de tipo simple agrupa a los intereses que surgen de una determinada inversión gracias al capital inicial. Cabe resaltar que los intereses derivados del capital en un cierto periodo no se acumulan al mismo para producir los intereses que corresponden al siguiente periodo. Esto supone que el interés simple generado por el capital invertido se mantendrá idéntico en todos los periodos de la inversión mientras no varíe la tasa ni el plazo.

El interés compuesto, en cambio, permite que los intereses obtenidos tras el final del periodo de inversión no se retiren, sino que se reinvierten y se añaden al capital principal.

La noción de tasa de interés, por su parte, hace foco en el porcentaje al que se invierte un capital en un determinado periodo de tiempo. Podría decirse que la tasa de interés es el precio que tiene el dinero que se abona o se percibe para pedirlo o cederlo en préstamo en un momento en particular.

La tasa de interés puede ser de carácter fijo (se mantiene estable mientras dura la inversión o se devuelve el préstamo) o variable (se actualiza, por lo general, de manera mensual, para adaptarse a la inflación, la variación del tipo de cambio y otras variables).

Por último, cabe destacar que la tasa de interés considerada como preferencial consiste en un porcentaje más bajo respecto al general que se suele cobrar por los préstamos que se conceden para la realización de ciertas actividades específicas.

En definitiva, la tasa de interés es el precio del dinero. Cuando aumenta la tasa de interés, disminuye el atractivo de mantener saldos en efectivo, en virtud de que el costo de oportunidad de la liquidez se eleva.

Un nivel de ingresos alto y una tasa de interés baja obligan a los poseedores de liquidez a conservar su dinero para aprovechar el precio de oportunidad. Pero cuando la tasa de interés es alta, el poseedor del dinero invertirá su efectivo en la mejor propuesta financiera. Mientras más altas sean las tasas de interés, menores saldos de efectivo se demandaran. Cuando los demandantes de recursos se ven frenados por las tasas de interés altas, las mismas tienden a bajar, lográndose un equilibrio en la intersección de la oferta con la demanda del dinero.

Cuando hay escasez de dinero puede ocasionar que los ahorradores e inversionistas disminuyan la parte de su ingreso destinado al ahorro o inversión, esto, con el objeto de mantener mayores cantidades de efectivo en caja y bancos para efectuar transacciones.

Las empresas, por su parte, tratarán de obtener más dinero, solicitando préstamos en cantidad mayor a sus necesidades.

La competencia por recursos escasos, motivado a esa oferta limitada de dinero, se representa por los esfuerzos para solicitar préstamos y por la resistencia para ahorrar, provocando que las tasas de interés aumenten. Por lo anterior habrá ahorradores e inversionistas

motivados por el alza en las tasas de interés; asimismo los demandantes de dinero que están dispuestos a pagar esas tasas, tendrán el privilegio de usar esos fondos limitados.

A medida que aumenta la actividad económica, se requiere dinero adicional, supuesto que de otra forma las tasas de interés subirán constantemente, por lo que -la autoridad reguladora de cada país - generalmente “aumenta la oferta de dinero a una tasa de crecimiento adecuado a las necesidades de la economía.

A lo largo de la historia argentina se ha usado este instrumento como medida de “control cambiario”. Un ejemplo claro es la actualidad económica que se vive en nuestro país, donde se incrementaron las tasas de interés en afán de frenar la fuga de capitales y tentar a los ahorristas extranjeros a depositar en nuestro país.

CAPITULO II

CONTROLES Y POLITICAS CAMBIARIAS A LO LARGO DE LA HISTORIA ARGENTINA

1. INTRODUCCION: SINTESIS DE PERIODOS

En el presente capítulo desarrollaremos las distintas etapas en las cuales se aplicaron controles cambiarios en la Argentina. Se desarrollará desde 1931, siguiendo la bibliografía de FIEL hasta el año 1981, hasta el año 2008, con el objetivo de mostrar casos anteriores a los controles aplicados a partir de Noviembre de 2011.

Dado que los controles cambiarios surgen bajo distintas coyunturas económicas internas y externas, y a su vez se han aplicado, sostenido, reforzado y relajados; con el fin de una mayor claridad de entendimiento se dividirá el período en cuatro etapas para coordinar con el trabajo realizado por FIEL (1989) y que, a su vez, son sub divididas en fases. Las mismas son:

- **1931-1945:** Esta etapa se relaciona con los primeros años de improvisación e inexperiencia donde se pretendía controlarlo todo, hasta mediados de la década del 40, en la que como consecuencia del menor ingreso de importación producto de la Segunda Guerra Mundial y un marcado ingreso de capitales los controles cambiarios fueron relajados. Dado que este período es el más documentado e innovador en la materia, será uno de los más desarrollados en este trabajo.

- **1946-1958:** Está comprendida desde la política justicialista llevada a cabo por Juan Domingo Perón en su comienzo, hasta los distintos aspectos de la política de progresiva liberalización de mercado de cambios aplicada en principio por Lonardi (1955) y posteriormente por Aramburu (1958). En 1958 se logra por primera vez la unificación de los mercados.

- **1959-1971:** Durante esta etapa prevaleció un mercado único de cambios, con flotación administrada al principio y tipo fijo al final. Entre los años 1964 y principios de 1967 se estableció un control cambiario de forma limitada. Los presidentes vinculados a este período fueron: Frondizi (1958-1962) aplicando ideas “desarrollistas”; José María Guido (1962) como consecuencia del golpe en Marzo; Arturo Illia (1964-1966) con un nacionalismo-distribucionismo versión débil; y por último la “Revolución Argentina” con un esquema liberal de variante eficientista. Sus

presidentes fueron: Juan C. Onganía (1966-70), Marcelo Levingston (1970-71) y Alejandro A. Lanusse (1971-73).

- **1971-1981:** A esta etapa la vamos a separar en dos fases: la primera está al mando de Juan Domingo Perón en mayor proporción y comprendida entre 1971-1975, años en los cuales los controles de cambio se restablecen plenamente, resultando su evolución interesante pues se trata del funcionamiento de los mismos bajo alta inflación. La segunda etapa está dominada por el Proceso de Reorganización Nacional entre los años 1976-1981 donde existió una liberalización de mercado y de flujos de capitales, ensayo que en 1981 debió abandonarse, reiniciándose una nueva etapa de controles cambiarios.

- **1991-2001:** A comienzos de la década del 90', luego de Muchos años de especulación financiera con una reducción de la llamada economía real, los sectores más adinerados y el empresariado no tenían confianza ni en la economía y compraron todos los dólares que había en reserva en el Banco Central con lo cual nuestra moneda perdió su valor por falta de respaldo. Eso trajo como consecuencia el aumento de los precios hora a hora y el proceso inflacionario se transformó en hiperinflacionario.

El Gobierno de Carlos Menem no hizo más que poner en marcha el Denominado Consenso de Washington: En el documento aparecían diez puntos que expresaban las necesidades y las opciones del mundo hacia el siglo XXI: disciplina fiscal, prioridad del gasto público en educación y salud, reforma tributaria, tasas de interés positivas determinadas por el mercado, tipos de cambio competitivos, políticas comerciales liberales, mayor apertura a la inversión extranjera, privatización de empresas públicas, desregulación y protección de la propiedad privada. Por lo tanto, este período estuvo libre de controles cambiario.

- **2002-2010:** El régimen convertible instaurado durante el gobierno del Dr. Carlos Menem y ratificado durante el gobierno de la Alianza era insostenible. Insostenible económicamente debido a que se sustentaba en el aumento de la deuda pública externa. Insostenible socialmente debido a que se traducía en un aumento del desempleo, subempleo, trabajos no registrados, pobreza e indigencia. Tras el colapso del régimen de convertibilidad, el gobierno apuntó a contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero. El mercado cambiario se desdobló y el Banco Central empezó a ofrecer instrumentos que podían competir con la moneda extranjera, entre otras medidas de control cambiario.

- **2011-2015:** este período sufrió una de las peores fuga de capitales de la historia Argentina, peor en cuanto a sus consecuencias, como se analizará en el Capítulo V de esta investigación. Como consecuencia, en el año 2011, el entonces Ministro de Economía Axel Kicillof, aplica la Resolución General N° 3210 de la AFIP donde se

limita la compra de divisas mediante un cepo cambiario, es decir, se limita la compra de monedas extranjeras. El objetivo fue paliar el faltante de dólares, evitando en ese momento tener que devaluar, es decir, no usar el mecanismo de precios para ajustar ese exceso de demanda.

En el siguiente punto se analizarán con mayor profundidad todas estas etapas con las siguientes excepciones: dentro de la primera mencionada, nos focalizaremos sobre las dos fases que abarcan los años 1931-1938; la elección se fundamenta por su innovación en la materia y magros resultados a nivel económico a pesar del cumplimiento de los principales objetivos; la segunda etapa elegida como objeto de estudio es la relativa a la segunda época de J.D. Perón (1971-1976) como presidente de la República Argentina, el fundamento principal se basa en que dentro de la coyuntura en la que se aplican controles cambiarios existe un período inflacionario, al igual que en el período 2011-2015 que se analizará en el próximo capítulo de esta investigación.

2. EL PERIODO 1931-1945

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. La vida económica del país hasta el momento era una continua sucesión de ciclos estrechamente ligada a la coyuntura del comercio y las finanzas internacionales. Esta definición también es aplicable a este tramo que 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 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 periodo 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 internacionales 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

Las dificultades causadas por la crisis de 1929 y la depresión económica subsiguiente llevaron al gobierno de Uriburu (1930-32) a utilizar algunas medidas de corte intervencionista, apartándose de la tradición liberal anterior. Esta actitud, que estuvo en consonancia con lo que se observó en el resto del mundo (aplicación de recetas keynesianas), constituyó el fin del liberalismo puro en la Argentina, el cual comenzó a dar un giro hacia el “conservadurismo”.

La situación económica del país hacia 1930 se caracterizaba por fuertes déficit fiscales financiado con crédito interno, una drástica caída en los términos de intercambio, déficit de cuenta corriente, devaluaciones del peso, especulación cambiaria y fuga de capitales. El típico cuadro recesivo que golpeaba a la Argentina no solo se veía influenciado por la situación económica externa, sino también por la mala cosecha de aquel año. Todo esto repercutía fuertemente sobre la recaudación impositiva en general, y de la aduanera en particular. En adición a todo esto, la devaluación del peso encareció el servicio financiero de la deuda, cuyo costo evolucionó desde un 28% de la recaudación general en 1928, a un 37% en 1931.

Ante esta situación, la política económica tuvo como principal objetivo preservar a la economía nacional de los efectos depresivos provenientes del exterior, para lo cual se utilizaron instrumentos novedosos: controles cambiarios, instrumentos fiscales, acuerdos comerciales, auxilio al agro y la creación del Banco Central de la República Argentina.

El gobierno reaccionó ante la crisis reduciendo los gastos públicos principalmente recortando sueldos de la administración pública y reforzando los derechos aduaneros- con el doble propósito de aumentar la recaudación y desincentivar las importaciones- y creando impuestos a los réditos (hoy impuesto a las ganancias) y otros gravámenes.

A comienzos de 1931 parecía que todo estaba encaminado y bajo control dadas las grandes expectativas de recuperación a nivel mundial. El hecho se puede ver reflejado con el permiso otorgado a la Argentina para poder acceder a un gran empréstito en Francia con el fin de poder conservar el valor del peso. A pesar de esto, el 5 de abril de 1931 ocurren unas inesperadas elecciones para Gobernador de Buenos Aires en las cuales los radicales triunfan sobre los conservadores. En tanto a la crisis de gabinete ocurrida como las decisiones del presidente Uriburu de suspender las elecciones de Córdoba y Santa Fe, como así anular las de

Buenos Aires, generaron un clima de desconfianza que hicieron desaparecer por completo las posibilidades de préstamo, recrudesciendo la especulación y salida de capitales.

Entre 1930 y 1931 las autoridades económicas perdieron alrededor de US\$320 millones. El drenaje de reservas internacionales era demasiado elevado, más aun cuando Inglaterra abandona el patrón oro generando devaluaciones adicionales sobre el peso. El mismo, que a mediados de 1929 cotizaba a \$2,39 por dólar americano llegó a un valor de \$4,11 en setiembre de 1931. Simultáneamente, dentro del país existía un periodo de deflación. Toda esta información la podemos resumir en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 3: Resumen económico entre 1929-1933

Años	Términos de Intercambio. 1938-40=100	Variación de reservas internacionales. <i>US\$ millones corrientes</i>	Cuenta Corriente <i>US\$ millones corrientes</i>	Déficit fiscal %PBI	PBI variación anual	Inflación variación anual
1929	97	-294	-159	2,5	4,6	-2,2
1930	94	-42	-311	2,9	-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

Fuente: FIEL (1989)

En medio de la atmosfera descripta, el gobierno no imaginó otra cosa que la aplicación de controles cambiarios. Para ello, creó la Comisión de Control de Cambios con la participación de miembros extranjeros ya que el país era inexperto en el tema. Lo que la comisión procedió a hacer ha sido rudimentario ya que actuaba con urgencia, sin bases estadísticas apropiadas, y a prueba y error:

- Se dispuso que las transacciones de cambio de todo tipo debían realizarse a través de bancos especialmente autorizados que actuaban bajo la supervisión de la Comisión. Ante la misma debían justificarse todos los permisos para remitir fondos al exterior.
- Los exportadores se vieron obligados a liquidar inmediatamente las exportaciones, en tanto que los importadores podrían seguir haciendo sus pedidos al exterior de forma habitual, pero se racionó el pago de la misma mediante la solicitud de permisos ante la Comisión.
- Si bien inicialmente se había previsto que el tipo de cambio oficial se determinara en el mercado, pronto se cedió a la tentación de fijarlo en \$3,7 por dólar en 1932 y evitar fluctuaciones. Simultáneamente, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo que había surgido promedió niveles cercanos a 40% entre 1932-33.

- Esta política cambiaria repercutió de forma negativa en la balanza comercial y la cuenta corriente como consecuencia de un adelanto que surgió y provocó estimulación de importaciones.

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

1. Necesidades del gobierno (nacional, provincial y municipal) destinada al pago de servicios de la deuda;
2. Materia prima para las industrias nacionales, combustibles y bienes de consumo indispensables;
3. Remesas de inmigrantes;
4. Mercaderías no esenciales;
5. Cancelación y amortización de débitos comerciales atrasados.

Este sistema comenzó a fallar por su base e inexperiencia. La escasez de cambio fue incentivando el desarrollo de un mercado negro de divisas que fomentaba la corrupción. A pesar de los malos resultados a nivel económico, el gobierno logró sus objetivos básicos: detener la caída de reservas internacionales, como también detener la depreciación del precio en el mercado oficial (valor que cayó de \$4,11 pesos por dólar a fines de 1931 a un promedio de \$3,31 en 1933). De forma simultánea, los términos de intercambio tocaban fondo en su nivel más bajo del siglo.

Segunda fase: 1934-1937

Esta segunda fase de controles cambiarios se vincula con nuevas modificaciones introducidas por el ministro Pinedo como respuesta a las fallas e insuficiencias del defectuoso régimen anterior, y a un nuevo contexto internacional ascendente. La misma consistió en:

- Abandonar el propósito del control absoluto a un nuevo régimen en el cual se controlara lo que efectivamente fuera posible. El reflejo de esto fue la legalización del mercado negro de divisas que había surgido.
- Para poder importar, se requería de un permiso previo otorgado por la autoridad cambiaria que dependía de la disponibilidad de divisas. De esta forma se evitó seguir recurriendo a bloqueo de fondos;
- Se elevó el tipo de cambio oficial desdoblándolo en un tipo comprador y otro vendedor, creándose de esta forma un sistema de tipos múltiples.

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 oficial se liquidan las exportaciones regulares, las tradicionales, pero no por un monto total sino por una parte. Dado que alto nivel de subfacturación por parte de los

exportadores era inevitable, se decidió aplicar un aforo (Cantidad descontada por anticipado en operaciones financieras que es destinada a un fondo en calidad de garantía.) por unidad física del producto. Si bien el gobierno perdía el control sobre las divisas, estas no se perdían para el país. Análogamente, la demanda por divisas dentro del mercado oficial estaba compuesta por importadores cuyo permiso previo era existente en función a la lista de prioridades, y de los servicios financieros a los países con convenio de cambios.

Dentro del mercado libre, la oferta se componía por: el valor de las exportaciones que no se liquidaban en el mercado oficial, el producido por exportaciones no tradicionales, y con el producido de las exportaciones a países limítrofes. Estas últimas fueron incorporadas dado los costos administrativos y la política comercial. En cuanto a la demanda de divisas libres, se componía por el valor de las importaciones que no había conseguido permiso previo, los requerimientos de servicios financieros no autorizados en el mercado oficial y aquellos derivados de remesas al exterior, que ahora podían realizarse sin trabas en el mercado libre. En relación a esto, bajo esta nueva etapa del control los pagos al exterior y los flujos de capitales no serían entorpecidos.

En el mercado oficial se devaluó la moneda nacional, subiendo de su cotización previa y única de \$12,85 por libra a \$15 (\$3,1 por dólar) para la compra de las letras de los exportadores tradicionales, y, luego, a un tipo vendedor para la venta de letras a los importadores que se estableció en \$17 por libra (\$3,5 por dólar). Para 1934 el dólar se había devaluado un 28% para el comprador y un %13 para el vendedor.

La brecha de \$2 existentes ya en 1933 generaba recursos que se destinaban a una cuenta denominada Fondo de beneficios de cambios, comúnmente conocida como Margen de Cambios. Dentro de este fondo se reconocieron dos destinos: la Tesorería de la Nación y la Junta Nacional de Granos. La primera utilizaba los recursos para cubrir los servicios financieros de la deuda pública externa, y la segunda para hacer frente a los bajos precios internacionales que ocasionaban grandes pérdidas.

Esta nueva situación le generó al gobierno un promedio anual de ingresos que rondaron entre un 1,6% del PBI cuando el gasto público orillaba el 18%. Por esta causa se ha postulado que desde un comienzo, 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.

Un gran problema que había surgido durante la primera etapa fue el bloqueo de fondos destinados al pago de importaciones y pagos de servicios al exterior. Los mismos habían sido congelados en forma de depósitos en bancos de Buenos Aires, y su valor ascendía a US\$ 300 millones. Para resolver esta situación el Gobierno, quien había capturado los fondos dada la escasez de divisas, ofreció a las empresas interesadas aceptar en pago títulos de la deuda en moneda extranjera, entre otras alternativas. La gran mayoría de las empresas accedió a esta

posibilidad, situación que reflejó una mayor situación de mayor confianza hacia el gobierno. El resto de los fondos fueron liquidados gradualmente en el mercado libre.

Un análisis coyuntural entre 1934-1937 permitió dejar en claro que la situación internacional se encontraba en una etapa ascendente. Los términos de intercambio mejoraron un 22% respecto del año 1933, y después de 3 años con salidas de capitales el país volvía a atraer fondos financieros. Tanto las exportaciones como las importaciones fueron en empinado ascenso, siendo la tasa de crecimiento de las segundas con menor fuerza¹⁴. La actividad económica creció a un ritmo del 5% anual y el déficit se mantuvo estabilizado en torno de un 2% del PBI, financiándose con deuda interna primordialmente. En el cuadro N° 7 podemos resumir lo explicado.

Si el análisis lo extendemos sobre el crecimiento e inflación y comparamos la primera con la segunda fase, podemos interpretar que durante la primera las tasas de crecimiento fueron negativas con deflación, lo que responde a una demanda agregada completamente deprimida. Por su lado, en la segunda fase, el fortalecimiento de la misma llevó a tasas de crecimiento del producto positivas con niveles mayores de inflación (Trapé A., 2005). Independientemente del buen resultado, para poder concluir si en lo económico fue bueno o malo, es necesaria una comparación con países diferentes. Lo que los datos indican (Trapé, A. 2010) es que el período presidencial comprendido por Uriburu y Justo tuvo malos resultados económicos en términos relativos tanto a países desarrollados como parecidos a pesar del magro contexto internacional que enfrentaron.

Otro dato que cabe destacar es que dentro de la recuperación económica, el sector industrial tuvo en mejor desempeño que el agropecuario y hacia 1939 igualaba la participación de este en el PBI¹⁵ (22% cada uno aproximadamente). Claramente, si analizamos los subsectores de sector industrial los que más crecieron fueron aquellos que compiten con las importaciones, mientras que los relacionados con las exportaciones cayeron.

Cuadro N°4: Resumen Económico del período 1934-1937

Año	Términos de intercambio 1938-40=100	Cuenta Corriente US\$ millones corrientes	Variación de reservas internacionales US\$ millones corrientes	Brecha Cambiaria %	Déficit Fiscal %PBI
1934	84	-8	-2	21	2,2
1935	84	-13	36	15	1,7
1936	103	-12	53	11	2
1937	118	100	-29	6	2,2

Fuente: FIEL (1989)

Para concluir, cabe destacar que la mejor situación económica y la reciente tendencia de un ingreso de capitales comenzaron a generar un efecto reevaluatorio sobre el tipo de cambio

paralelo. Antes esto, la autoridad económica decidió aplicar un gravamen de 20% sobre las importaciones que ingresaban por el mercado libre. Este era bastante elástico y aseguraba que siempre se mantuviera una brecha de 20% entre el tipo oficial y libre, preservándose de esta manera la efectividad de los tipos oficiales vigentes hasta entonces. Esta medida adicional de restricción cayó principalmente sobre importaciones de EEUU y fue 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. De todas formas esto no fue eficiente y finalmente se tuvo que devaluar la moneda en el mercado oficial.

Hacia mediados de 1937, las reservas en oro y divisas habían aumentado en más de US\$87 millones, 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% desde 1933 hasta este año.

