



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO

FCE
FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS

Carrera: Licenciatura en Economía

CONTROLES CAMBIARIOS: EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ARGENTINA DESDE 1930 HASTA LA ACTUALIDAD

Trabajo de Investigación

POR

Sebastián Piña

Profesor Tutor

Alejandro Trapé

M e n d o z a - 2013

INDICE

Introducción.....	4
CAPÍTULO I – MARCO TEÓRICO	6
1. Balanza de pagos.....	6
2. Sistemas cambiarios.....	7
2.1. Tipo de cambio fijo.....	7
2.2. Tipo de cambio flexible	9
2.3. Flotación administrada	11
3. Controles de capitales y mercado dual.....	11
4. Mercados negros de divisas	13
5. Devaluación como medida de política económica	15
CAPÍTULO II – ESTIMACIÓN MEDIANTE DATOS DE PANEL.....	17
1. Presentación del modelo.....	17
2. El modelo de componente de errores.....	19
2.1. Estimación MCO.....	20
2.2. Estimación por efectos fijos.....	21
2.3. Estimación por efectos aleatorios.....	23
3. Test de especificación.....	23
3.1. Test de efectos fijos.....	23
3.2. Test LM de efectos aleatorios.....	24
4. Resumen y conclusiones del capítulo.....	24
CAPÍTULO III – LOS CONTROLES CAMBIARIOS EN LA ARGENTINA.....	25
1. Reseña histórica.....	25
2. ETAPA 1931-1945.....	26
2.1 Primera fase: 1931-1933.....	27
2.2 Segunda fase: 1934-1937.....	30
3. ETAPA 1971-1981.....	33
3.1 Primera fase: 1971-1976.....	34
4. ETAPA actual (2010-2013).....	39

4.1 Desarrollo.....	40
5. Resumen y conclusiones del capítulo.....	64
CONCLUSIONES.....	66
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72
ANEXOS.....	74
Anexo A.....	74
Anexo B.....	78

INTRODUCCIÓN

En el siguiente trabajo se desarrollarán los **