3. ETAPA 1971-1981

A grandes rasgos, el período reconoce dos fases. La inicial, comprendida desde finales de 1971 hasta comienzos de 1976, es a la cual nos focalizaremos en este trabajo ya que sumado a los controles cambiarios en la economía argentina prevalecía un período de alta inflación. Esta fase estuvo signada por una secuencia de formas alternativas de control de cambio y de administración de tipo de cambio (crawling-peg², flotación administrada, fijación). 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 se distinguió por términos de intercambio menos favorables que los anteriores, nuevos aumentos del gasto público y algunas entradas de fondos, a pesar de que la época estuvo dominada por fugas masivas, sobre todo a final.

Más allá de las diferencias coyunturales, un mismo evento presidió el período: el colapso de las finanzas públicas – incluyendo el Banco Central- que fue manifiesto en 1973. Dada la magnitud de los déficits públicos, la estrategia de financiamiento resultó trascendente: no solo gravitó sobre la trayectoria de los precios relativos principales (salarios, interés y tipo de

² Política Cambiaria caracterizada por ajustes sucesivos de la Moneda local que descarta las devaluaciones o revaluaciones bruscas como medio de favorecer la adaptación de la economía nacional ante los necesarios ajustes cambiarios.

cambio) sino tuvo que ver, en alguna medida, con los regímenes de cambio específicos que se adoptaron.

Primera Fase: 1971-1976

Bajo el mando de Onganía, la Revolución Argentina inició su gestión en 1966 con un enfoque ambicioso: llevar al país hacia un nuevo modelo de crecimiento y desarrollo. Los objetivos era crecer y luego redistribuir, y así volver al sistema democrático. Este presidente logró una bonanza económica gracias a un plan de estabilización y desarrollo creado por KrigerVasena en 1967. El mismo se sostenía con tres grandes pilares: atacar la inflación, incentivar a las industrias “eficientes” y un ambicioso plan de obras públicas.

La bonanza económica lograda con el plan (particularmente durante el trienio 1968-70) tenía su contracara en lo social: los militares manejaban el país con mano dura y había prohibido la actividad política, mientras que la prensa era severamente controlada. A esto se sumaba la caída del salario real y el marcado proceso de extranjerización de las empresas industriales, cosa que atentaba contra la distribución del ingreso.

La inquietud social hizo eclosión en el Cordobazo de 1969, situación que dejó muy mal parado al ejército e inició su fase de decadencia. En medio de este caos social, KrigerVasena se vio obligado a renunciar en medio de un clima de incertidumbre, lo que provocó fuerte salidas de capitales. Posterior a esto, en 1970, Onganía es remplazado por Levingston y la economía argentina caía en una etapa descendente.

Durante la nueva etapa no sólo reaparecía el problema inflacionario debido a las presiones sindicales, sino que en el ámbito social todo era confuso y conflictivo. Esto fue imposible de controlar por el actual presidente, de forma tal que asume el general Lanuse con el fin de pacificar los ánimos en lo social, y de alguna forma tomar medidas de control en lo económico. A mediados de 1971, durante la gestión de Aldo Ferrer, estas fracasadas medidas (entre ellas los controles cambiarios y cambio de signo monetario¹⁶) no lograron su objetivo y hacia fines de 1972 la “estabilización de Kriger” había fracasado.

El deterioro de los indicadores es marcado a partir de 1969: la inflación pasó de ser 7,6% a 13,6%; el crecimiento se redujo de 9,6% a 6,4%; el déficit avanzó a 1,9% del PBI; y el saldo comercial se mantuvo positivo pero en un valor de 79 millones de dólares.¹⁷

En setiembre de 1971, como ya mencionamos, se aplicaron controles cambiarios. Estos respondieron ante una crisis de balance de pagos a la que se enfrentaba el gobierno y una fuga de capitales con magnitudes nunca antes vista. Para este año la inflación ya era del 34,7%, el Déficit Fiscal como porcentaje del PBI 3,1%, el crecimiento había caído a 4,7% y el saldo comercial negativo en US\$ 128 millones. La causa de la aplicación del mismo no respondía a un contexto internacional desfavorable, ni a consecuencias económicas internas por defectuosa política, sino que simplemente a un desequilibrio social que se hacía insostenible y presionaba

sobre los indicadores domésticos. El mercado doble de cambios que surge se fundamentaba bajo las siguientes disposiciones:

- Las transacciones cambiarias se cursarían por dos mercados. El oficial, con un tipo de cambio fijado en \$5 por dólar, mercado en el cual se liquidarían todas las importaciones permitidas, las exportaciones tradicionales y el 90% de las exportaciones promocionadas ,y los servicios de flete y seguro correspondiente a las operaciones comerciales. El mercado financiero, inicialmente con flotación libre, se reservaba para las transferencias de capitales e intereses, el 10% de las exportaciones promocionadas y las operaciones de cambio a término;
- Las importaciones privadas ya no era suspendidas, ahora abonarían un arancel del 15% y las oficiales necesitarían autorización previa;
- Continuaron en vigencia las restricciones sobre la salida de capitales impuestas en 1970, y en adición a las restricciones sobre las importaciones se dio origen nuevamente a un mercado negro de divisas;
- El BCRA intervino en el mercado financiero estableciendo un tipo de cambio oficial que se sostenía fijo en \$5; un tipo de cambio financiero que inicialmente se sostuvo \$6,48 con una especie de crawling-peg hasta mediados de 1972, momento en el cual se fijó a \$9,98 por dólar; finalmente un tipo de cambio paralelo que no era reconocido legalmente y flotaba libremente.

En referencia a la información expuesta no podemos reconocer ninguna innovación en relación a los controles cambiarios anteriormente aplicados. A pesar de ello, existió una diferencia que se vio reflejada a través de devaluaciones encubiertas cuyo fin era sostener paridades fijas en coexistencia con una tasa de crecimiento monetario que excedía el 40% anual. Esta medida tomó vigencia a través de autorizaciones de liquidar mayor ingreso de exportaciones e importaciones en el mercado financiero, si bien este se mantuvo inferior al valor del paralelo, evolucionó desde \$6,8 por dólar en septiembre de 1971 hasta \$9,98 por dólar en 1972, quedando inmóvil en \$5 por dólar el oficial. Esta devaluación del 74% sobre el tipo de cambio comercial posibilitó una depreciación real sobre el peso dado que la inflación excedía levemente el 60% anual, mejorando así la situación crítica del balance de pagos.

Con el transcurso del tiempo fueron aplicándose medidas que típicamente acompañan los controles: actualización de la lista de exportaciones promocionadas cuyas divisas podían negociarse con un plazo hasta 180 días; se dio permiso a nuevas importaciones dentro del mercado financiero; se rebajaron las retenciones para unas exportaciones y se otorgaron incentivos fiscales a las no tradicionales; y por último se dispusieron normas para evitar la

cancelación anticipada de crédito externo y el BCRA actúa en el mercado de cambios a término incentivando la entrada de fondos.

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

Cuadro N°5: Resumen coyuntural entre 1971 y 1975.

Año	Términos de intercambio	Cuenta corriente US\$ millones corrientes	Variación reservas internacionales US\$ millones corrientes	Brecha cambiaria %	Déficit fiscal % 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

Fuente: FIEL (1989)

Hacia fines de 1972 la economía argentina no reaccionaba favorablemente y los ministros de economía se sucedían sin dar remedio a la situación. La presión de los proscriptos peronistas sobre el gobierno y la violencia social forzaron al Presidente Lanusse a aceptar el retorno de Perón y llamar a elecciones democráticas. La idea principal era aliviar la tensión social reflejada mediante las presiones sindicales y de grupos peronistas “revolucionarios”¹⁸ mediante el retorno de Perón al país.

Las elecciones de marzo de 1973 llevaron al poder a la fórmula presidencial peronista encabezada por Héctor Cámpora. Sin embargo la presencia de Perón en el país (que no pudo participar de las elecciones dado un artilugio legal) debilitaba la figura del nuevo presidente haciendo insostenibles las pujas internas. En julio, Cámpora presentó la renuncia convocando a elecciones para septiembre de ese mismo año, en las que la fórmula ganadora Perón-Perón obtuvo el 62% de los votos.

Este nuevo período de gobierno peronista se inscribió también, claramente, dentro del Modelo Nacional Distribucionista en su versión fuerte. A pesar de ello tuvo menos tiempo para ejercitar sus políticas y quedó prácticamente sin margen de maniobra cuando Perón murió. Sin embargo, las ideas centrales del esquema no habían cambiado:

- El corporativismo seguía en el centro de su pensamiento. Esto se ve reflejado en el pacto social de junio de 1973 entre la CGT, la CGE y el gobierno.
- Los objetivos de independencia económica y justicia social no habían sido abandonados. El objetivo era arribar a una distribución igualitaria: 50% y 50% para empleadores y asalariados respectivamente.

Frente a los malos resultados de 1972, Gelbard puso en marcha de inmediato un “Plan de reconstrucción y liberación” destinado a solucionar los problemas a corto plazo, entre ellos la inflación.

A pesar del cambio en la política económica, hasta mediados de 1975 rigió la misma organización del mercado de cambios manteniendo a \$5 por dólar el comercial y \$9,98 por dólar el financiero. En este lapso de tiempo el BCRA fue comprador neto de divisas, la brecha para el oficial evolucionó de 20% a 40% y la tasa anual de inflación se redujo de 67% en el primer trimestre de 1973 al 10% un año posterior. Durante 1974 el BCRA fue vendedor neto de divisas, la brecha subió agudamente del 50% al 150% y las tenencias de dinero nacional por parte del público iniciaron su descenso. En adición a esto, la inflación anualizada repuntó 49% y el BCRA cubrió con emisión monetaria más del 40% de los gastos de la administración nacional. El horizonte de cálculo económico se achicó y la inversión bruta moderna empezó a mermar. Si bien los mercados negros y la fuga de capitales se generalizaban, por el momento ninguna alteración de nota fue introducida al régimen cambiario.

Hacia fines de 1973 la economía argentina había avanzado positivamente gracias a la recuperación del precio de las exportaciones, el congelamiento de precios y salarios, la alta inflación en el área del dólar (el nivel general de precios mayoristas de los Estados Unidos creció un 13% en 1973 y 19% en 1974) y 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 pagos por los redescuentos del BCRA. Los tres primeros factores operaron aumentando la demanda de dinero y el cuarto factor operó moderando el crecimiento de la oferta de dinero. De esta forma fue posible la desaceleración inflacionaria y el mantenimiento del régimen cambiario hasta mediados de 1974.

A pesar de esto, los problemas coyunturales que relucieron durante este año afectaron a los próximos y se vieron explicados por cuatro grandes motivos: reducción total de la capacidad ociosa; el primer shock petrolero y la consecuente recesión internacional generada; y la muerte de Perón que significó un duro golpe para la cohesión de un modelo en el cual se necesitaba el consenso de todos (salida del “pacto social”).

El año 1975 recibió parte de la inercia favorable de 1974, pero hacia mediados de este año los indicadores se habían deteriorado notablemente, mostrando la desprolijidad en el manejo de la política económica y del gobierno en general.

El deterioro llegó a su punto máximo cuando, siendo el ministro de economía Celestino Rodrigo, se elaboró un plan de urgencia que incluía una devaluación del 100%¹⁹, importantes incrementos en las tarifas públicas y liberación general de todos los precios. En este año la cantidad de dinero creció poco menos de 200% y asistió una inédita explosión inflacionaria de 186%. Los gremios reaccionaron inmediatamente ya que el acuerdo salarial de una suba de 38%

había sido completamente licuado. Sumergido en medio de un caos social, Rodrigo renuncia y la figura de López Rega se deteriora.

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 tardes dispuso que todas las transacciones comerciales que se cursaban por el mercado financiero liquidarían con un tipo de cambio de 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 con el paralelo 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 solo habrían dos mercados, el oficial y el “libre”. Por el primero, con un tipo de \$140,3 por dólar se liquidarán las importaciones y el 97% de las exportaciones; 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%.

El caos social reinante y la debilidad de Isabel Perón como presidente forzaron un nuevo golpe militar que se dio el día 24 de marzo de 1976. Este año cerró con una caída del PBI de 2,9%; inflación anual de 444% y un índice de salario real 15% menor al del comienzo del período. A pesar de ello, el ajuste de variables permitió aumentar las reservas de oro y divisas y mejorar el saldo comercial de -US\$986 millones en 1975 a US\$883 millones. La nueva administración, con Martínez de Hoz como líder intelectual del plan económico, inicialmente propuso seguir con un sistema de tipo de cambio dual en el cual el dólar oficial continuó con una cotización de \$140,3 por dólar y el financiero se dejó flotar libremente achicando la brecha con el paralelo y cotizando en \$252 por dólar. Hasta la unificación del mercado de cambios ocurrida en noviembre de este año, la apreciable brecha existente entre los tipos de cambio libre y oficial permitió devaluar encubiertamente el peso.

Para concluir con esta fase, cabe aclarar que al igual que en el período de tiempo comprendido entre Uriburu y Justo, existió una pérdida en término de crecimiento relativo a países parecidos y desarrollados.

4. ETAPA 1992 - 2001 (Geenap)

Sin bien esta etapa carece de controles cambiarios en general y de todo tipo de intervención, ya que los gobiernos de Carlos Menem y Domingo Cavallo, incluyeron conceptos con una clara influencia neoliberal. Sin embargo, me parece importante dedicarle unas líneas para poder apreciar el contraste que tuvo esta etapa con las demás.

La Ley de Convertibilidad impuso tal vez la más rígida de las reglas monetarias. El sistema, conocido por el nombre de caja de conversión, requería que el Banco Central compre o

venda moneda doméstica a cambio de la moneda de reserva a una paridad fija. Para garantizar el cumplimiento de esta cláusula, la Ley de Convertibilidad requería que el Banco Central mantenga reservas internacionales líquidas por el equivalente al 100% de la base monetaria. Esto impide todo tipo de emisión que no cuente con su consiguiente respaldo en reservas, lo que de hecho vuelve imposible financiar gastos del gobierno a través de expansión monetaria o realizar salvatajes de entidades financieras a través de préstamos o compras de activos de poca liquidez. Un sistema de caja de conversión alinea el comportamiento del nivel de precios doméstico con el del país cuya moneda se utiliza como ancla nominal. Al utilizar la Argentina el dólar estadounidense y al atravesar los Estados Unidos por un período de prolongada estabilidad monetaria, el nivel de precios mantuvo a la Argentina en una estabilidad que no había conocido por largo tiempo. Asimismo, dado que prácticamente la totalidad del comercio internacional argentino se encontraba denominado en dólares, el esquema de convertibilidad también proveía una gran estabilidad a las transacciones internacionales. La garantía de estabilidad de precios y tipo de cambio provista por la convertibilidad redujo la incertidumbre de hacer negocios en la Argentina y entre la Argentina y otros países. Esta reducción en la incertidumbre tuvo un impacto inmediato sobre los costos de transacción que, al disminuir, permitieron la redacción de contratos más complejos y a más largo plazo.

Sin embargo, las reglas tienen sus costos, y esto es particularmente evidente en Argentina.

En efecto, en el Plan de Convertibilidad se necesitaba un ingreso superior a la salida de divisas para sostener el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, este requisito para el sostenimiento de la paridad cambiaria se fue debilitando a lo largo de la década del noventa tanto por cuestiones internas del régimen de Convertibilidad como por la existencia de distintos shocks externos negativos. En primer lugar, como resultado del tipo de cambio nominal fijo y la inflación de los primeros años de la Convertibilidad, como resabio del proceso hiperinflacionario, se produjo una apreciación del tipo de cambio real. A partir de la apreciación del tipo de cambio real, junto con la reducción de los aranceles a las importaciones y el crecimiento económico, las importaciones comenzaron a crecer rápidamente. Esta situación generaba un déficit comercial, que se revertía únicamente en los períodos recesivos; siendo una de las causas principales del déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos experimentada durante el modelo de Convertibilidad. Este déficit comercial sumado al aumento del pago de la deuda externa en concepto de intereses y amortizaciones y el crecimiento de la remisión de utilidades como resultado del aumento de la inversión extranjera directa condujeron a un déficit crónico en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por otro lado, como consecuencia de la consolidación del modelo de valorización financiera durante el régimen convertible se expandió fuertemente la fuga de capitales al extranjero, lo cual implicaba otra salida de divisas de la economía argentina. De esta manera, el déficit estructural de la cuenta corriente que se

experimentó durante este modelo sumado al fuerte crecimiento de la fuga de capitales generó una necesidad permanente de divisas para el sostenimiento del Plan de Convertibilidad. Esto provocó que la economía argentina fuera durante este período altamente vulnerable a los cambios abruptos en el mercado internacional de capitales. Por su parte, con respecto a la cuenta de capital de la balanza de pagos, la inversión extranjera directa si bien durante el régimen convertible creció enormemente, se caracterizaba en su gran mayoría por la compra de empresas ya existentes, como por ejemplo las empresas públicas privatizadas. Por lo tanto, no representaba una entrada indefinida de divisas. Además, como señalamos anteriormente, la inversión extranjera directa generó una creciente salida de divisas en concepto de utilidades y dividendos.

De esta forma, el régimen convertible dependía del endeudamiento externo para poder equilibrar el Balance de Pagos y generar el ingreso de divisas que se necesitaba. Sin embargo, el crecimiento permanente de la deuda externa, sobre todo pública, implicaba también un aumento sostenido de intereses; lo cual al mismo tiempo conducía a un nuevo aumento del endeudamiento externo. Asimismo, esta necesidad era cada vez más imperiosa debido al peso creciente que tenía el aumento de la fuga de capitales, el pago de los servicios de la deuda externa y el porcentaje elevado de la repatriación de utilidades y dividendos por parte de las empresas extranjeras.

Por otro lado, durante este período se verificó un efecto negativo sobre las cuentas fiscales. En efecto, el déficit fiscal fue una de las características más sobresalientes del modelo de Convertibilidad, sobre todo a partir de la creación de las AFJP. De esta forma, la economía argentina a partir de la crisis final del Plan de Convertibilidad experimentaba un doble déficit. Por un lado, el déficit de la cuenta corriente que generaba el aumento del endeudamiento externo del Estado para introducir las divisas necesarias para el sostenimiento del régimen cambiario. Por otro lado, el déficit fiscal que provocaba el incremento de la deuda pública y que implicaba una necesidad creciente de financiamiento para el sector estatal. Asimismo, a partir de la sucesión de shocks externos negativos, iniciado con la devaluación asiática y seguido por el default ruso en 1998 y la devaluación de Brasil en 1999, se produjo el racionamiento de fondos prestables a los países en desarrollo, que en la economía argentina se agravó debido a los problemas macroeconómicos que atravesaba a fines de la década del noventa. Este desequilibrio macroeconómico y el contexto internacional adverso, condujeron a una lógica explosiva para la economía argentina. Esto es, el aumento de la deuda pública generaba un incremento de los servicios de la deuda que era cubierto con un mayor endeudamiento. Sin embargo, esta dinámica provocaba un incremento del riesgo país y por lo tanto de los intereses que el sector público debía pagar por la deuda contraída, lo cual obligaba a una necesidad mayor de endeudamiento público, al mismo tiempo que se producía una contracción de los capitales

internacionales para los países subdesarrollados en general y para la economía argentina en particular.

En un contexto de una macroeconomía inestable se produjo a lo largo del 2001 una “corrida” de depósitos bancarios ante el temor de los ahorristas. Este pánico aceleró y profundizó el desenlace de la crisis económica. Debido a este drenaje de depósitos se instaló el denominado “corralito” adoptado en noviembre de 2001, es decir, la restricción al retiro de dinero por parte del público, lo cual explicitaba el colapso bancario producto de la crisis económica que generó la salida del modelo de Convertibilidad. Por otro lado, en términos de largo plazo, el régimen de Convertibilidad fue una profundización del modelo económico instaurado a partir de la última dictadura militar y legitimado durante el gobierno de Alfonsín. En este sentido, las consecuencias económicas y sociales más importantes de las políticas económicas aplicadas en la década del noventa fueron:

- La desindustrialización de la economía argentina y el aumento de la simplificación productiva;
- Primarización de las exportaciones y el auge importador de bienes industriales:
- El aumento de la concentración económica:
- El aumento de la deuda externa y la fuga de capitales;
- La persistencia del déficit fiscal y el aumento de la deuda pública;
- El aumento de la extranjerización de la economía argentina;
- El incremento de la exclusión social.

En resumen, el régimen convertible instaurado a principios de la década del noventa durante el gobierno del Dr. Carlos Menem y ratificado durante el gobierno de la Alianza era insostenible. Insostenible económicamente debido a que se sustentaba en el aumento de la deuda pública externa. Insostenible socialmente debido a que se traducía en un aumento del desempleo, subempleo, trabajos no registrados, pobreza e indigencia.

5. ETAPA 2002 - 2005 (Frenkel & Rapeti, 2007)

El régimen de convertibilidad colapsó entre diciembre de 2001 y enero de 2002, luego de casi 11 años de vigencia. Apenas pasado el primer semestre del año el gobierno logró estabilizar el tipo de cambio y a partir de entonces empezó a regularizarse el funcionamiento monetario y financiero de la economía. La estabilización disipó gradualmente las difundidas

expectativas disruptivas y contribuyó a la recuperación de la actividad económica que había comenzado unos meses antes, estimulada por la sustitución de importaciones. Desde entonces la economía argentina describió una trayectoria de recuperación y crecimiento que superó las proyecciones más optimistas.

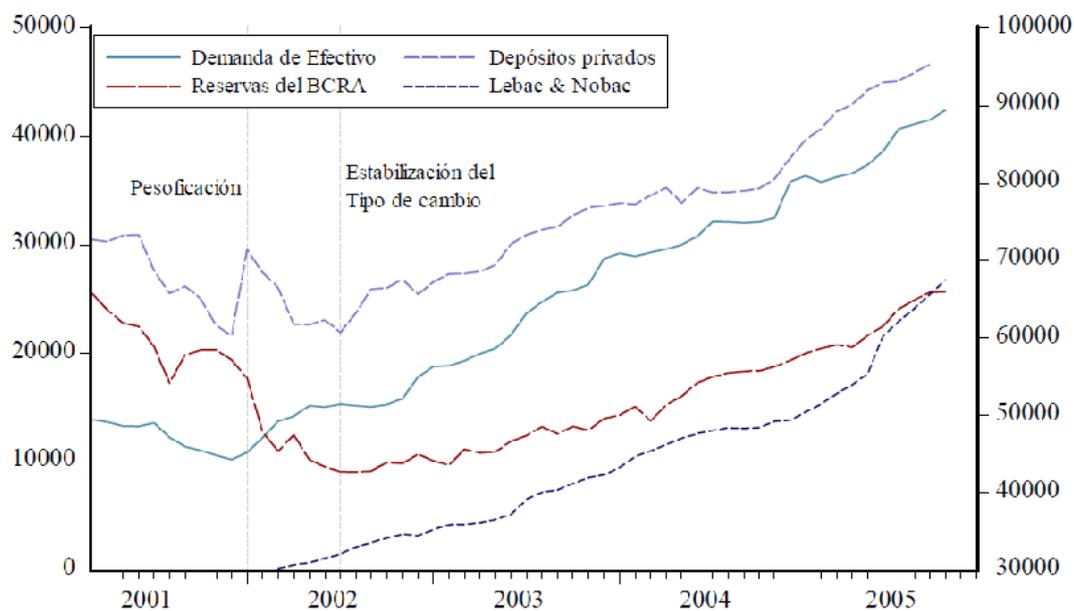
Tras el colapso del régimen de convertibilidad, el gobierno apuntó a contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero mediante la introducción de un régimen de tipo de cambio dual, manteniendo a la vez los controles de cambio y las restricciones a la salida de fondos del sistema bancario (el “corralito”) implementadas a fines de 2001. La idea original era emplear este esquema sólo temporalmente: una vez que el tipo de cambio nominal se hubiera estabilizado y los precios domésticos hubieran absorbido el impacto de la devaluación, se pasaría a un régimen de flotación. Sin embargo, la decisión de unificar el mercado cambiario y dejar flotar libremente al peso – aparentemente empujada por la exigencia del FMI- derivó en una rápida escalada del precio del dólar. Este proceso se desarrolló en un ambiente de alta iliquidez, causada por el “corralito” y la voluntad oficial de evitar una expansión monetaria que pudiera provocar potenciales desbordes (hiper) inflacionarios.

Por su parte, la ausencia de un activo local que pudiera funcionar como sustituto del dólar estimuló las tendencias divergentes. Dada la extendida desconfianza en los bancos y en los activos gubernamentales, la inflación y la recesión, el dólar aparecía como el único activo financiero disponible para resguardar valor. Recién dos meses y medio después de la devaluación, el Banco Central empezó a emitir letras (“Lebac”) y a ofrecer así un instrumento que podía competir con la moneda extranjera.

Los elementos mencionados contribuyeron a profundizar la dinámica perversa en las variables financieras a lo largo del primer semestre de 2002. La importante fuga de capitales hacia activos externos entre principios de 2001 y mediados de 2002 puede verse en el Gráfico 8. Allí se observan la importante caída en los depósitos privados y las reservas internacionales, junto con el estancamiento de la demanda de efectivo; que constituye evidencia indicativa de la sustitución de activos financieros locales (efectivo y depósitos) por externos (reservas).

El resultado de esta sustitución se reflejó en la cotización del dólar: el tipo de cambio nominal (TCN) se elevó sostenidamente a lo largo del primer semestre de 2002 (+ 260%). De modo similar se comportó el tipo de cambio real (TCR), que pese a la subida de los precios internos se incrementó en igual período alrededor de 180%. El nivel de junio de 2002 implicaba una depreciación real del peso de casi 50% con respecto al nivel promedio de período 1980-2001 y del 68% con respecto al valor promedio de la década de convertibilidad.

Gráfico N° 8: “Demanda privada de efectivo, reservas del BCRA, Lebac y depósitos privados.”



* En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

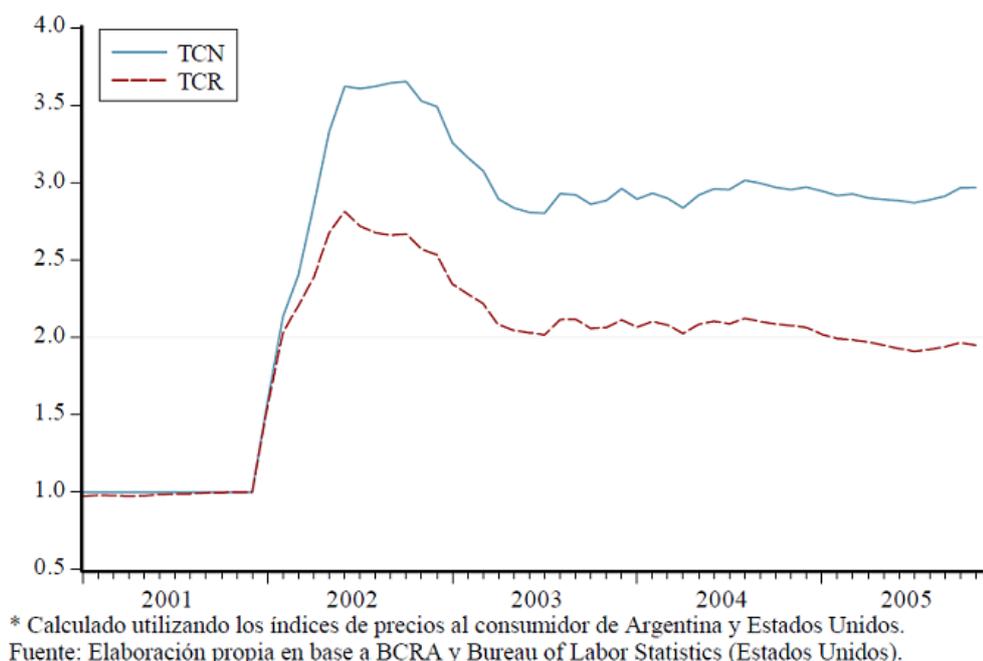
Las tendencias divergentes empezaron a revertirse en julio de 2002. El punto de inflexión coincidió con la estabilización del mercado cambiario (véase el Gráfico 2). Esa estabilización resultó de varios factores. En noviembre de 2001, antes del derrumbe de la convertibilidad, se habían introducido controles de cambios sobre las transacciones externas, que fueron intensificados en marzo de 2002. Pero fue recién en junio, luego de que Roberto Lavagna asumiera como Ministro de Economía, que se fortaleció la aplicación de los controles y se siguió una política más sistemática de intervención en el mercado de cambios para estabilizar el valor del dólar. La decisión de obligar a los exportadores a liquidar en el Banco Central aquellas exportaciones superiores a U\$S 1 millón fue especialmente importante en este sentido. Ésta se convirtió en la principal fuente de acumulación de reservas, permitiendo a la autoridad monetaria incrementar su capacidad de intervención en el mercado.

A la detención de la burbuja cambiaria también contribuyó la acción oficial destinada a restringir la salida de los depósitos bancarios que lograban eludir las restricciones y que se dirigían a la demanda de divisas. El Congreso había aprobado en abril de 2002 una ley (conocida como ley “Tapón”) para aminorar la fuga de depósitos resultante de los amparos. La medida modificaba los procedimientos judiciales y establecía que los depositantes sólo podían acceder a los fondos una vez que el proceso judicial hubiese concluido; mientras tanto el dinero debía permanecer en una cuenta custodia. La ley no tuvo éxito en detener la fuga, la cual

continuó por unos meses hasta que en julio el Poder Ejecutivo emitió un decreto que prohibía por 120 días la devolución de depósitos por amparos.

Gráfico N° 9: “Tipo de cambio nominal (TCN) y real (TCR) bilateral con Estados Unidos”

(En pesos e índice base 1 = Diciembre de 2001)



Finalmente, la propia conducta del mercado financiero local contribuyó a detener la escalada del dólar. Por un lado, las tasas de interés que pagaban los activos locales se elevaron vertiginosamente. En julio de 2002, la tasa de los depósitos a plazo fijo alcanzó 76%, y la de las Lebac a 14 días alcanzó 115%. Los activos financieros emitidos localmente empezaron así a resultar más atractivos como sustitutos al dólar. Por otro lado, tal como se mencionó antes, el tipo de cambio real alcanzó un nivel muy alto y “anormal” en términos históricos (vale decir, el valor en dólares de los activos domésticos, los bienes no transables y los salarios eran percibidos como atípicamente bajos). En este contexto, bastó que las autoridades lograran detener la subida del dólar, para que el público cambiara rápidamente las expectativas de depreciación. De allí en más, el mercado empezó a mostrar una tendencia a la apreciación que se fue reforzando con el tiempo, hasta convertirse en un “dilema” de política económica.

Así, en la segunda mitad de 2002, comenzó una fase de normalización de las variables monetarias y financieras. Luego de haber alcanzado un pico de casi \$ 4 en los últimos días de junio, el tipo de cambio empezó a experimentar una clara tendencia a la apreciación nominal. Aún cuando la tasa de inflación ya era baja e iba en descenso, la subida de precios internos contribuyó a la apreciación real. En ese contexto de expectativas de apreciación y altas tasas de

interés, fue recuperándose paulatinamente el apetito por activos locales. Empezaron a retornar los depósitos a los bancos y a crecer la demanda de Lebac y acciones, así como las tenencias de efectivo. Este cambio de portafolio a favor de activos domésticos se reflejó en una sistemática caída de las tasas de interés.

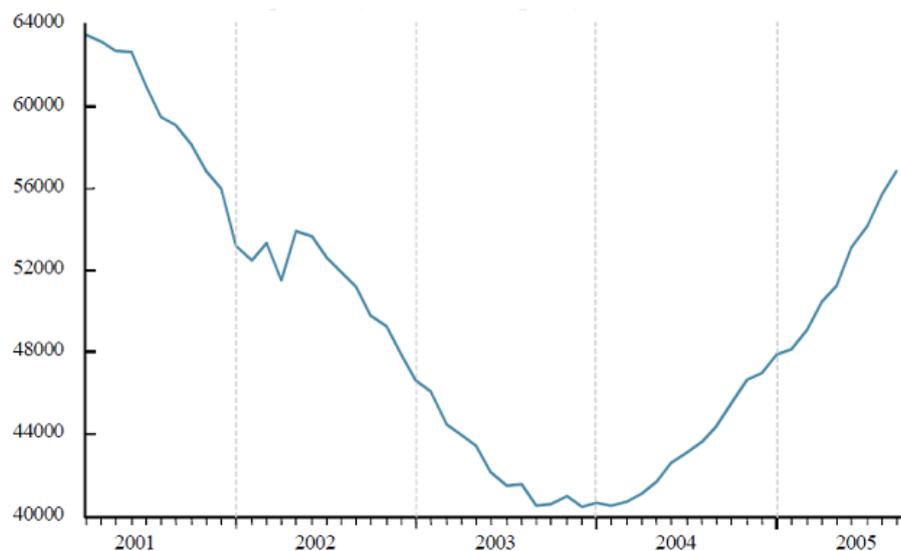
La normalización en la actividad financiera disipó las expectativas disruptivas, permitiendo así que se pusiera en marcha la recuperación del gasto doméstico. Es interesante resaltar, sin embargo, que el despegue de la demanda interna se logró al margen del crédito bancario. En efecto, la recomposición de los depósitos privados fue utilizada por los bancos para recomponer su situación de liquidez dañada por la crisis, proceso que se vio facilitado también por la caída del crédito bancario al sector privado.

En ausencia de financiamiento bancario, el gasto privado se financió principalmente con recursos propios. El gráfico N° 10 muestra el fuerte aumento en las tenencias de dinero en efectivo por parte del público tras la crisis. Allí se observa que la base monetaria creció significativamente en relación al PIB y al stock total de depósitos, alcanzado niveles atípicos comparados con los años de convertibilidad. Aún cuando el contexto de bajas tasas de interés de los depósitos bancarios haya estimulado ese comportamiento, éste pareciera ser principalmente una secuela más permanente de la crisis financiera.

El proceso de apreciación nominal y real se detuvo hacia mediados de 2003. Fue el resultado de una decisión de política tendiente a preservar un TCRCE. Tal orientación de la política cambiaria tuvo inicialmente cierta cuota de espontaneidad, que con el tiempo fue tomando mayor consistencia y entidad. Poco después de que Néstor Kirchner asumiera como Presidente (mayo de 2003) y decidiera mantener a Lavagna como Ministro de Economía, el gobierno empezó a hacer referencia cada vez más explícita a la importancia de conservar una paridad competitiva como parte de su política económica. Tal situación se podrá apreciar en el Gráfico N° 10: “Crédito bancario al sector privado (en millones de pesos” de la página siguiente.

El mantenimiento de la paridad nominal en un rango de \$2,85 - \$3,1 por dólar se logró en el marco de una política basada en metas cuantitativas de creación monetaria. La misma empezó a aplicarse a partir de 2003, junto con el primer acuerdo alcanzado con el FMI en el período de post-convertibilidad. Desde entonces, las metas fueron anunciadas a principio de cada año en los sucesivos programas monetarios del Banco Central. En ellos, éste se comprometía a mantener a los agregados monetarios dentro de una banda establecida por el propio organismo. Detrás de esta política subyace la idea de que existe un vínculo entre el nivel de los agregados y la tasa de inflación. De acuerdo a la carta orgánica del Banco Central, éste debe velar por la estabilidad de precios. La política monetaria instrumentada persiguió dicho objetivo indirectamente, mediante una meta de expansión monetaria, a cuyo cumplimiento se comprometía públicamente a través del programa monetario. Bajo esta orientación, se procuró

Gráfico N° 10: “Crédito bancario al sector privado (en millones de pesos)”



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

alcanzar bajas tasas de inflación no sólo mediante una moderada expansión monetaria sino también a través de la influencia que el anuncio tiene sobre las expectativas inflacionarias, actuando como un ancla nominal.

Con el tiempo, sin embargo, empezaron a manifestarse preocupaciones respecto a los efectos inflacionarios que podía tener el veloz ritmo de expansión monetaria. A partir de comienzos de 2003 la autoridad monetaria decidió emplear una política menos expansiva. Así, comenzó gradualmente a lidiar con dos objetivos “potencialmente” conflictivos: la preservación de un TCRCE a través de las intervenciones en el mercado de cambios y, al mismo tiempo, atenerse a los estrictos márgenes de creación monetaria establecidos en sus programas monetarios para atender el objetivo de estabilidad de precios.

En 2003 resultaron especialmente importantes las operaciones de esterilización vía emisión de títulos del Banco Central, las cuales permitieron neutralizar cerca del 75% del “exceso” de expansión monetaria causado por las intervenciones oficiales en el mercado de cambios.

Las necesidades de esterilización aumentaron en 2004. Esto no implicó, sin embargo, un mayor ritmo de emisión de títulos, sino que gracias a otros mecanismos compensatorios que comenzaron a operar, el Banco Central logró incluso reducirlo. Por un lado, una vez que la liquidez bancaria se recompuso, las entidades empezaron a repagar la deuda en forma de redescuentos contraída con la autoridad monetaria durante la crisis financiera de 2001-02. De este modo, los pagos de capital y, sobre todo, de intereses de esta deuda operaron como una

fuentes de reducción de la base monetaria en 2004. A principios de 2005, el Banco Central lanzó un programa permitiendo a los bancos acelerar el pago de las amortizaciones de su deuda, el cual reforzó sustancialmente este mecanismo de contracción.

El Tesoro también contribuyó a absorber el “exceso” de expansión monetaria causado por las intervenciones oficiales en el mercado de cambios. Mientras que en 2002 se había observado un flujo neto positivo de financiamiento al Tesoro, desde principios de 2003, la mejora de las cuentas públicas permitió que las transacciones entre el gobierno y el Banco Central operaran como factor contractivo de la base monetaria. Las compras de reservas internacionales con recursos fiscales dieron lugar a un promedio mensual de reducción monetaria de \$543 millones en 2004 y de \$ 283 millones en 2005. El propósito principal de estas operaciones fue cumplir con el servicio de la deuda con las instituciones multilaterales.

La contribución del superávit fiscal al manejo de las políticas monetaria y cambiaria no se agota allí. El gobierno, principalmente a través del Banco Nación, intervino activamente en el mercado de cambios para alivianar la carga del BCRA. Estas operaciones comenzaron en 2002 y se fueron extendiendo gradualmente hasta convertirse en un instrumento de relativa importancia en los años posteriores.

A pesar de la capacidad mostrada en el cumplimiento de los objetivos monetario y cambiario durante 2003 y 2004, la evolución macroeconómica en 2005 empezó a dar señales de crecientes dificultades en el manejo simultáneo de ambas políticas. A fin de debilitar las presiones a la apreciación en el mercado de cambios y alivianar las necesidades de esterilización del Banco Central, en junio de 2005, el gobierno decidió introducir controles sobre la cuenta capital del balance de pagos. En lo sustancial, las medidas establecieron que los ingresos de capitales –excluyendo aquellos dirigidos al financiamiento de emisiones primarias de deuda pública y privada, transacciones de comercio exterior e inversiones extranjeras directas- están sujetos a un encaje no remunerativo del 30% por un lapso no menor a 365 días¹⁰. La estrategia, inspirada en la experiencia chilena de los años noventa, procuró desalentar los movimientos de capitales de corto plazo y dotar a la autoridad monetaria de mayores grados de libertad. Los controles, sin embargo, dejaron márgenes para evadir el encaje y durante su vigencia no ha habido evidencia de que el ingreso de capitales tendiera a desacelerarse. Los analistas locales convienen en que los controles son inefectivos, mientras que las propias autoridades han reconocido que el valor de la norma reside fundamentalmente en señalar el compromiso oficial de preservar una paridad real competitiva, más que en el control efectivo sobre los flujos de capitales.

En este contexto, muchos analistas sugieren que el gobierno estuvo embarcado en una política inconsistente porque el manejo simultáneo del tipo de cambio y el control de la inflación constituyen objetivos incompatibles. Tal como lo postula el conocido *Trilema* de una

economía abierta, en un país integrado al mercado financiero internacional el gobierno no puede conducir una política monetaria activa y al mismo tiempo controlar el tipo de cambio.

6. ETAPA 2005 - 2010

Entre 2003 y 2009 hubo un período de desdolarización violenta. Los banqueros y los empresarios vendieron rápidamente sus dólares por esos años y los invirtieron en bonos o en la economía real.

En los últimos veinte años, los recursos privados que no fueron a la inversión y se fugaron de la economía suman 141.000 millones de dólares. De ellos, 68.000 millones se fugaron durante la convertibilidad y su crisis, y 73.000 millones entre 2004 y 2011. En 2005, el único en 20 años en que el saldo neto entre compras y ventas de dólares del sector privado es negativo. El otro es 2008, cuando la dolarización de carteras es prácticamente nula. Durante 2006 y 2007, sin embargo, el pase a los dólares de los privados representa cerca del 4% del PBI anual.

En octubre de 2008, causado por el efecto del colapso de Lehman Brothers en los Estados Unidos- inicio de una gran recesión internacional- y la nacionalización de las AFJP que había aprobado el congreso, hizo que el banco Central tuviese que vender 525 millones de dólares en un día para mantener la estabilidad cambiaria. Esto hizo que la decisión de los dirigentes políticos y económicos del país fuese de mantener la flotación administrada pero que se controlaría quienes compraban y vendían los dólares. Desde que estalló la burbuja hipotecaria en los Estados Unidos, la Reserva Federal expandió en 90% la base monetaria para salvar a los bancos de Wall Street de la quiebra. Después de esa emisión masiva vino la segunda, que expandió otro 30% el stock global de dólares.

CAPITULO III

CEPO CAMBIARIO EN LA ARGENTINA PERIODO 2011 - 2015

1. INTRODUCCION

¿Qué llevó a los dirigentes argentinos a imponer los controles de cambio a partir de 2011?

El **cepo cambiario** surgió en la Argentina ante el incremento de la denominada fuga de capitales, es decir, la compra de moneda extranjera y divisas por parte de familias y empresas, lo que repercutió directamente en **los niveles de Reservas Internacionales**, como se muestra en el gráfico número 11. Consistió en una serie de medidas oficiales restrictivas, con el objetivo de paliar el faltante de dólares, evitando en ese momento tener que devaluar, es decir, no usar el mecanismo de precios para ajustar ese exceso de demanda.

Gráfico N°11: “Niveles de Reservas Internacionales BCRA” (en millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.bcra.gob.ar/>

La primera medida se tomó a partir del 1 de noviembre de 2011. Desde ese día, todos los argentinos tuvieron que pedir autorización a la AFIP antes de comprar divisas o moneda extranjera. En la práctica, un gran porcentaje de la población quedó fuera de poder hacerlo, ya

que el fisco, sin más, decía que el ciudadano o la empresa presentaban supuestas "inconsistencias", por lo que les negaba la posibilidad de compra. A partir de allí, no sólo creció el mercado paralelo (cuevas y arbolitos), sino también el ingenio de la gente por hacerse del "billete verde" a toda costa, por ejemplo comprando en el Uruguay e inclusive mediante el Dólar Casino en el exterior. A raíz de ello, tomó mucho impulso la utilización de las tarjetas de crédito y débito como una opción de acceder a dólares al tipo de cambio oficial, sobre todo teniendo en cuenta, que el Dólar Blue se encarecía cada vez más. En consecuencia, el Gobierno, a través de la AFIP, impuso una retención impositiva del 15% para quienes usaran las tarjetas en el exterior. A tal cotización se la bautizó con el nombre de Dólar Turista. Y a esas medidas restrictivas le siguieron decenas de otras resoluciones del Banco Central, la Secretaría de Comercio, la AFIP y otras entidades públicas que endurecían cada vez más el Cepo, a medida que el mercado encontraba la forma de sortearlo. En efecto, tomaron fuerza dos formas legales de sortear el cepo y hacerse de dólares, sobre todo el último tiempo, como el Dólar Contado con Liquidación y el Dólar Bolsa o MEP, con la compra y venta de bonos y acciones tanto en el exterior como a nivel local. Si bien eventualmente estuvo totalmente prohibido comprar moneda extranjera para atesorar, en Febrero de 2014 se flexibilizó el cepo y nació así el Dólar Ahorro, que previa autorización de la AFIP, permite hacerse de moneda extranjera al tipo de cambio oficial más un 20% de recargo impositivo si uno quiere llevarse consigo esos dólares al momento de la compra.

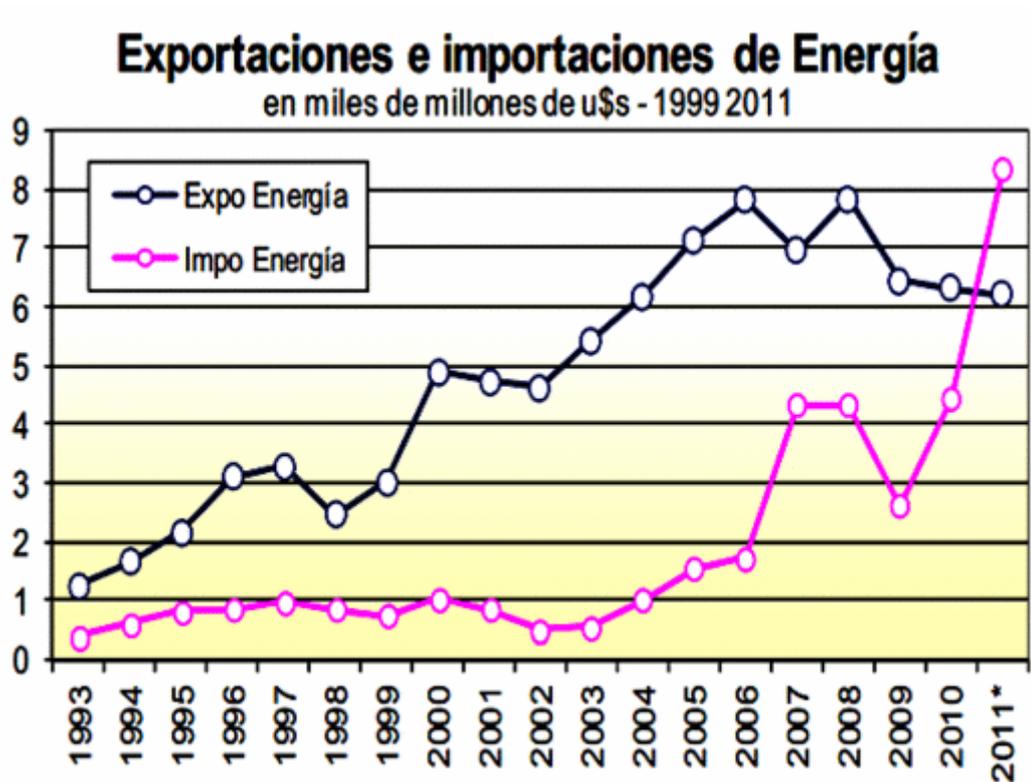
2. CONCEPTOS QUE IMPLICARON PERDIDAS DE RESERVAS

A continuación, se detallan los principales factores que contribuyeron a la pérdida de Reservas Internacionales:

- **IMPORTACIONES ENERGETICAS.** En los últimos años, la importación de energía creció a tasas elevadas lo cual afecta gravemente la disponibilidad de reservas. Fuentes extraoficiales afirman que esta situación se debe las bajas tarifas que éstas tuvieron, que fomentó el consumo desmedido e imposibilitó la inversión en materia energética. Esta situación, podrá observarse en el gráfico N° 12: "Saldo Comercial Energía" de la página siguiente.
- **BALANZA COMERCIAL.** Si bien el saldo de la balanza comercial es positivo, vale recordar los controles y limitaciones a las importaciones dispuestas por el Secretario de Comercio, Guillermo Moreno, el saldo no es lo suficientemente superavitario para contrarrestar los grandes déficit energéticos ya mencionados. Esto se aprecia en el gráfico N° 13: "Evolución Cuenta Corriente Argentina 2004 – 2014" de

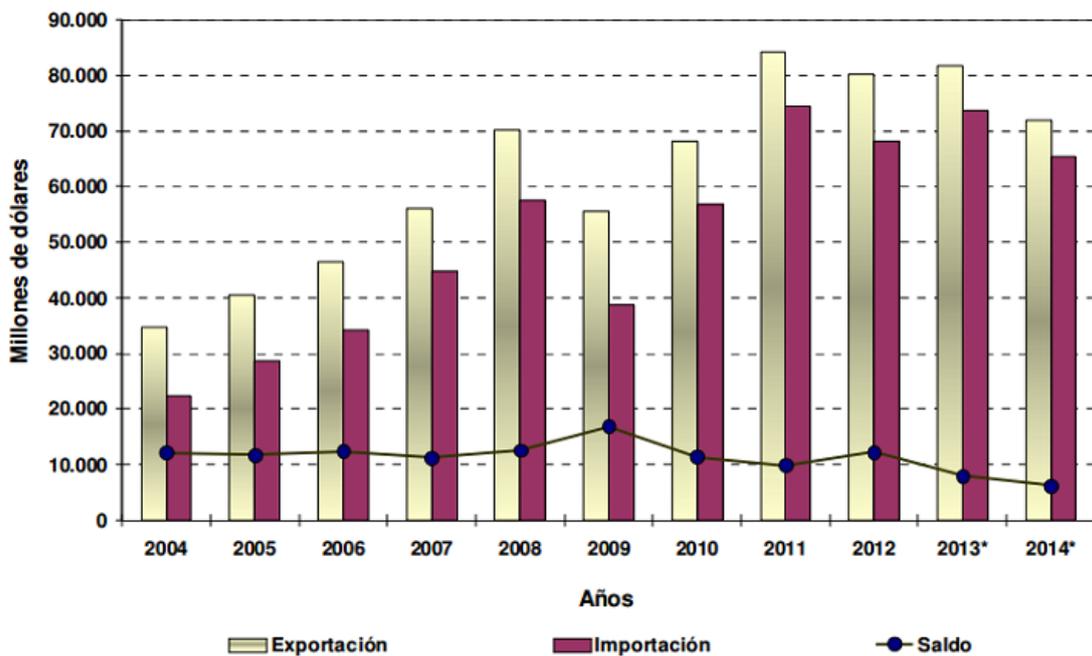
esta página , que presenta un gráfico con la evolución de la balanza comercial de los últimos años:

Gráfico N° 12: “Saldo Comercial Energía”



Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC *Estimación Econométrica S.A

Gráfico N° 13: “Evolución Cuenta Corriente Argentina 2004 – 2014” –en millones de \$US-

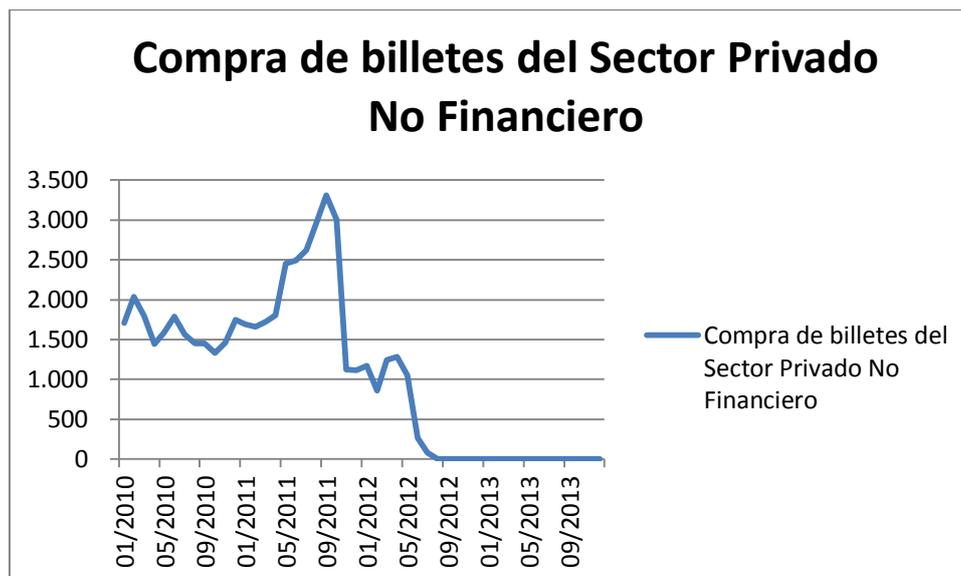


Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.mecon.gov.ar/>

- **TURISMO Y PERDIDA DE CONFIANZA EN EL PESO.**

Todos los pagos por servicios turísticos y consumos en el exterior de los viajeros argentinos genera la necesidad de utilizar divisas para el pago de los mismos impactando en las reservas de BCRA. Por otro lado, las expectativas negativas llevaban a un desprendimiento masivo del peso argentino, por lo que los ahorristas se refugiaban en el dólar u otra divisa para protegerse de la inflación.

Gráfico N° 15: “Evolución de Compra de divisas por parte del sector privado” –en millones de dólares-



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.bcra.gob.ar/>

En el gráfico puede observarse, como la compra de divisas alcanza un pico de US\$3312 millones en septiembre de 2011. Luego, como consecuencia de la aplicación del cepo a la compra de divisas, la compra de la moneda extranjera se reduce drásticamente hasta alcanzar niveles nulos a mediados de 2012.

- **PAGO DE DEUDA EXTERNA.** Como bien sabemos, tanto el Estado como el sector privado, necesitan de financiación y es por esto que recurren a fuentes extranjeras debiendo cancelarlas posteriormente en la moneda en que se tomó. Actualmente el gobierno se encuentra cancelando deudas desmedidas tomadas por gobiernos anteriores, lo cual implica una disminución de las reservas del BCRA para hacer frente a las mismas. A esto se le suma el financiamiento tomado por las empresas en el exterior.

3. HISTORIA DE LA IMPLEMENTACION DEL CEPO CAMBIARIO

En la Argentina, a partir del año 2011, determinados organismos dependientes del gobierno nacional de turno comenzaron a impulsar medidas y políticas que afectaron las distintas operaciones y procedimientos existentes en el mercado cambiario. Cada destacar, que la influencia de estas disposiciones alcanzó no sólo a grandes inversionistas o empresarios, sino también recayó sobre personas que habitan suelo argentino que no imaginaron, en ese momento, que afectaría su accionar económico diario. Como ya hemos mencionado, el control de cambio es una medida oficial que se toma para proteger tanto el valor de la moneda local como las reservas internacionales de un país mediante la restricción de la compra y venta de divisas. En otras palabras es una intervención oficial del mercado de divisas, en la que los mecanismos normales de oferta y demanda, quedan total o parcialmente fuera de operación y en su lugar se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas.

Para algunos autores es control de cambios cualquier intervención oficial en el comercio de divisas o en su disposición: así, por ejemplo, la fijación de un tipo de cambio por la autoridad, aunque se deje libre la demanda; pero centralizando la oferta en totalidad o en parte decisiva, puede interpretarse como una forma de control y en efecto lo es; pero los mecanismos del mercado siguen operando en lo sustancial. Si la autoridad no centraliza una porción sustancial de la oferta le es difícil sostener un determinado tipo de cambio (la alternativa puede ser un fondo de estabilización suficiente), ya que se efectuarían operaciones a diferentes tipos de acuerdo con las situaciones del mercado.

Otros autores sostienen que el control de cambios existe cuando se reglamenta, restringe y fiscaliza el uso o aplicación de las divisas compradas por los particulares.

A continuación, y a modo de resumen, se expondrán las distintas restricciones impuestas por organismos dependientes del gobierno nacional desde octubre de 2011 a diciembre de 2015 (Scarpinelli, 2015):

A. Octubre 31, 2011: AFIP autoriza la compra de divisas

Para todas las operaciones, sin importar el monto, la AFIP es quien otorga el permiso para que las distintas entidades o personas accedan a recibir billetes extranjeros, sin explicar cuál es la metodología por la cual se otorga permiso o no para realizar la operación. El comprador declara el monto que desea comprar y su número de CUIL o CUIT; con esos datos el vendedor realiza una consulta online y el organismo recaudador simplemente informa si la capacidad económica de quien demanda es "consistente" o "inconsistente" con el monto que ansía adquirir. En el caso de adquisición de dólares para realizar importaciones, pagar deudas o turismo, documentando tal finalidad, las entidades no pueden negarse a entregar billetes. Se suspenden las operatorias con divisas a través de home-banking y vía telefónica.

B. Noviembre 12, 2011: medidas para facilitar la oferta de divisas por parte de las entidades financieras

El BCRA aprueba la comunicación A5246 sobre "integración mínima diaria en moneda extranjera y efectivo mínimo" que tiene el objetivo de facilitar la oferta de dólares por parte de las entidades financieras para responder a la demanda de sus clientes. En definitiva, los bancos podrán disponer de todos los dólares que excedan el 20% del encaje y que no hayan sido destinados a préstamos.

C. Noviembre 18, 2011: el BCRA prorrogó la excepción a los controles para las hipotecas

El BCRA publica la comunicación "A" 5249 que prevé la prórroga, sin límite de tiempo, de la excepción que evita que aquellos que estén en proceso de acceder a una línea crediticia en un banco para la adquisición de un inmueble sean examinados bajo la lupa de la AFIP. Implementado el sistema, el banco público o privado, una vez otorgado el crédito hipotecario sólo informa a esa entidad oficial la aprobación de aquél. Realizado este simple requisito, la AFIP aprueba la compra de dólares para el cliente bancario para que pueda realizar la operación inmobiliaria.

D. Diciembre 13, 2011: los bancos deben avisar 10 días antes de sus compras en dólares

Según lo dispuesto por el BCRA las entidades bancarias deben enviarle en detalle con todas las operaciones relacionadas con la compra de dólares para los próximos 10 días hábiles. Por lo tanto, es que ninguna empresa podrá acceder al mercado de divisas si no le comunica su intención a la autoridad monetaria con la antelación mencionada. Siendo así las cosas, si algún cliente llegara entonces a necesitar divisas en forma imprevista, no podría acceder a la compra de moneda extranjera, salvo que el BCRA acepte alguna excepción. Ya en noviembre se había implementado un sistema similar aunque, en esa oportunidad, el plazo que debían observar las entidades financieras para comunicar sus operaciones en el mercado cambiario era de "5 días hábiles".

E. Febrero 9, 2012: empresas y compra de dólares para girar, hay que tener el visto bueno del Banco Central

Los operadores de la mesa de cambios del Central les reafirmaron verbalmente a sus pares en los bancos que toda operación de giro de utilidades también deberá contar con la aprobación verbal de la autoridad monetaria. Aunque del BCRA negaron cualquier modificación y aseveraron que no hay comunicación normativa ni verbal por el giro de utilidades de empresas.

F. Abril 3, 2012: para extraer fondos en otro país será obligatorio mantener una cuenta en moneda extranjera

Los retiros de moneda extranjera con el uso de tarjetas de débito locales desde cajeros automáticos ubicados en el exterior, deberán ser efectuados con débito a cuentas locales del cliente en moneda extranjera. La circular dispone la necesidad de una cuenta en moneda extranjera de cualquier tipo. Por ejemplo, si posee una cuenta en dólares o euros y viaja a Brasil, podrá extraer reales. Cuando se obtiene dinero de un cajero en el exterior con una tarjeta de crédito no se está realizando una extracción a partir de una cuenta, sino que se está sacando un adelanto de efectivo. Esta operación es equivalente a realizar una compra, dado que el saldo deudor generado se debe cancelar a través del pago del resumen del plástico.

G. Mayo 9, 2012: AFIP redujo el límite de compra de dólares al 25% del sueldo

Hasta este momento los particulares estaban autorizados a destinar hasta el 40% del sueldo a compras de divisa extranjera y, ahora, ese porcentaje cayó significativamente a cerca del 25%. En las casas de cambio se corre la voz de que se modificó el porcentaje del cambio de pesos a moneda extranjera en relación a los ingresos mensuales. Pasó del 42% al 26%. Y en el caso de monotributista, hasta la categoría más alta, no pueden cambiar ni \$1.

H. Mayo 28, 2012: debutó la solicitud de AFIP para solicitar dólares para viajes

Los nuevos controles de la AFIP para adquirir divisas para viajar al exterior debutaron con suspicacias. El formulario que se presenta en el sitio de Internet del organismo recaudador pregunta a los interesados si viajarán a países que ya no existen como la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), Alemania Oriental, Yugoslavia, Checoslovaquia o dos Sudáfrica. Además del formulario de viajes, otro de los disponibles, el de consulta por compra de divisas permite realizar solicitudes por monedas que ya no están más en circulación: la peseta española, francos franceses, liras italianas, marcos alemanes y el sucre ecuatoriano (reemplazado por el dólar en 2000), entre otros. Quizás lo más insólito es que permite comprar dos tipos de dólares: "Dólar Estadounidense" y "Dólar EEUU Libre", según se consigna en el menú desplegable de la forma.

I. Junio 13, 2012, Agro: la AFIP anuló la facturación electrónica en dólares

La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) anuló la posibilidad de hacer una facturación electrónica en dólares, modalidad que usan grandes empresas del agro que venden a productores agropecuarios y distribuidoras del interior. En las compañías reina la confusión porque no tuvieron una comunicación formal sobre la medida. Hasta este momento la operatoria era facturar en dólares y al momento de cobrar se practican notas de crédito o débito

según corresponda para ajustar el tipo de cambio. Pero ahora quedan descalzados con el tipo de cambio porque entre la fecha de factura y la de cobro implica una pérdida de dinero. Por tanto se están concretando solo las operaciones al contado.

J. Junio 15, 2012: la AFIP anulo la web opción de compra de dólares para "ahorro"

Quienes quieran consultar en la página web de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) si están autorizados a comprar dólares encontrarán tres "nuevas" opciones: viajes al exterior, adquisición de bienes y otros destinos. Quienes buscaban justificar la compra de moneda estadounidense para ahorrar ya no tienen "opción". Si uno elige la tercera opción, se desplegarán otras opciones. En "Ingresar solicitud" aparecerán las alternativas autos y motos, maquinaria agrícola e industrial, aeronaves, embarcaciones, instrumental médico o equipamiento científico o de laboratorio.

K. Junio 15, 2012: prohíben a los bancos comprar bonos en dólares y venderlos en el exterior

El Banco Central suprimió el permiso que tenían los bancos para comprar bonos en dólares y pagarlos en el exterior; por esa vía se fugaba U\$S 50 por mes. Si bien esta medida no ataca directamente el "contado con liquidación" (ya que la operatoria comprende la adquisición, en pesos, de bonos en moneda extranjera y la venta en el exterior), si restringe dichos negocios, ya que los bancos no podrán luego de vender los bonos en el exterior recomprarlos para tenencia propia.

L. Junio 25, 2012: amplían plazo para ingresar dólares por exportaciones

La medida fue dispuesta mediante la resolución 305, firmada por el ministro de Economía, Hernán Lorenzino, que fue publicada en el Boletín Oficial y fija un nuevo plazo de hasta 180 días para el ingreso al sistema financiero de las divisas provenientes de operaciones de exportación.

M. Julio 5, 2012: se prohíbe comprar dólares para ahorrar

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) suspendió por tiempo indeterminado la compra de divisas para fines de atesoramiento. La medida oficializó el cepo cambiario implementado por la AFIP, que desde el 15 de junio no permitía ninguna operación de compra de dólares destinados al ahorro personal. Lo hizo a través de la Comunicación "A 5318". (BCRA, 2012). Por tanto actualmente la compra de dólares está permitida para:

- VIAJES Y TURISMO. Por parte de personas físicas y jurídicas residentes. Requiere previa validación fiscal de cada operación.

- **PAGO Y COBRO DE MERCANCÍAS.** Servicios, rentas y capital que entre las compras y ventas de cambios suman alrededor de 300 códigos.
- **CRÉDITOS HIPOTECARIOS.** Que no sean de corto plazo otorgados por entidades financieras a personas físicas para la compra de vivienda a aquellos que hubieran gestionado carpetas pre acordadas a la entrada en vigencia de la presente norma y hasta el 31 de octubre del 2012.
- **DONACIONES.** En casos de desastres naturales, urgencias sanitarias u otras situaciones de carácter humanitario de conocimiento público. Estas donaciones pueden ser recibidas únicamente por organismos y entidades gubernamentales, u otras entidades con presencia en el país y reconocidas internacionalmente por sus obras benéficas.

N. Julio 14, 2012: pesifican las pensiones extranjeras

Los jubilados que cobran una pensión obtenida en el extranjero deben percibir, sin opción, la prestación en pesos. Ello, pese a que tienen ganado el derecho de cobrar prestaciones que originalmente están, lógicamente, en moneda extranjera. *"Lo que está pasando implica en la práctica la pérdida de una parte de los ingresos, dado el spread entre la cotización oficial y la paralela de las divisas"*, según informo Eugenio Semino, Defensor de la Tercera edad, dependiente de la Defensoría del Pueblo de la Ciudad de Buenos Aires. Como la posibilidad de comprar moneda extranjera con fines de ahorro no existe más, tampoco se habilita la posibilidad de pedir la conversión. Y así, las pensiones deben ser percibidas en pesos.

O. Agosto 8, 2012: fondos de inversión deberán evaluar sus activos con el dólar oficial

A través de la resolución general 608, la CNV estableció que las administradoras de fondos deberán empezar a valorar los activos extranjeros y las divisas que tienen en cartera al tipo de cambio del Banco Nación y ya no al valor del dólar libre que usaba la mayoría de las sociedades. La norma de la CNV obliga luego a las administradoras a empezar a valorar activos que tenían contabilizados a una paridad de \$ 6,26 a \$ 4,6, lo que en otras palabras les provocará una pérdida a los inversores que hoy tienen cuotas parte (participaciones) de fondos comunes con bonos o acciones del exterior. (Resolución General 608/12)

P. Agosto 10, 2012: se venderá dólar turista para países no limítrofes o de la zona euro

Los turistas que viajen a países limítrofes y a los que usan el euro como moneda podrán acceder exclusivamente a la compra de billetes de ese país. Según la normativa de la autoridad monetaria podrán acceder a la compra de divisas personas físicas, empresas, gobiernos locales y universidades por los viajes de funcionarios, directivos, empleados en relación de dependencia y

contratados. En caso de cancelación del viaje el contribuyente deberá reingresar los fondos dentro de los 5 días hábiles siguientes. Además las postergaciones de fecha por más de 10 días hábiles se considerarán como suspensiones del viaje.

Q. Agosto 21, 2012: los bancos dejan de aceptar pagos anticipados de dólares

Hasta esta disposición varios bancos ofrecían la posibilidad de que si uno sabía que iba a viajar o a consumir en dólares, anticipadamente pagara con pesos su tarjeta de crédito, aun a pesar de no tener ningún cargo en moneda extranjera. De esta forma, el cliente se hacía anticipadamente de los dólares (que más tarde iba a gastar) y eliminaba el riesgo cambiario, ya que pagaba las divisas al tipo de cambio del momento, sin tener que esperar a saber el precio del dólar al día de cierre del resumen de cuenta.

U. Agosto 30, 2012: el trámite para dólar turista deberá iniciarse 7 días antes de viajar

El jefe de la AFIP, Ricardo Echegaray, admitió que el organismo oficializará en los próximos días que quienes necesiten comprar divisas para viajar al exterior sólo podrán hacerlo cuando tramiten su adquisición en un plazo no superior a los siete días previos a su partida. La idea de estandarizar un plazo intenta "ordenar la demanda" y evitar que se declaren viajes que luego no se realizan. También limitó desde hace dos meses la demanda a compras que se realicen con dinero previamente bancarizado, ya sean transferencias o cheques.

V. Agosto 31, 2012: compras en el exterior, recargo a tarjetas de crédito (Alderisi, Mata, & Ruiz, 2014)

La retención a las compras realizadas en el exterior comenzó siendo del 15 % en septiembre del 2012, cuando La Administración Federal de Ingresos Públicos (A.F.I.P.) oficializó la nueva medida anunciada en relación al cepo cambiario, por la cual las compras realizadas en el exterior con tarjetas de crédito emitidas en la Argentina, abonarían un adicional del 15%, monto que luego podría ser deducido por el contribuyente de sus respectivos pagos al fisco en concepto de anticipo de impuesto a las ganancias o a los bienes personales. La flamante disposición fue publicada en el Boletín Oficial, a través de la Resolución General N° 3.378/12.

Según, el Diario La Nación (31 de agosto del 2012), el jefe de la A.F.I.P, Ricardo

Echegaray, fue el encargado de anunciar la medida, en relación a la cual subrayó que persigue un objetivo recaudatorio. Sin embargo, también debió admitir que procura desalentar así los crecientes consumos con tarjetas de crédito en el exterior. A poco andar de la medida mencionada, en el mes de marzo, La AFIP resolvió aumentar el recargo pasando de un 15 a un 20 por ciento, anunciando también que la misma incluirá los paquetes turísticos, pasajes terrestres, acuáticos y aéreos que se adquieran en Argentina, con destino fuera del país.

Según la Resolución N° 3.450/13, publicada en el Boletín Oficial, las compras realizadas en el exterior hechas con tarjeta de crédito tendrán un recargo del 20 por ciento, en concepto de adelanto por el Impuesto a las Ganancias y Bienes Personales. Se fijó que la percepción se aplicará sobre *"las operaciones de adquisición de bienes y prestaciones, locaciones de servicios y adelantos en efectivo, efectuadas en el exterior por sujetos residentes en el país, que se cancelen mediante la utilización de tarjetas de crédito, débito o compra, administradas por entidades del país"*.

También estableció que *"resultan incluidas las compras efectuadas a través de portales o sitios virtuales y cualquier otra modalidad por la cual las operaciones se perfeccionen - mediante la utilización de Internet- en moneda extranjera"*. (Resolución General 3.550/13)

Además determinó que quedan alcanzadas *"las operaciones de adquisición de servicios en el exterior contratados a través de agencias de viajes y turismo -mayoristas y minoristas- del país"* y *"las operaciones de adquisición de servicios de transporte terrestre, aéreo y por vía acuática, de pasajeros con destino fuera del país"* (Resolución General 3.550/13). En estos dos últimos casos, la percepción regirá tanto para el pago con tarjetas como en efectivo.

Según el diario Télam (18 de marzo del 2013), AFIP puntualizó que esta ampliación del régimen existente se debió a que se observaron comportamientos defraudatorios en la tramitación de operaciones de sectores vinculados a la adquisición de moneda extranjera, principalmente con los códigos vinculados al turismo. Indicó que se detectaron serias irregularidades y conductas defraudadoras por parte de entidades financieras y cambiarias, en particular casas de cambio y agencias de turismo y viajes.

En la misma línea, señaló que se constataron operaciones concertadas de manera irregular por parte de entidades que funcionaban como verdaderos 'fugaductos' de moneda extranjera del mercado cambiario oficial que dieron origen a acciones judiciales por violación al régimen penal cambiario y a la normativa relativa al lavado de dinero.

Según Rosalía Constantino, periodista del diario Infobae, con la medida impulsada y sobre una marcha bastante turbulenta, el Gobierno decide, a través de la resolución publicada en el Boletín Oficial, que el recargo que aplica por las compras aumente del 20 al 35%. Pero eso no es todo, la normativa, además, extiende la alícuota en concepto de adelanto del pago del Impuesto a las Ganancias y al de Bienes Personales, a la compra de billetes físicos para viajar al exterior. Así, se cierra la única ventana que quedaba abierta a los minoristas para acceder al dólar.

También indica en su artículo, que La A.F.I.P. fundamentó el nuevo régimen en *"decisiones de política económica"*. Así, la resolución N° 3.550/13 publicada sostiene que *"tornan aconsejable extender la utilización de esa herramienta fiscal (el recargo del 35%) a la venta de moneda extranjera para gastos de turismo y viajes"*.

W. Septiembre 7, 2012: entidades privadas no podrán operar en puertos ni aeropuertos

Según lo dispuesto por una nueva normativa del Banco Central de la República Argentina (BCRA), las casas de cambio y entidades privadas no podrán operar en ningún aeropuerto ni puerto del país. Sólo los bancos públicos atender en estas terminales. Para los residentes argentinos que decidan comprar estos puertos continuará vigente el sistema de permisos de la AFIP, mientras que para los no-residentes se impuso un tope de U\$S 500 dólares (o equivalente en otras divisas) por cliente y por estadía.

X. Septiembre 12, 2012: viáticos de funcionarios, en la moneda del país al que viajen

De acuerdo con la resolución 808 publicada en el Boletín Oficial, *"el ordenamiento de viajes de todos los agentes de la administración está guiado por los criterios fijados en la Resolución General AFIP 3356, que establece el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias"* (Decisión Administrativa, 2012). Como consecuencia, los funcionarios y agentes públicos que realizan comisiones fuera del país se ajustan a estos procedimientos, garantizando la igualdad de trato entre todas y todos los ciudadanos argentinos. Hasta ahora, los funcionarios públicos eran los únicos autorizados a comprar libremente dólares para viajar. A partir de la nueva disposición de la Jefatura de Gabinete, podrán comprar moneda extranjera, pero sólo de los países a los cuales visitan.

Y. Marzo 15, 2013: limitan el uso de tarjetas de crédito para hacer apuestas en el exterior

El Banco Central dispuso que a partir del 15 de marzo todos los bancos y emisores de tarjetas de crédito y débito deberán contar con autorización previa para abonar consumos (directos o indirectos) de juegos de azar y cualquier tipo de apuestas.

En estos casos, los emisores deberán tener una conformidad previa antes de la aplicación de las tarjetas al pago de dichos consumos. Bajo este régimen quedan alcanzados todo tipo de juegos: casino, carreras de caballo, loterías, apuestas deportivas, apuestas a través de sitios web, póker virtual y otros.

Z. Diciembre 3, 2013: Suben a 35% el recargo para el turismo y para las compras con tarjetas en el exterior

Refuerzo al cepo. Por la incesante caída de reservas y pese a negarlo, el organismo que comandaba Ricardo Echegaray subió del 20 al 35% el recargo a los consumos en dólares con tarjeta y al turismo, e incluyó en la normativa las compras de billetes por parte de viajeros en el mercado oficial, que hasta ahora estaban exentas. Sobre el dólar oficial que cotizaba a \$ 6,19, el "dólar turista" pasó a \$ 8,35.

AA. Enero 27, 2014: Para comprar dólares se deberá tener un ingreso mínimo de \$7200 y se podrá adquirir \$2000 por mes.

Se impuso una nueva limitación: las personas físicas que quisieran acceder al mercado oficial deberían haber ganado en promedio \$7200 en los últimos doce meses. Estos podrían adquirir divisas sólo por el 20% de su ingreso mensual declarado con un tope de U\$S 2000 por mes. Y los que decidieran depositar su compra a 365 en caja de ahorro o plazo fijo no pagarán la retención del 20% de la AFIP. Quien calificara con el requisito mínimo pudo adquirir hasta U\$S 180 al mes. Y sólo podrían alcanzar el tope de U\$S 2000 quienes tuvieran un salario mínimo de bolsillo -también en promedio- de al menos \$80.000 (menos del dos por ciento más rico del país).

BB. Septiembre 11, 2014: Dificultad para importar.

Las restricciones afectaron seriamente a la industria automotriz. General Motors anunció la suspensión de importaciones de vehículos desde Brasil. En agosto, los fabricantes ya habían manifestado los problemas para la compra de autopartes que vienen del exterior, lo que demoró las entregas de varios modelos.

CC. Agosto 24 de 2015: Pico del dólar blue.

Como consecuencia del cepo, el dólar paralelo, llamado blue, tocó los \$ 16. Fue a pocos días de las elecciones primarias (PASO) y registró un pico histórico desde la puesta en marcha de los controles.

DD. Octubre 27, 2015: El gobierno profundiza el cepo a los importadores.

Ante la situación crítica de las reservas, el Gobierno puso en marcha tres medidas que implicaron una restricción para el acceso a divisas: redujo un 50% el límite que tienen las empresas importadoras para la compra de dólares sin la necesidad de contar con una autorización previa, aumentó el interés en 3 puntos porcentuales que pagaban las Lebacs y obligó a las aseguradoras a desprenderse de los bonos en dólares. Para los importadores, el monto mínimo de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importaciones (DJAI) se reducirá de 150.000 a 75.000 dólares.

EE. Octubre 29 de 2015: El cepo llega a las agencias de viajes.

El Banco Central informó a las agencias de viajes la reducción a la mitad del cupo diario para el giro de divisas al exterior. La medida, que fue comunicada a los bancos que operan con las distintas agencias, redujo de 150.000 a 75.000 dólares por día, siguiendo los pasos de lo sucedido con las empresas importadoras.

FF. Noviembre 16, 2015: se ajusta aún más el Cepo importador.

La crisis de las reservas entró en fase terminal. Así lo dejó a la vista el Banco Central (BCRA), al aplicar ayer otro drástico recorte al cupo de divisas autorizado para el pago automático de importaciones, que cayó de 75.000 a 50.000 dólares por operación y por día. El nuevo límite quedó fijado en un mínimo que representa la décima parte del nivel que por mayor cantidad de tiempo tuvo el cepo en sus cuatro años de vida.

GG. Diciembre 2, 2015: Se paraliza la venta de dólares.

La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) mantuvo bloqueado casi totalmente el acceso a su página web, por la que importadores, ahorristas y comerciantes deben validar pedidos de compra de divisas o la emisión de facturas electrónicas por operaciones pactadas en pesos. "En estos momentos la página se encuentra sobrecargada, intente más tarde por favor", fue la leyenda con que se toparon quienes buscaban autorizar compras de dólar ahorro aprovechando la reapertura del cupo mensual y tras no haber podido concretar las operaciones días antes.

CAPITULO IV

CONSECUENCIAS DE LA IMPLEMENTACION DEL CEPO CAMBIARIO, ¿LOGRO SU OBJETIVO?

A continuación, se analizarán las principales consecuencias que tuvo la aplicación del cepo cambiario en la Argentina.

1. BRECHA CAMBIARIA (Piña, 2013)

En cuanto a las consecuencias del Cepo, el primer efecto observable (y quizás el más importante) de los controles cambiarios fue un mercado negro de divisas. El mismo es presentado a continuación en el gráfico N° 16, donde podemos observar las distintas cotizaciones y la respectiva brecha cambiaria.

Gráfico N° 16: “Brecha Cambiaria”



Fuente: <http://dolarhoyinfo.com/dolar-blue-historico/>

Desde el primer día de marzo de 2011 se puede apreciar que existía una brecha cambiaria que no superaba el 5% y provenía de las distorsiones que surgieron como

consecuencia de las restricciones a las importaciones (estas serán analizadas en detalle en las próximas páginas). Claramente la brecha cambiaria se multiplicó a partir de octubre de ese año, momento en el cual se aplicó la Resolución General 3210 de AFIP. Si bien inmediatamente se estabilizó en un promedio de 8 % hasta comienzos de 2012, es en mayo de este año cuando surge el primer salto significativo escalando un 30% aproximadamente. Este momento fue el de mayor incertidumbre y los motivos por los cuales creemos que se dio origen a esta gran brecha desde su origen fueron: inflacionario, generando apreciación real y expectativas devaluatorias; mayor ritmo en la devaluación oficial con bajas en las tasas de interés, lo que incentiva la demanda de dólares; incertidumbre financiera externa a causa del problema de la Euro Zona (Grecia, España, Italia, etc.) que generó una suba en las tasas de riesgo país y devaluaciones en las monedas de países emergentes ; y la nacionalización de YPF, al impulsar un poco más alto los niveles de riesgo país de Argentina en relación al promedio de los países emergentes. Todo esto generó gran influencia sobre la dolarización de portafolios por parte del sector privado, el cual aumentó de 1.500 millones de US\$ a comienzo de 2011, hasta llegar a un promedio de 3.500 en mayo 2012. Ante una oferta de dólares que venía deprimiéndose como consecuencia de las pérdidas de reservas por parte del BCRA, la cotización “blue” saltó a un valor de 6,15 \$/US\$.

Ante esta situación en la cual la salud de la economía se tornaba crítica, el gobierno se enfrentaba a dos alternativas de cortísimo plazo: Vender más reservas aumentando las tasas de interés o intensificar los controles. Tal como fue descripto, en julio de 2012 el BCRA prohibió la compra de dólares cuyo fin fuera atesoramiento. Como era de esperar, mayor represión implica una mayor cotización no oficial, por lo que la brecha cambiaria este mes llegó a un máximo de 50%.

A partir de setiembre de 2012 se puede observar una caída en la brecha cambiaria como consecuencia de la resolución que establece un recargo del 15% a las compras con tarjeta de crédito o débito en el exterior en concepto de pago de Impuesto a las Ganancias o Bienes Personales. Si bien durante los dos meses siguientes la brecha no varió significativamente de un 15%, comenzando diciembre de este año la misma se duplicó fomentada por un gran componente vacacional. El año cerró con un tipo de cambio “blue” con un valor de 7,5\$ por dólar.

Durante el 2013 se implementaron nuevas medidas sobre el dólar tarjeta, el cual paso del 15% al 20%, mientras que los argentinos se las ingenaban para viajar a países limítrofes para retirar dólares de cajeros y venderlos al blue. Por lo que esa retención termino subiendo al 35%, como también limitando el retiro de dólares por caja de ahorro en pesos. Mientras tanto se implementaron medidas para blanquear capitales, con operaciones como el CEDIN y BAADE, las cuales no terminaron teniendo mucho éxito.

En el 2014 tras más de dos años de cepo las reservas del Banco Central habían caído desde 55.000 millones hacia los 27.000 millones. Si bien con la llegada de Fábrega a la entidad se había logrado frenar la escalada del dólar blue hoy, el valor vio un fuerte aumento a partir de la caída de la economía, la presión sobre las importaciones, y fundamentalmente la declaración de default sobre los bonos discount ley extranjera. Los cuales no pudieron ser pagados por la sentencia del juez Griesa, trepando desde los 11\$ a los 15\$. Por lo que durante el año el aumento de la divisa fue aproximadamente del 45%. Llegando a una brecha cambiaria del 80% sobre el valor oficial.

Durante el año 2016 el volumen del mercado blue volvió a ser bajo ya que el ahorrista pequeño, mediano y grande se volcó al oficial, y si bien las cuevas siguen activas para la parte en negro de la economía esta operatoria menguó notablemente, lo que definitivamente es una buena señal para la macro. El spread es aún mayor, y recomendamos tener cuidado ya que pueden circular billetes falsos en mayor medida que antes ya que hoy son más difíciles de colocar.

2. CAIDA DEL MERCADO INMOBILIARIO EN ARGENTINA (Pallares, 2014)

Gráfico N° 17 “Evolución del Mercado Inmobiliario Argentino”



Fuente: Colegio de Escribanos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

El mercado inmobiliario fue el primer lugar donde se observó la dificultad de adquirir dólares, debido a que las transacciones de gran valor en nuestro país se realizan en esa moneda.

Según Pallares, basándose en datos del Colegio de Escribanos de Buenos Aires, desde la aprobación de la medida restrictiva, las operaciones inmobiliarias cayeron un 27% en el año 2012. Además se registró un 36% menos de compraventa de inmuebles durante el año 2013.

Esto ocurre ya que nadie quiere realizar compraventas en pesos argentinos debido al alto nivel de inflación, entendiendo a la depreciación de la moneda como un mal negocio.

"El sector inmobiliario pasó por momentos negativos, como la crisis de los últimos meses de 2001 y los primeros de 2002, que nos afectó y mucho, pero la crisis actual ya dura tres años", dijo a LA NACION el presidente de la Cámara Inmobiliaria Argentina (CIA), Roberto Arévalo. "A partir de la imposición del cepo cambiario, y principalmente desde octubre desde 2012, cuando se prohibió convertir los créditos hipotecarios de pesos a dólares, la situación se ha ido agravando cada vez más"

Las cifras de escrituras sostienen esa percepción: según el Colegio de Escribanos porteño, en agosto de este año (último dato disponible), se concretaron 2762 operaciones de compraventa de inmuebles en la Capital Federal, 300 menos que en el mismo mes de 2013, 1000 menos que en 2012 y 3000 menos que en agosto de 2011, cuando la AFIP aún no había empezado a poner limitaciones a la compra de dólares.

En la ciudad de Buenos Aires casi el 100% de las operaciones de compraventa de inmuebles se llevan a cabo en dólares y que, pese a las dificultades para acceder a esa moneda, "los vendedores, si no están apremiados, no están dispuestos a asumir una pérdida en la venta de su propiedad". Por el lado de los compradores, en tanto, "quienes tienen dólares buscan conseguir un precio bajo", lo que hace aún más difícil que se cierren las operaciones.

Otro factor que frena las operaciones inmobiliarias: la situación macroeconómica. Actualmente los clientes se muestran más cautelosos porque las expectativas sobre los ingresos futuros son inciertas. Incluso quienes tienen dólares están demorando sus decisiones de mudanza o inversión.

Otra variable macroeconómica, la inflación, explica por qué los propietarios de inmuebles no están dispuestos a recibir pesos por sus departamentos o casas. Con una inflación que, según las estimaciones privadas, ronda el 40% anual y tasas de interés pasivas muy por debajo de ese nivel, cambiar ladrillos por pesos no se muestra como la opción más rentable. El temor a una nueva devaluación le resta aún más atractivo a la moneda local.

De hecho, según un informe difundido por el portal inmobiliario ZonaProp, cada vez menos anuncios de venta se publican en pesos. Por ejemplo, para la ciudad de Buenos Aires este proceso tiene sus inicios en diciembre de 2012, y en septiembre de 2014 tan solo el 7% de los avisos fueron expresados en pesos. Mientras que en el Gran Buenos Aires, el mismo proceso ocurre desde octubre de 2013, y la cantidad de avisos en pesos alcanza el 14%, dice el informe.

Para este 2016 desde el sector tienen perspectivas poco optimistas sobre la evolución del mercado inmobiliario: "En la medida en que no cambie la situación macroeconómica, es decir, cepo, inflación y expectativas sobre el tipo de cambio, no se puede esperar que se modifique demasiado la situación del mercado", afirman desde el sector.

3. AUMENTO DEL NÚMERO DE DEPOSITOS A PLAZO FIJO (Dávila, Marón, Rodríguez, Serrano, & Zamarián, 2014)

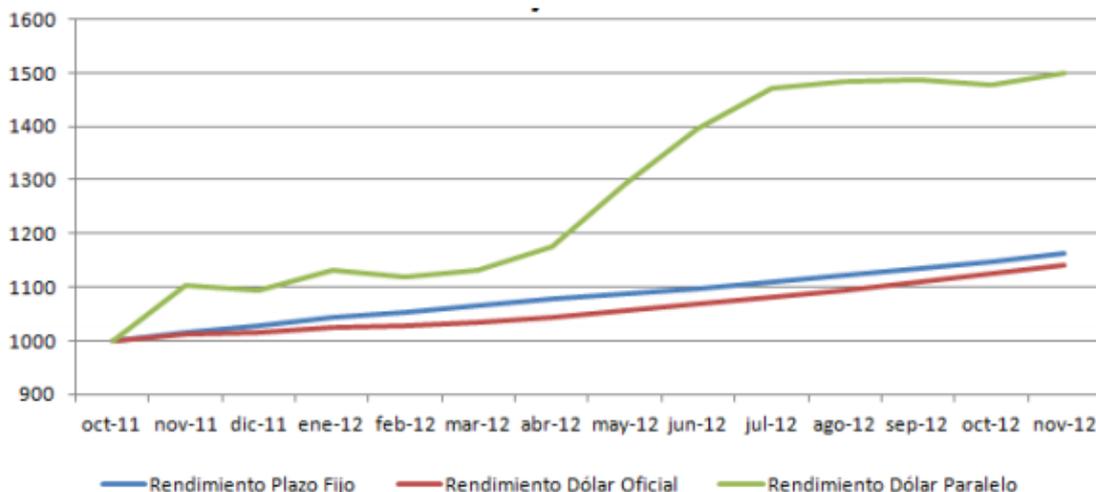
Citan los autores, que según el diario La Nación, en el año 2012 los depósitos a plazo fijo en pesos sufrieron un incremento del 53%, dentro de ese incremento el 70% hace referencia a los depósitos superiores a un millón de pesos, mientras que, los depósitos en pesos de menores cuantías aumentaron en un 30%.

Analizando este hecho se encuentran distintos tipos de consecuencias. Dentro de las consecuencias positivas, podemos enunciar la mayor solidez que recibe el peso como moneda de ahorro al incrementarse el número de depósitos en moneda nacional. Por otro lado, la consecuencia negativa viene dada por el nivel de inflación del país que hace poco rentable la apertura de un depósito a plazo fijo.

Fuentes extraoficiales hablaban de una tasa de inflación del 30% para Argentina y la rentabilidad promedio de los depósitos a plazo fijo fluctuaban en un 14%, el ahorrador estaba desaprovechando anualmente un 16% de sus ahorros debido a la depreciación de estos.

De todas formas, la alternativa al ahorro en entidad bancaria, presentaba un peor escenario ya que ahorrar en casa o en una caja de seguridad depreciaría los ahorros en un importe igual a la inflación anual (30%). Dadas estas condiciones, sólo quedaba un camino a seguir en Argentina: gastar hoy y no ahorrar para mañana.

Gráfico N° 18: “Evolución rendimiento plazo fijo VS. Dólar”



Fuente: (Dávila, Marón, Rodríguez, Serrano, & Zamarián, 2014)

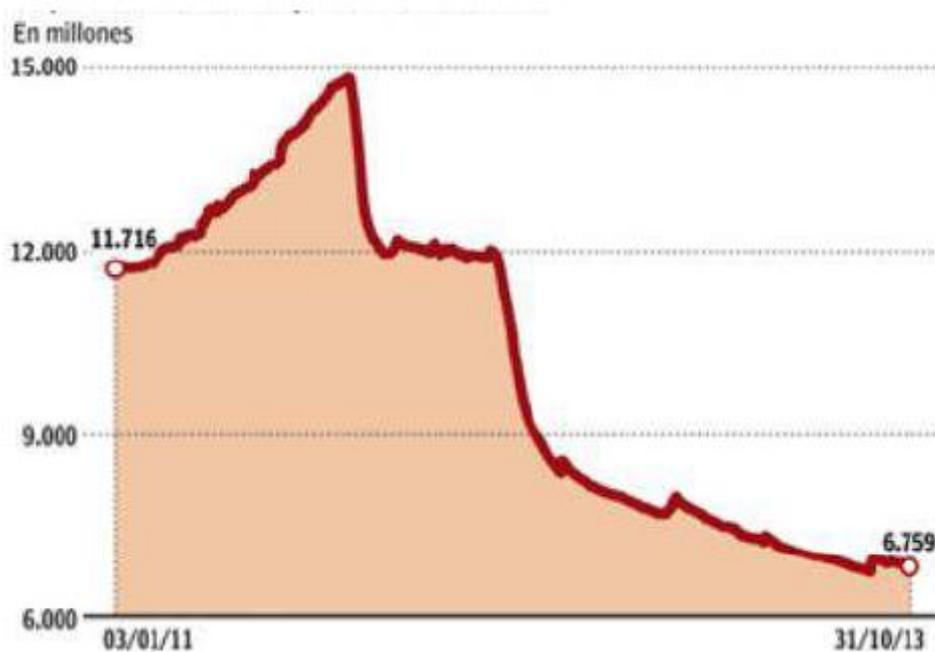
4. REDUCCION DE LOS DEPOSITOS EN DOLARES

El miedo y la desconfianza en el país fue un efecto ocasionado por la medida de restricción de capitales, eso conllevó a la fuga de capitales y salida de grandes empresas multinacionales en Argentina por la dificultad de llevar sus ganancias a sus países de origen.

Todo este paquete de medidas restrictivas, provocaron la retirada de los dólares del sistema: las personas preferían ahorrar en cajas de seguridad o en el extranjero, por ese motivo desaparecieron los depósitos en dólares por miedo a una nueva pesificación. Por ese motivo los depósitos bancarios en dólares se redujeron un 50%.

El resultado final de los hechos descritos en los párrafos anteriores es una mayor desconfianza en el peso nacional y la caída de las reservas en dólares del Banco Central de la República Argentina, que el 21 de febrero de 2013 registró el nivel más bajo desde el año 2007 (41.871 millones).

Gráfico N° 19: “Evolución Depósitos en dólares”



Fuente Banco Central de la República Argentina

5. REDUCCION DE LA INVERSION EXTRANJERA

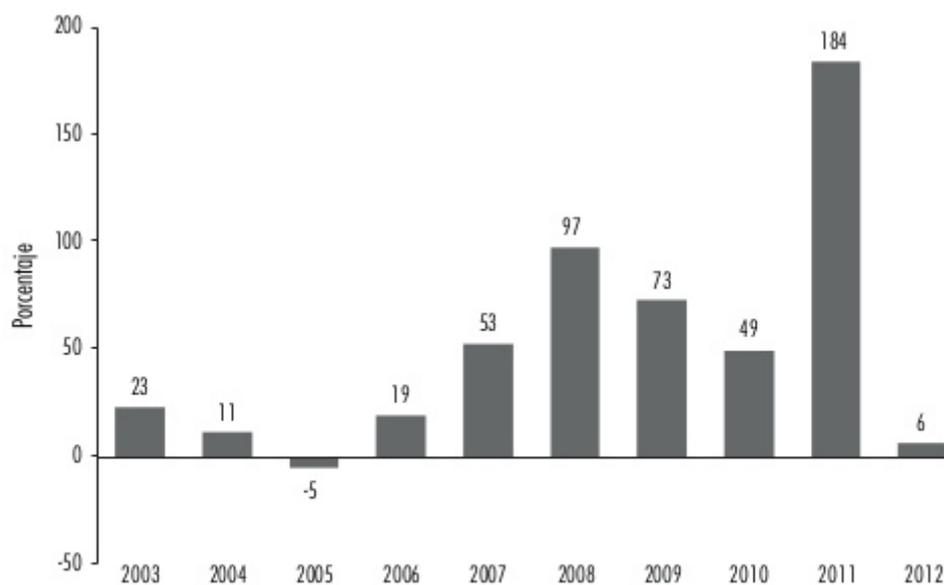
Por motivos de los controles cambiarios aplicados por el gobierno, es que las empresas radicadas en el exterior no encontraron grandes oportunidades ni seguridad económica-legal en

nuestro país, lo cual evidentemente se tradujo en una disminución de ingresos de divisas por parte de inversores extranjero.

6. DESACELERACION DE LA FUGA DE CAPITALS

El episodio de salida acelerada de capitales del año 2011 tuvo consecuencias más importantes que los anteriores de la década. En primer lugar, su magnitud prácticamente duplicó el superávit comercial (184%) (véase gráfico 20), llevando al Banco Central a perder alrededor de 5 mil millones de dólares sus reservas durante el año; a partir de junio de 2011, éstas cayeron de forma sostenida durante los 30 meses siguientes. En diciembre de 2013 alcanzaron un valor de 30.599 millones de dólares, casi equivalente al registrado en octubre de 2006 durante la fase ascendente de acumulación de reservas. Esto fue lo que llevó al gobierno a establecer, a partir de octubre de 2011, una serie de cambios normativos orientados a limitar fuertemente la adquisición y el manejo de moneda extranjera por parte de los particulares y las empresas, con el objeto de frenar el drenaje de divisas hacia el exterior.

Gráfico N° 20: “Relación entre fuga de Capitales y la Balanza Comercial”

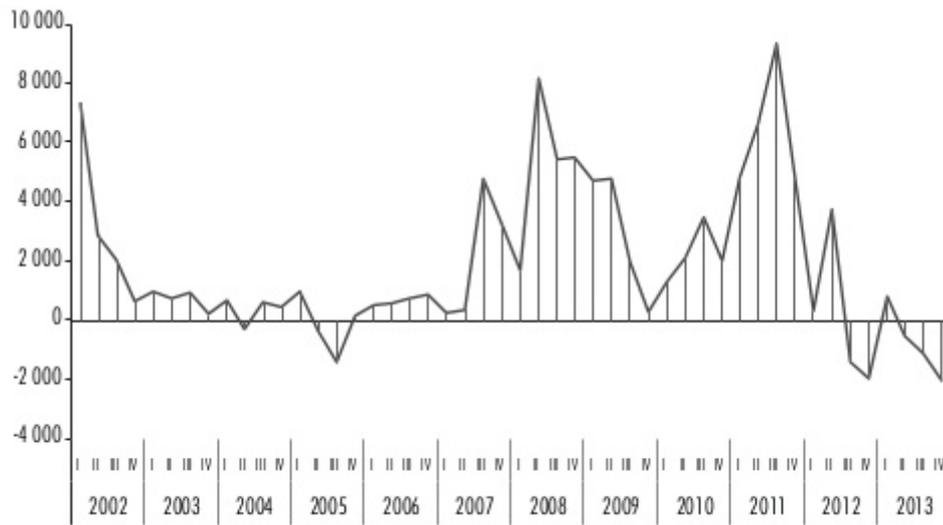


Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco Central de la República Argentina.

El conjunto de normativas y políticas aplicadas tuvieron como resultado la reducción, durante 2012, de alrededor del 25% del volumen de las operaciones que se realizaban en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y, además, una drástica disminución de la salida de divisas a través del mercado formal (Véase gráfico 21 y 22), que resultó en que la formación de activos externos de residentes cambiara de signo a partir del tercer trimestre de 2012. La fuga

de capitales pasó entonces de 25 mil millones de dólares durante 2011 a sólo 600 millones de dólares al año siguiente.

Gráfico N° 21: “Evolución de la Fuga de Capitales”



Fuente: elaboración propia con base en Banco Central de la República Argentina.

Gráfico N° 22: “Fuga de Capitales en relación con el PBI”

Periodo	Fuga de capitales (millones de US\$)	PIB (millones de US\$ PPP)	Fuga de capitales en relación al PIB (PPP)
2002	12 879	384 912	3.35%
2003	2 826	427 744	0.66%
2004	1 414	478 672	0.30%
2005	-659	539 657	-0.12%
2006	2 695	602 826	0.45%
2007	8 617	668 163	1.29%
2008	20 777	702 219	2.96%
2009	11 771	707 905	1.66%
2010	8 892	784 280	1.13%
2011	25 628	867 601	2.95%
2012	662	890 259	0.07%
2013	-2 874	929 594	-0.31%

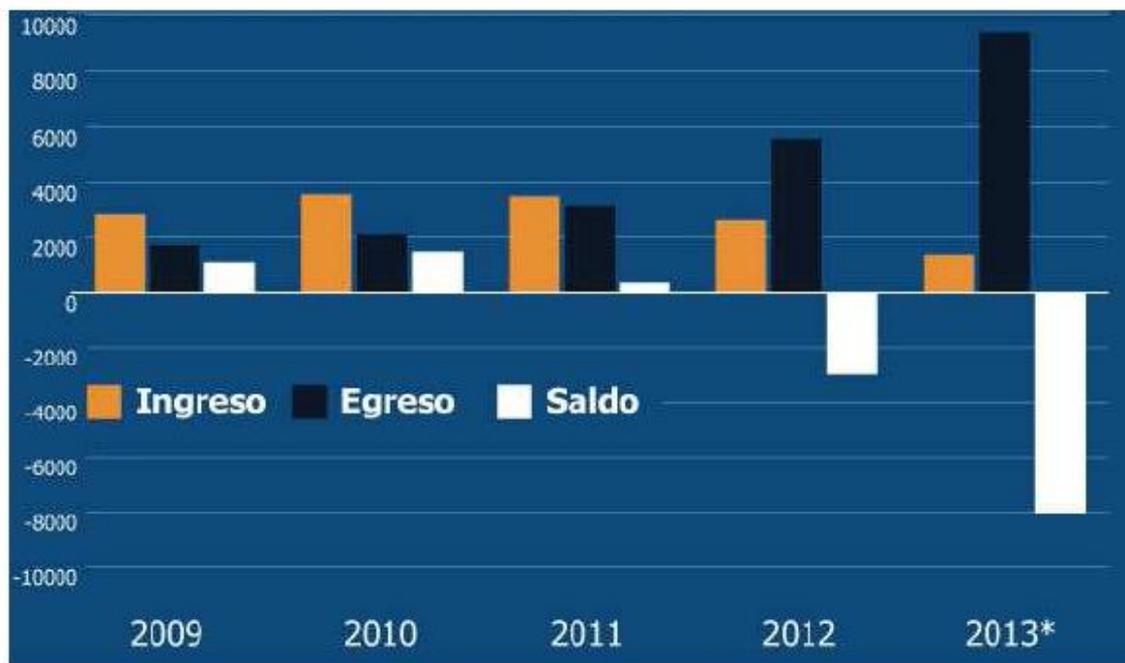
Fuente: elaboración propia con base en la base de información del BCRA y del FMI.

Esto tuvo su correlato en las reservas internacionales ya que, si bien siguieron bajando, se logró desacelerar su caída. Si bien este conjunto normativo logró contener el flujo de fuga a través de las restricciones a la compra de divisas, esta circunstancia no significa que hubieran sido cortadas todas las vías para la salida de capitales.

7. TURISMO Y CONSUMOS EN EL EXTERIOR

Desde la implementación del cepo cambiario los argentinos comenzaron a ver como una oportunidad el hecho de vacacionar en el exterior, ya que todas las operaciones de contratación de servicios turísticos (pasajes aéreos, hoteles, excursiones, etc.) y las compras en destino se transaban a un tipo de cambio oficial, el cual estaba muy por debajo del dólar libre. A los efectos de frenar esta fuga de divisas por el concepto turismo es que se implementaron, como se nombró anteriormente, las percepciones de ganancias del 15% y más adelante del 20%. Como se puede ver en el siguiente cuadro, estas medidas no lograron su cometido debido a que el consumo por este concepto seguía aumentando porque continuaba existiendo una brecha importante con el dólar del mercado paralelo.

Gráfico N° 23: “Turistas extranjeros y argentinos”. Evolución 2009/2013 - En millones de dólares



Fuente: ABCECB, iprofesional.com

Durante el año 2013 se aceleró la pérdida de reservas por parte del Banco Central. En un contexto de deterioro del superávit comercial, la caída se vio alentada por el déficit del sector turismo y el pago de vencimientos de la deuda externa pública y privada. La brecha cambiaria y las expectativas de devaluación de los sectores empresarios más concentrados jugaron un rol importante a finales de ese año, cuando los exportadores comenzaron a retrasar la liquidación de las ventas externas de productos agroindustriales y, como contrapartida, los importadores adelantaron las compras con el propósito de acumular stock, especulando también con una eventual devaluación.

8. APARICION DE “NUEVOS TIPOS DE DOLARES” (Dávila, Marón, Rodríguez, Serrano, & Zamarián, 2014)

- Dólar Blue: Es el tipo de cambio del dólar comprado ilegalmente en las cuevas.
- Dólar Celeste: Es el utilizado en las operaciones inmobiliarias. Sus valores están comprendidos entre el valor del dólar oficial y el dólar blue.
- Dólar Turista: Es el aplicado a quienes hacen compras en el extranjero con su tarjeta de crédito. El precio del dólar turista es la cotización oficial más un recargo del 20% en la cotización del dólar de ese día.
- Dólar Colonia (Uruguay): Era el dólar que se obtenía por extraer dinero desde Uruguay con una tarjeta de crédito argentina y luego volver al país, encareciendo un peso el dólar oficial. Quedó imposibilitado por una restricción del Gobierno de 100 dólares al trimestre.
- Dólar Green: Es el que venden los "arbolitos", intermediarios financieros que están parados en la calle comprando y vendiendo divisas sin licencia alguna. Es más caro que el dólar blue y con más riesgo de sufrir una estafa por falsificación.
- Dólar Soja: Es la ganancia en dólares que reciben los productores de soja después de que el gobierno aplicara las retenciones pertinentes. También existe su variante en "Dólar Girasol" y "Dólar Trigo".
- Dólar Aníbal o Dólar Moreno: Estos dólares hacen referencia a Aníbal Fernández y a Guillermo Moreno, ministros argentinos. Se trata de un dólar blue intervenido por el Gobierno gracias a "cambistas amigos" a fin de frenar la escalada del dólar blue e introducir una cotización irregular paralela que compita con él, logrando la baja de su cotización. La medida no llegó a cuajar del todo y actualmente no existe ninguna casa que haya aceptado su cotización.
- Dólar Gris o "contado con liqui": Es el utilizado por diferentes empresas para sacar dinero del país. Actualmente cotiza muy cercano a la cotización del Dólar Blue. Consiste en la compra de acciones en la bolsa, que coticen en Nueva York. Una vez hecho esto, de acuerdo a la reglamentación se debe aguardar 72hs para luego venderlas en dicha bolsa extranjera, obteniendo así dólares legales fuera del país. Esta operatoria es muchas veces utilizada de forma inversa para introducir dólares al círculo legal argentino a un tipo de cambio cercano al blue, muy por encima del oficial. El "contado con liqui" no implicaba fuga de divisas en sentido estricto, debido a que la

compra de un bono o una acción en pesos y su posterior venta en el exterior en dólares no supone en ningún momento acceso al MULC ni expone al Central a una variación de reservas internacionales.

- Dólar Azafata: Esta cotización es la que tienen los pilotos y azafatas que pasan cortas estancias en el extranjero y es fruto de aplicar el 20% del recargo de la operación con tarjeta de crédito, más un 8% adicional por el cambio de moneda. Actualmente sigue en vigor, pero es más caro que el Dólar Turista.

9. CAIDA DE LAS EXPORTACIONES

La participación global de las exportaciones argentinas en 2014 fueron casi 20% más baja que en 2010, lo que explica que mientras el comercio mundial crecía, el argentino no.

Gráfico N° 24: “Evolución de las exportaciones argentinas” –en millones de dólares-

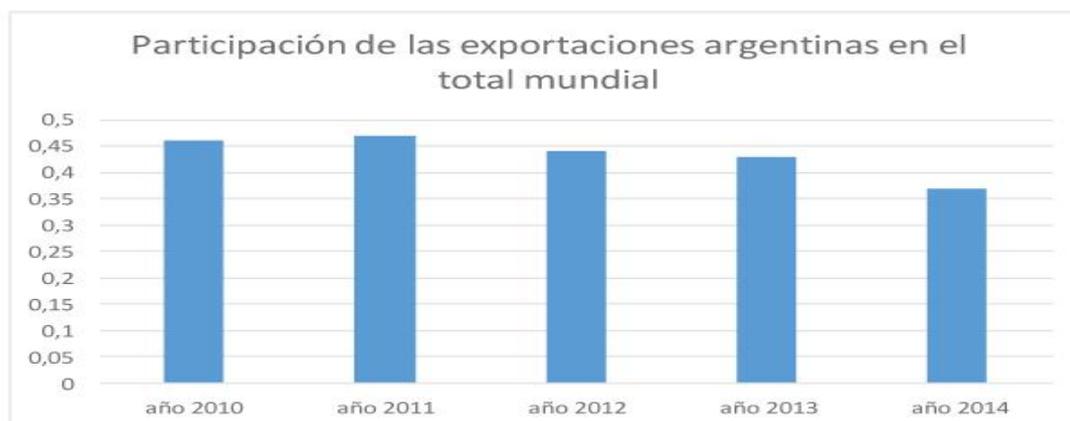


Fuente: <http://www.mercado.com.ar>

Luego de haber exhibido durante buen tiempo un alza de las ventas externas que acompañó en grandes trazos la evolución mundial, en los últimos años la Argentina ha sufrido

una considerable baja en la incidencia en el total de ventas transfronterizas en el globo. Así surge de la información que se expone a continuación en el siguiente gráfico:

Gráfico N° 25: “Participación de las Exportaciones argentinas en el mundo” –en millones de dólares-



Fuente: <http://www.mercado.com.ar>

Lo que esto produce es una pérdida de participación relativa de Argentina en el comercio global. En efecto, mientras Argentina representaba en 2010 -al inicio de la década- el 0,46% del total de las exportaciones mundiales (participación porcentual que se mantenía sin grandes cambios desde hacía varios años), en el 2014, dada la baja de las exportaciones de nuestro país y el alza de las mundiales, esa participación bajó a un 0,37% de total global.

La caída en las exportaciones nacionales en el 2014 respecto del 2011 no sólo responde a la caída en los precios internacionales de los principales commodities agrícolas o a las menores ventas físicas de algunos productos agropecuarios o industriales. Muchos analistas sostienen la existencia de un retraso cambiario, donde el tipo de cambio oficial no ha podido actualizarse al compás de la creciente tasa de inflación doméstica. Este retraso resta competitividad a los productos argentinos, teniendo en cuenta que otros países con quienes tenemos un importante intercambio comercial (caso Brasil) vienen depreciando fuertemente su moneda local.

10. INDUSTRIAS: ESCASEZ DE INSUMOS

El cepo frenó un poco la fuga de capitales pero a la vez limitó el ingreso de divisas a la economía a través de nuevos préstamos externos o inversiones, las trabas a la importación,

afectaron también a las exportaciones de distintas empresas del sector industrial, que no tienen acceso a los insumos que necesitan para sus procesos productivos.

Así lo señaló un estudio de la Fundación Observatorio Pyme, según el cual las pequeñas y medianas empresas con perfil exportador "tienen una mayor dependencia de los insumos y máquinas importadas que las no exportadoras" y, a la vez, "presentaron mayores dificultades para sustituir estas compras".

CONCLUSIONES

1. REFLEXIONES FINALES

La trayectoria de las reservas hasta comienzos de 2011 fue creciente. El BCRA era comprador neto de divisas ante una creciente entrada de éstas provenientes principalmente de la soja, y una demanda de dólares totalmente deprimida. Consecuentemente, hacia abril de 2011 las reservas alcanzaban un valor promedio récord de 52.000 millones de dólares aproximadamente. A partir de julio de 2011 los *efectos negativos de la inflación* comenzaron a distorsionar la economía real, siendo uno de los principales afectados el sector exportador.

Gráfico N° 26: “Evolución de las Reservas Internacionales” –en millones de dólares-



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco Central

La realidad indica que tuvieron que establecer un control cambiario porque el ingreso de divisas provenientes de la soja, no cubrían los egresos de divisas para importaciones de combustibles, fruto de las política energética, entonces ya no generaban un saldo de balance comercial que permitiera financiar la fuga de capitales sin que estallara el tipo de cambio. La trayectoria decreciente comenzó con una caída de 1,4% en abril de 2011 y se extendió hasta enero de 2012 con un promedio mensual de 2%, **momento en el cual los controles cambiarios comenzaron a ser efectivos**. Entre Enero y Mayo de 2012 el aumento de las reservas por parte del BCRA había sido de 3,12% y todo indicaba que los controles cambiarios comenzaban a funcionar. Pero, tal como explicamos anteriormente, tanto causas externas como internas fomentaron una corrida contra el dólar generando una pérdida de USD3.302 millones por parte del BCRA a base de un ritmo mensual promedio de 1% entre mayo y fines de 2012.

El solo hecho de analizar el gráfico N°26 y la variación de las reservas internacionales llevan a concluir que **la efectividad de los controles cambiarios es únicamente de corto plazo**, y que a medida que no se solucione el problema generador de fuga de capitales la efectividad del mismo no va a perdurar en el tiempo.

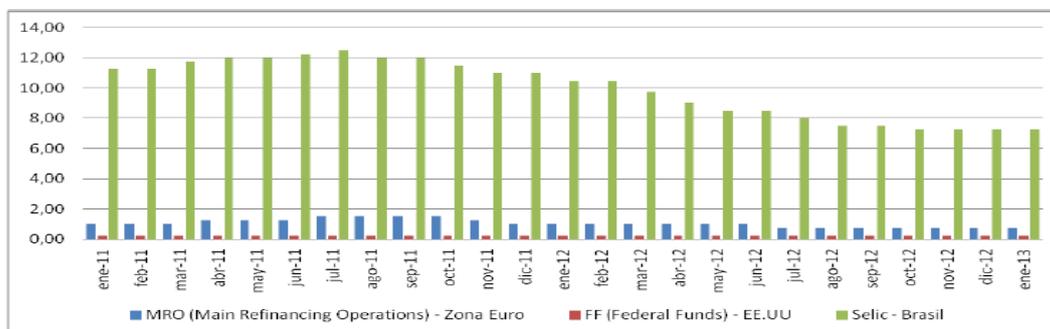
Entonces, ¿se cumple la hipótesis de esta investigación? Recordando, al comienzo de este trabajo, la misma era: “La implementación del Cepo cambiario como medida de control frenará la fuga de capitales”. Podemos concluir que si, según toda la evidencia presentada, una medida de control como el cepo puede frenar la fuga de capitales, pero dicho resultado no resistirá a mediano plazo, ya que su aplicación genera consecuencias (CAPITULO IV) que afectan el nivel de Reservas Internacionales.

Una fuga de capitales que genere una pérdida del 13% de las reservas del BCRA en menos de 7 meses e induzca a la aplicación de un control cambiario puede tener orígenes internos o externos (Piña, 2013).

Dentro de los internos pueden ocurrir hechos políticos o económicos que fomenten la incertidumbre del sector privado. Dentro de los externos, podríamos encontrar un shock proveniente de aumentos en las tasas de interés internacionales.

Para descartar este último, vamos a realizar un estudio de las principales tasas interés a nivel internacional durante el período de aplicación de controles, lo cual puede verse en el gráfico N°27. Tal como puede observarse en el gráfico N°2, no solo FF (Federal Funds) - EE.UU, Repo – Inglaterra y Overnight Interest Rate – Japón se mantuvieron constantes, sino que MRO (Main Refinancing Operations) - Zona Euro y Selic – Brasil se recortaron un 20% y un 5% respectivamente de su valor. Dado que un aumento en la tasa de interés internacional generaría una salida de capitales, justamente este no fue el motivo por el cual se fugaron las divisas de nuestro país. Por lo tanto la situación nos lleva a buscar la causa generadora de controles cambiarios dentro de los factores internos.

Gráfico N° 27: “Evolución mensual de las principales tasas de interés a nivel mundial”.



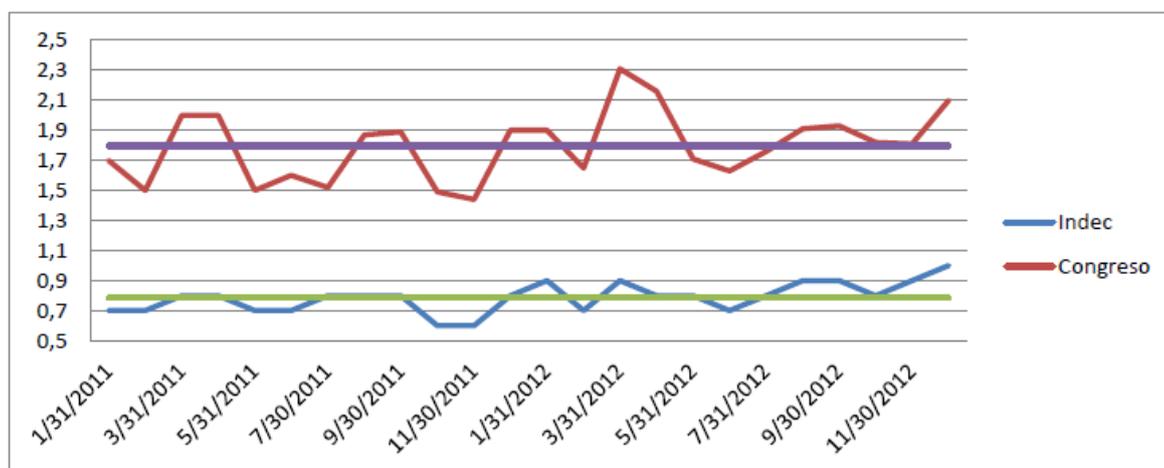
Fuente: Elaboración propia con datos de Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Banco Central de Brasil.

Dentro de los problemas internos, claramente queda descartado algún tipo de inestabilidad política. De esta forma, investigando sobre los factores internos que puedan afectar la estabilidad económica **es el inflacionario el que reluce de forma inmediata.**

A continuación, se presentará la tendencia evolutiva de la inflación mensual de Argentina. En la misma podemos observar dos estimaciones: una realizada por el INDEC mediante las metodologías tradicionales y otra denominada CONGRESO, las cuales no coinciden.

A pesar de que en el período 2011-2012 la inflación Congreso haya fluctuado alrededor de un promedio mensual de 1,8% superior al 0,8% estimado por el INDEC, ambas estimaciones presentan coincidencias: se encuentran por encima de la tasa de crecimiento económico promedio para el periodo 2011-12, el año anterior y el año posterior a la aplicación de los controles. A su vez, el ritmo inflacionario promedio ha tenido un aumento considerable durante los meses posteriores a la aplicación de los controles a pesar de la caída mensual promedio de la actividad.

Gráfico N° 28: "Inflación congreso VS. Inflación INDEC"



Fuente: (Piña, 2013)

Hasta el momento, la primera pregunta que deberíamos hacernos es por qué el gobierno en vez de aplicar los controles cambiarios no optó por la otra alternativa: devaluar la moneda. La respuesta es simple, una devaluación es el reconocimiento de la inefectiva política cambiaria llevada a cabo por un gobierno. Sumado a los grandes costos políticos y económicos a los que se incurre en el corto plazo, esta alternativa pondría fin al ciclo político oficialista.

Un elevado índice de inflación afecta las exportaciones, lo que a su vez afecta el nivel de reservas internacionales. Las exportaciones se ven afectadas vía alza de costos que, al no ser acompañada por la devaluación o la productividad, redundaría en atrasado cambiario, es decir, pérdida de competitividad. Pero la inflación tiene otras consecuencias: debilita la inversión, restringe el financiamiento, modifica los precios relativos y dificulta el planeamiento, acorta el

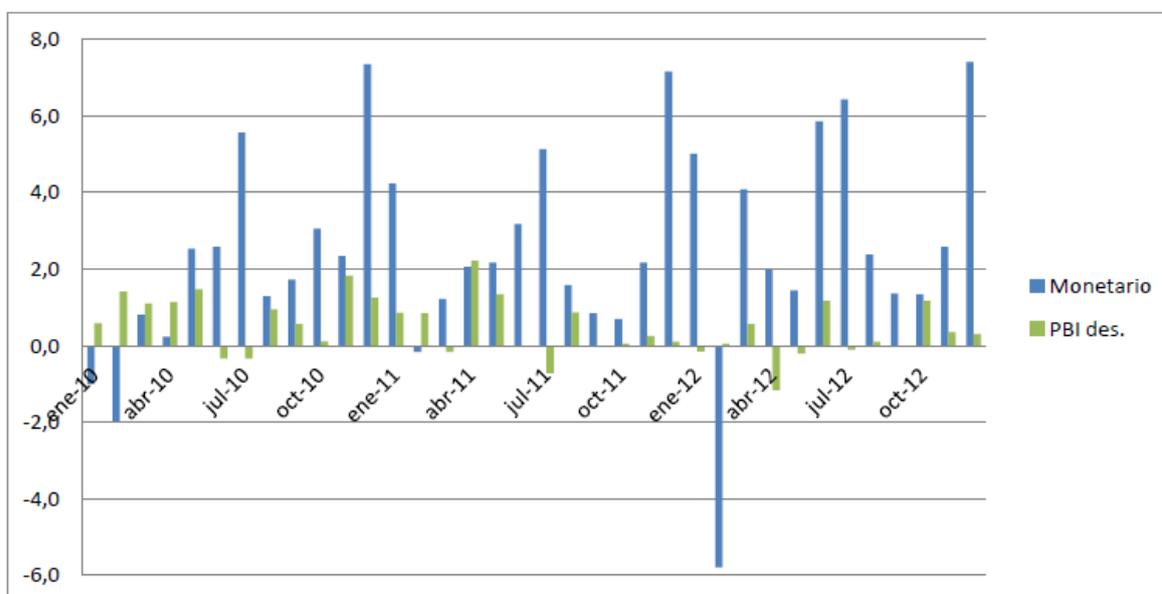
horizonte de la economía. Asimismo, primariza la canasta exportadora pues reduce la capacidad de los productores de bienes menos competitivos de colocar sus productos en el mundo.

El caso de las pymes

Las pequeñas y medianas empresas acusan un golpe mayor por la caída de la actividad que las grandes: la combinación de inflación, recesión y tipo de cambio, además de costos logísticos y la falta de financiamiento, llevaron a que en los últimos cinco años bajara 10 puntos la proporción de pymes industriales que exportan. Así lo señaló un informe de la Fundación Observatorio Pyme, una entidad nacida al amparo de la Unión Industrial Argentina, Techint y la Universidad de Bolonia (Italia). “En 2009 el 30% de las pymes industriales exportaba. Hoy esa proporción bajó al 20%”, explicó el director de la Fundación, Vicente Donato. Los números oficiales sobre la cantidad de pymes exportadoras no abundan. El último informe de la Fundación Export.Ar sobre el segmento se refiere a 2012, cuando las “pymex” totalizaban 5.977 empresas. Además, como ya se indicó en el capítulo anterior, las pymes exportadoras, además, son también importadoras (de insumos) y las importaciones fueron fuertemente reguladas.

Para conocer el origen de la inflación, simplemente alcanza con realizar una comparación entre las tasas de crecimiento mensual del PBI sin estacionalidad (IGA) con respecto al crecimiento de la base monetaria. Tal situación, se analiza en el cuadro N° 29.

Gráfico N° 29: “Tasa crecimiento PBI vs. Tasa crecimiento base monetaria”



Fuente: (Piña, 2013)

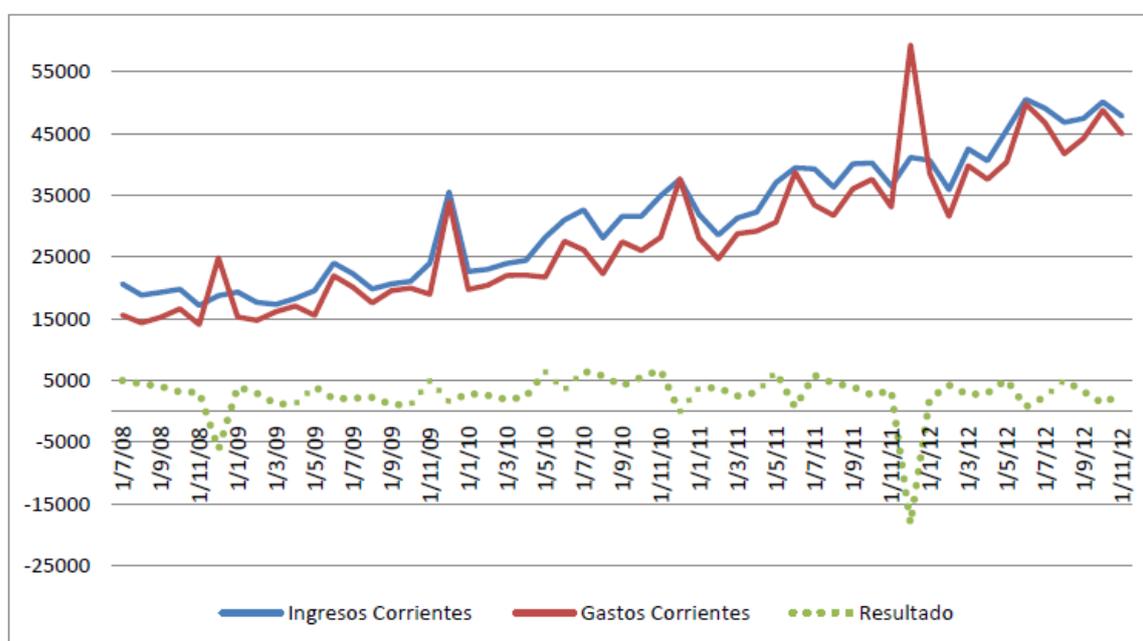
En el mismo se puede interpretar la política económica llevada a cabo por el gobierno durante el período considerado. A lo largo del año 2010 el crecimiento monetario acompañaba económico, de esta forma la presión inflacionaria no era aún tan distorsiva porque no existía un

gran exceso de oferta de dinero. Claramente es a partir de comienzos de 2011 el momento en que la actividad económica comienza a estancarse y la presión inflacionaria a relucir afectando las distintas variables económicas. No resulta sorprendente recordar que a partir de este momento el público comenzó a dolarizar su portafolio y el BCRA se convirtió en vendedor neta de divisas.

Este exceso de cantidad de dinero en poder del público reforzó la dolarización de cartera por parte del público generando presiones sobre la demanda de dólares, tipo de cambio y reservas internacionales.

Si analizamos los procesos inflacionarios de la historia Argentina, observamos que toda política monetaria expansiva que no es respaldada por un crecimiento económico siempre ha tenido un origen único: financiar el déficit público, que se presenta en el siguiente gráfico:

Gráfico N° 30: “Resultados política Monetaria” –En millones de US\$-



Fuente: (Piña, 2013)

Debido a un ritmo de crecimiento mensual promedio de 4,08% en los gastos de capital, descubrimos que entre 2008 y finales de 2012 el 90% del periodo presentó déficit fiscal que en promedio tuvo un valor de \$1.054 millones corrientes. Un dato menos alentador resulta ser que desde comienzos de 2011 (momento en el cual se detenía en crecimiento económico) únicamente 5 meses presentaron resultados positivos con saldos que no superaron los \$100 millones.

La primera conclusión es lógicamente que la existencia de un déficit fiscal se debe a un crecimiento promedio mayor de los gastos sobre los ingresos para cualquier etapa. Dado que no existe crecimiento económico, la recaudación en términos reales cae y la única forma de financiar gasto es emitiendo más cantidad de dinero o recurriendo al endeudamiento.

A esta altura del desarrollo del trabajo, el análisis de las estadísticas nos ha permitido conocer las causas y las consecuencias del hecho que llevó a la aplicación del cepo cambiario. La primera, claramente es un problema inflacionario que surge de una alta emisión sin respaldo que se destina a la financiación de un creciente déficit fiscal. La segunda, es la pérdida de reservas por parte del BCRA debido a dos factores: por un lado, la caída en las exportaciones como consecuencia de altos niveles de inflación; y por el otro, la caída en las reservas con motivo de mantener baja la paridad cambiaria oficial, y de esta forma las expectativas inflacionarias. Así, podemos afirmar que el gobierno se encontró atacando con su paquete de medidas cambiarias las consecuencias y no las causas, por lo que el problema a corto plazo no se resolvería.

La inflación generó distorsión de información y fuertes expectativas de devaluación que llevaron al público en general a dolarizar su portafolio.

Como última reflexión, en la medida que el saldo de la cuenta corriente no pueda financiar la fuga de capitales existente, la efectividad de los controles cambiarios se verá afectada en el mediano plazo.

2. COMPARACION DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS APLICADAS EN ARGENTINA A LO LARGO DE LA HISTORIA

Llegando al final de esta investigación, estamos en condiciones de hacer una comparación de las medidas cambiarias aplicadas en Argentina desde el año 1933 hasta el cepo cambiario del año 2011. En el cuadro N° 3 de la página siguiente, a modo de conclusión, se analizan todos los períodos vistos en las principales variables macroeconómicas:

	1931 - 1933	1934 - 1937	1938 - 1940	1941 - 1945	1946 - 1949	1950 - 1955
CONTEXTO						
Crecimiento	Los niveles de PBI promediaban los U\$4 millones al comenzar el período.	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR
Niveles de Inflación	La inflación acumulada al ingresar a este período promedió el -4%					
Tipo de Cambio	SIN DATOS					
Nivel de Reservas Internacionales	El nivel de Reservas Internacionales al comienzo del período promediaba un total de U\$-205 millones					
Saldo Balanza Comercial	A fines de 1930, y luego de siete años, el saldo de la Balanza Comercial fue negativo, siendo este de U\$-55 millones.					
Desempleo	SIN DATOS					
Tasa de Interés	SIN DATOS					
PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS:						
Creación de un ente Regulador de Cambios	SI	NO	NO	NO (se disuelve la Comisión de Control de Cambios)	NO	NO
Obligación de liquidar Exportaciones	SI	SI		SI	SI	SI
Permisos o restricciones para las	SI	SI	SI	NO (en el 80% de los casos)	SI	SI

Importaciones						
Mercado Paralelo de Divisas	SI (no reconocido oficialmente)	SI (reconocido legalmente)			SI (no reconocido oficialmente)	SI (no reconocido oficialmente)
Establecimiento de un mercado doble de cambios	NO	SI	SI	NO	SI	
Restricciones al movimiento de Capital	SI	NO	NO	SI	SI (a las salidas)	
OTRAS MEDIDAS	-	<ul style="list-style-type: none"> Aparición del Margen de Cambios: había una flotación administrada en el mercado libre. 		<ul style="list-style-type: none"> Se estableció un régimen de licitaciones para la importación de artículos "superfluos" 		

<p>CAUSAS DE SU IMPLEMENTACION</p>	<p>La Gran Depresión, que ocasionó 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.</p>	<p>Esta segunda fase de controles cambiarios se vincula con nuevas modificaciones introducidas por el ministro Pinedo como respuesta a las fallas e insuficiencias del defectuoso régimen anterior, y a un nuevo contexto internacional ascendente.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 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. • En el segundo semestre de ese año empezaron a circular malas noticias sobre la evolución de las cosechas. • Sucesos políticos en Brasil que en la opinión internacional afectaban también a la Argentina. • Como consecuencia, el poder de compra de las exportaciones argentinas disminuyó 18% con respecto al año previo, el volumen físico exportado se contrajo en un tercio. 	<p>El evento dominante es la conflagración mundial, que en lo económico redundó sobre la Argentina por tres vías: bajo poder de compra de las exportaciones del país; 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</p>	<p>En 1948 el poder de compra de las exportaciones argentinas alcanzó la cumbre del siglo. A pesar de ello, la brecha cambiaria creció vertiginosamente y se intensificó la salida de capitales.</p>	<p>Diríase que en 1950 se inició una era de comportamiento macroeconómico en zigzag. 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.</p>
<p>CONSECUENCIAS</p>						
<p>Tipo de cambio</p>	<p>Se observó una brecha media del 40%</p>	<p>Se observó una brecha media del 20%</p>	<p>Se observó una brecha media del 19%</p>	<p>La brecha promedió el 10%</p>	<p>La brecha promedió 113%.</p>	<p>La brecha promedió 274%.</p>
<p>Nivel de Reservas Internacionales</p>	<p>Las Reservas internacionales aumentaron en un 149% (US\$ -101)</p>	<p>Las Reservas internacionales aumentaron un 113% (US\$ 14,5 millones).</p>	<p>Las Reservas internacionales aumentaron un 64% (US\$ 25,03 millones)</p>	<p>Las Reservas internacionales aumentaron un 836% (US\$ 234 millones).</p>	<p>Las Reservas internacionales cayeron más del 200% (US\$ -279 millones)</p>	<p>Las Reservas internacionales aumentaron un 92% (US\$ -20,17 millones)</p>
<p>Tasas de Interés bancarias</p>	<p>SIN DATOS</p>	<p>SIN DATOS</p>	<p>SIN DATOS</p>	<p>SIN DATOS</p>	<p>SIN DATOS</p>	<p>7,83% anual</p>
<p>Saldo Balanza Comercial</p>	<p>El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$92,97</p>	<p>El saldo de la Balanza Comercial promedió</p>	<p>El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$38,9</p>	<p>El saldo de la Balanza Comercial promedió</p>	<p>El saldo de la Balanza Comercial promedió</p>	<p>El saldo de la Balanza Comercial promedió</p>

		US\$195,22		US\$ 308,14 millones.	US\$166,32	US\$-91,08
Déficit Fiscal (%PBI)	2,23%	2,03%	1,50%	5,22%	11,77%	7,60%
PBI	Los niveles de PBI disminuyeron un 37% (US\$2,5 millones).	Los niveles de PBI aumentaron un 40% (US\$3,3 millones).	Los niveles de PBI se mantuvieron relativamente estable en comparación con el período anterior (US\$3,5 millones).	Los niveles de PBI aumentaron en promedio un 37% (US\$4,8 millones).	Los niveles de PBI aumentaron alrededor de un 62% respecto al período anterior (US\$7,8 millones).	Los niveles de PBI cayeron un 26% (US\$5,7 millones).
Inflación	-3,80%	1,40%	1,00%	5,80%	18,90%	20,20%

	1955 - 1958	1959 - 1963	1964 - 1966	1967 - 1971	1971 - 1976
CONTEXTO					
Crecimiento					
Niveles de Inflación					
Tipo de Cambio					
Nivel de Reservas Internacionales	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR				
Saldo Balanza Comercial					
Desempleo					
Tasa de Interés					
PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS:					

Creación de un ente Regulador de Cambios	NO	NO	NO	NO	NO
Obligación de liquidar Exportaciones	SI	NO	SI	SI (pero no en un plazo determinado)	SI
Permisos o restricciones para las Importaciones	SI	NO	SI	NO	SI
Mercado Paralelo de Divisas	SI (no reconocido oficialmente)	NO		NO	SI (no reconocido oficialmente)
Establecimiento de un mercado doble de cambios	NO	NO	NO	NO	SI
Restricciones al movimiento de Capital	SI (a las salidas)	NO	SI (a las salidas)	NO	SI (a las salidas)
OTRAS MEDIDAS			<ul style="list-style-type: none"> • Se prohíbe la constitución de depósitos en moneda extranjera y se dispone la liquidación de los existentes. • El tipo de cambio oficial siguió un Crawling-peg pasivo. 	<ul style="list-style-type: none"> • 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. 	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivos al endeudamiento privado con el exterior. • A partir de julio de 1975 tuvo lugar una política de devaluaciones frecuentes y abiertas.

<p style="text-align: center;">CAUSAS DE SU IMPLEMENTACION</p>	<p>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.</p>	<p>En el marco de un plan de estabilización y desarrollo, se definió un nuevo régimen de liberalización global en vista de una cantidad de razones concurrentes: escasas reservas de oro y divisas, previsible reacomodamiento de precios relativos, y perspectivas de moderada aunque continua expansión monetaria a raíz del déficit fiscal.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mejores términos de intercambio del periodo, abundantes cosechas y una enérgica reactivación económica que declinarían a un virtual estancamiento en 1966 al reinstalarse la atmósfera de incertidumbre política. • Sin embargo, la fase exhibe los desequilibrios presupuestarios más elevados del período y las mayores tasas de crecimiento monetario y de inflación, si se excluye de la comparación la explosión de precios de 1959. • 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. 	<p>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.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La fase fue testigo de una sorprendente variedad de políticas y arreglos cambiarios. • Importante crisis de balance de pagos y una fuga de capitales de intensidad pocas veces vista
<p style="text-align: center;">CONSECUENCIAS</p>					
<p style="text-align: center;">Tipo de cambio</p>	<p>La brecha osciló entre 100% y 110%.</p>	<p>Brecha nula.</p>	<p>La brecha promedió 20%.</p>	<p>Brecha nula.</p>	<p>La brecha promedió el 30% en 1972-1973 y osciló entre 120% y 170% en</p>

					1974 y 1975
Nivel de Reservas Internacionales	Las Reservas internacionales cayeron un 585% (US\$ -137 millones)	Las Reservas internacionales aumentaron un 125% (US\$ 34,4 millones)	Las Reservas internacionales no sufrieron grandes modificaciones respecto del período anterior (US\$ 33,67 millones)	Las Reservas internacionales cayeron un 54% (US\$ 15,4 millones)	Las Reservas internacionales aumentaron más de 1000% (US\$ 175,5 millones)
Tasas de Interés bancarias	8,84% anual	12% anual	15% anual	18% anual	33% anual
Saldo Balanza Comercial	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$-250,52	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$-81,2	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$365	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$105,02	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$189,82
Déficit Fiscal (%PBI)	7,30%	3,34%	3,73%	2,18%	8,70%
PBI	Los niveles de PBI volvieron a aumentar un 25% (U\$7,7 millones).	Los niveles de PBI un 100% en relación al período anterior (U\$14,5 millones).	Los niveles de PBI cayeron un 80% U\$19,5 millones).	Los niveles de PBI aumentaron en un 25% (U\$24,7 millones).	Los niveles de PBI aumentaron un 25% (U\$30,5 millones).
Inflación	20,50%	41,30%	27,50%	20,30%	134,10%

	1976 - 1981	1991 - 2001	2002 - 2010	2011 - 2015
CONTEXTO				
Crecimiento				
Niveles de Inflación				
Tipo de Cambio	IDEM CONSECUENCIAS PERIODO ANTERIOR			
Nivel de Reservas Internacionales				
Saldo Balanza Comercial				

Desempleo				
Tasa de Interés				
PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS:				
Creación de un ente Regulador de Cambios	NO	NO	NO	NO
Obligación de liquidar Exportaciones	SI	NO	SI	SI
Permisos o restricciones para las Importaciones	NO	NO	SI	SI
Mercado Paralelo de Divisas	NO	NO	SI	SI
Establecimiento de un mercado doble de cambios	NO, hasta 1981 donde se reinstauró el mercado doble	NO	SI	NO
Restricciones al movimiento de Capital	NO	NO	SI	SI

<p>OTRAS MEDIDAS</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 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 préstamos contratados afuera. • 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). 		<ul style="list-style-type: none"> • Dos meses y medio después de la devaluación, el Banco Central empezó a emitir letras ("Lebac") y a ofrecer así un instrumento que podía competir con la moneda extranjera. • Las tasas de interés que pagaban los activos locales se elevaron vertiginosamente. En julio de 2002, la tasa de los depósitos a plazo fijo alcanzó 76%, y la de las Lebac a 14 días alcanzó 115%. 	<ul style="list-style-type: none"> • El Gobierno, a través de la AFIP, impuso una retención impositiva, primero del 15%, luego del 20%, para quienes usaran las tarjetas en el exterior.
<p>CAUSAS DE SU IMPLEMENTACION</p>	<p>A fines de marzo de 1976 se inició un largo periodo de gobierno militar. 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.</p>	<p>Muchos años de especulación financiera con una reducción de la llamada economía real. Los sectores más adinerados y el empresariado no tenían confianza ni en la economía y compraron todos los dólares que había en reserva en el Banco Central con lo cual nuestra moneda perdió su valor por falta de respaldo. Eso trajo como consecuencia el aumento de los precios hora a hora y el proceso inflacionario se transformó en hiperinflacionario.</p>	<p>El régimen convertible instaurado a principios de la década del noventa durante el gobierno del Dr. Carlos Menem y ratificado durante el gobierno de la Alianza era insostenible. Insostenible económicamente debido a que se sustentaba en el aumento de la deuda pública externa. Insostenible socialmente debido a que se traducían en un aumento del desempleo, subempleo, trabajos no registrados, pobreza e indigencia. Tras el colapso del régimen de convertibilidad, el gobierno apuntó a contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El cepo cambiario surgió en la Argentina ante el incremento de la denominada fuga de capitales. El objetivo fue paliar el faltante de dólares, evitando en ese momento tener que devaluar, es decir, no usar el mecanismo de precios para ajustar ese exceso de demanda.
<p>CONSECUENCIAS</p>				

Tipo de cambio	Brecha nula.	Brecha nula	Brecha nula	La brecha creció a ritmo creciente desde el año 2011 hasta el año 2015, alcanzando un récord histórico de 101% en mayo de 2013. A diciembre del año 2015, el tipo de cambio cerró a \$11,42 pesos por dólar y el dólar paralelo a \$14,50
Nivel de Reservas Internacionales	Las Reservas internacionales aumentaron un 20% (US\$ 209,33 millones)	En la década del 90', Las Reservas internacionales ya promediaban un nivel de US\$ 18973	Las Reservas internacionales aumentaron un 83% (US\$ 33004)	Los niveles de Reservas internacionales, en promedio, fueron similares al período anterior
Tasas de Interés bancarias	80% anual	14% anual	13% anual	Al comienzo del período promediaban el 9% y en 2015 habían ascendido a 26%
Saldo Balanza Comercial	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$540,48	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$ -225	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$ 13454	El saldo de la Balanza Comercial promedió US\$ 6810
Déficit Fiscal (%PBI)	11,07%	0,60%	2,10%	2,80%
PBI	Los niveles de PBI aumentaron un 300% en relación al período anterior (US\$101,5 millones).	A estas alturas, el PBI ya era un 250% superior al período anterior, cercano a valores de US\$150 Millones.	Luego de la crisis de 2001, el PBI promediaba valores apenas superiores a US\$100 Millones. El período cierra con valores cercanos a US\$ 300 millones.	El PBI promedio US\$ 577 Millones en el período, casi un 100% más que el período anterior.
Inflación	194,30%	10,1% en el período. (-0,5% en período 1996-2001)	11,90%	INDEC: 79,22% -- CONGRESO: 117%

3. OPINION DEL AUTOR

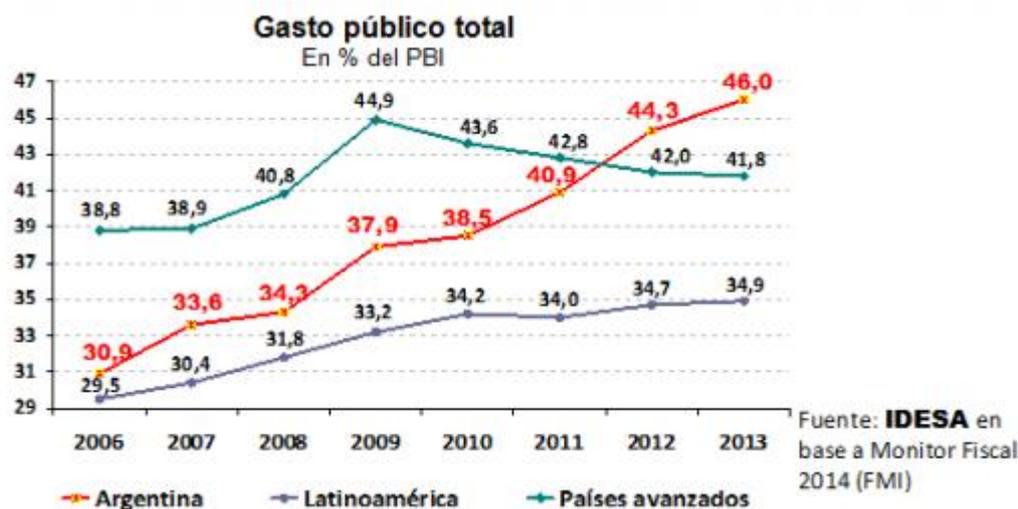
Al realizar esta investigación acerca del Cepo Cambiario aplicado desde Octubre de 2011 hasta fines del 2015, comprendimos que la verdadera causa de su aplicación fue la política de elevado Gasto Público. Lejos de adoptar una postura política, sólo nos centraremos en dar una opinión personal de estos hechos, que podrá ser compartida o no por el lector.

Para financiar su política, el Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner elevó notoriamente el gasto público a través de la emisión monetaria, y al no ir acompañada de un crecimiento económico en la misma magnitud, la consecuencia inevitable fue la inflación. A partir de 2007 empezó un proceso inflacionario que, según las mediciones privadas, colocó a Argentina entre los países con mayores alzas de precios del mundo.

Sin embargo, esta situación **nunca** fue reconocida de manera oficial. En 2007 el gobierno intervino el órgano de medición del país, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Desde entonces, las cifras oficiales de inflación se mantuvieron muy por debajo de las mediciones privadas y de la *inflación Congreso*.

Decidimos hacer una última búsqueda de información, sin entrar en mayores detalles estadísticos, que me ayudara a visualizar en qué magnitud aumentó el Gasto Público, en comparación con otros países, y del sitio web <http://www.idesa.org/> encontramos la siguiente comparación:

Gráfico N° 31: “Evolución del Gasto Público de Argentina” -%de PBI-



Este gráfico confirma lo anteriormente dicho ya que de él podemos observar lo siguiente:

- El gasto público total en los países avanzados pasó de 39% a 42% del PIB, o sea se incrementó en 3 puntos porcentuales del PIB.
- El gasto público total de los países de Latinoamérica pasó de 30% a 35% del PIB, o sea se incrementó en 5 puntos porcentuales del PIB.

- El gasto público total de Argentina pasó de 31% a 46% del PBI, o sea se incrementó en 15 puntos porcentuales del PBI.

Estos datos muestran el extraordinario crecimiento del gasto público en la Argentina. Entre los países avanzados y emergentes ninguno registra un crecimiento del gasto público tan grande como el observado en la Argentina. Se ha llegado a un punto en el que el Estado absorbe prácticamente la mitad del ingreso nacional, situación sólo observada en un reducido grupo de países de muy alto desarrollo como Finlandia (58%), Dinamarca (55%), Francia (53%), Bélgica (52%), Austria (51%), Suecia (50%) y Holanda (48%). La gran diferencia es que en estos países el Estado brinda servicios de excelencia. Las escuelas públicas, el sistema de salud, el transporte público, la policía, la justicia trabajan con altos estándares de profesionalismo y calidad. Así, los ciudadanos pagan altos impuestos (especialmente, el impuesto a las ganancias) pero son recompensados con buenos servicios estatales.

El incremento de las erogaciones fue destinado principalmente a generar más empleo público, pago a jubilados, subsidios directos a familias y subsidios al sector energético, transporte y empresas públicas. De hecho, uno de los problemas que tenemos en la actualidad con el precio de las tarifas energéticas, se debe a los altos subsidios que éstas tuvieron y su bajo precio, lo que imposibilitó la inversión en el sector, llegando a un punto de exportar energía a tener que importar.

Todo esto, como dijimos anteriormente, se financió en gran medida con mayor Emisión Monetaria. El efecto de la emisión en el índice de precios fue innegable. Esta noticia no es buena, sólo Venezuela y Argentina plantean problemas inflacionarios en la región ya que el resto de los países tienen la inflación bajo control (en mayor o menor medida).

Entonces, los elevados índices de inflación repercutieron negativamente en las Reservas Internacionales del BCRA. Por un lado, el Saldo de la Balanza Comercial comenzó a disminuir, como consecuencia de la imposibilidad de exportar debido a los altos costos; y por otro, las personas y las empresas comenzaron a perder confianza en el peso lo que hizo incrementar a compra de divisas para resguardarse de la inflación.

Ante esta reducción del Nivel de Reservas, el gobierno tenía dos opciones: una era devaluar y la otra era aplicar un Cepo Cambiario. Si se optaba por la primera, se reconocía una inefectiva política cambiaria llevada a cabo por el gobierno. Sumado a los grandes costos políticos y económicos a los que se incurre en el corto plazo, esta alternativa pondría fin al ciclo político oficialista. Por lo tanto, se optó por poner “condiciones” para la adquisición de divisas.

En comparación con los demás períodos analizados en esta investigación, estos controles fueron los más estrictos y complejos que se pueden encontrar, ya que, si bien no se creó una Comisión de Control de Cambios como en 1931, la AFIP fue endureciendo cada vez más las

medidas del Cepo Cambiario, que como vimos, en el corto plazo logró frenar la fuga de capitales, pero con el tiempo este remedio no pudo contener la enfermedad, ya que estas medidas a su vez generaron consecuencias que también implicaron salida de capitales.

Este último período de restricciones tuvo casi todas las medidas encontradas a lo largo de la historia, en cuanto a controles cambiarios se refieren: obligación de liquidar exportaciones en el mercado oficial, restricciones a las importaciones, hubo un gran mercado paralelo de divisas, fomentado por la gran brecha cambiaria que registró el período, hubieron restricciones a los movimientos de capital y se controlaron las operaciones cambiarias mediante el cepo, entre otras.

En conclusión, los controles cambiarios se implementaron como medida discrecional con el fin de postergar el impacto de una crisis sobre el comercio exterior, nivel general de precios y la balanza comercial. Se reconoce alguna efectividad en el corto plazo, pero la misma va disminuyendo con el tiempo.

Bibliografía

- (FIEL), F. d. (1989). *EL CONTROL DE CAMBIOS EN LA ARGENTINA: liberación cambiaria y crecimiento*. Buenos Aires: Ediciones Manantial.
- (IERAL), F. M. (2011). *Una Argentina Competitiva, Productiva y Federal*. Buenos Aires: S/E.
- (INDEC), I. N. (s.f.). *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)*. Recuperado el 2 de Julio de 2016, de <http://www.indec.gob.ar/>
- Alderisi, M., Mata, F., & Ruiz, D. (2014). *RECARGO POR COMPAS CON TARJETAS DE CREDITO EN EL EXTERIOR ¿ES UN IMPUESTO AL CONSUMO?* Mendoza: S/E.
- Dávila, M., Marón, J., Rodríguez, F., Serrano, M., & Zamarián, L. (2014). *ANALISIS SOBRE POLITICAS CAMBIARIAS Y SUS EFECTOS EN LA ECONOMIA ARGENTINA PERIODO 2011/2013*. Mendoza: S/E.
- Frenkel, R., & Rapeti, M. (2007). *POLITICA CAMBIARIA Y MONETARIA EN ARGENTINA DESPUES DEL COLAPSO DE LA CONVERTIBILIDAD*. Washington D.C.: S/E.
- Jorge Gaggero, C. C. (2007). *LA FUGA DE CAPITALES: HISTORIAS, PRESENTE Y PERSPECTIVAS*. Capital Federal, Argentina.: S/E.
- Mochón Morcillo, F., & Beker, V. A. (2008). *ECONOMIA, PRINCIPIOS Y APLICACIONES*. México D.F: Mc Graw Hill.
- Piña, S. (2013). *CONTROLES CAMBIARIOS: EFECTOS SOBRE LA ECONOMIA ARGENTINA DESDE 1930 HASTA LA ACTUALIDAD*. Mendoza: S/E.
- Pollini, A. V. (2006). *ECONOMIAS ABIERTAS: Determinación de la renta y políticas económicas con perfecta movilidad de capitales*. Mendoza: UNCuyo.

Páginas Web Visitadas

- Argentina, B. C. (s.f.). *Banco Central de la República Argentina*. Recuperado el 10 de Julio de 2016, de <http://www.bcra.gob.ar/>
- Bea. (s.f.). *Bureau of Economic Analysis (BEA)*. Recuperado el 5 de Junio de 2016, de <http://www.bea.gov/>
- Fund, I. M. (s.f.). *International Monetary Fund*. Recuperado el 5 de Julio de 2016, de <http://www.imf.org/external/index.htm>
- Geenap. (s.f.). *Geenap*. Recuperado el 20 de Junio de 2016, de www.geenap.blogspot.com.ar
- Hoy, D. (s.f.). *Dólar Hoy*. Recuperado el 1 de Julio de 2016, de <http://dolarhoyinfo.com/>
- Idesa. (s.f.). *Idesa*. Recuperado el 15 de Junio de 2016, de <http://www.idesa.org/>
- Ieco. (s.f.). *Ieco*. Recuperado el 10 de Junio de 2016, de <http://www.ieco.clarin.com/economia/>

Mercado, R. (s.f.). *Revista Mercado*. Recuperado el 12 de Junio de 2016, de <http://www.mercado.com.ar/>

Pallares, J. H. (25 de Octubre de 2014). *La Nación*. Recuperado el 20 de Junio de 2016, de <http://www.lanacion.com.ar/>

Públicas, M. d. (s.f.). *Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas*. Recuperado el 5 de Junio de 2016, de <http://www.mecon.gov.ar/>

Scarpinelli, L. (16 de Diciembre de 2015). *LA NACION*. Recuperado el 15 de Junio de 2016, de <http://www.lanacion.com.ar/1854739-cepo-cambiario-cronologia-de-estos-cuatro-anos-de-restricciones>

Share, S. (s.f.). *Slide Share*. Recuperado el 25 de Junio de 2016, de <http://es.slideshare.net/>

Declaración Jurada Resolución 212/99-CD

“El autor de este trabajo declara que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya dado a conocer en las referencias, que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgredí o afecta derecho de terceros”

SILVA, Marcos Adrián
Apellido y Nombre

Mendoza,
N° Registro 25020

Firma

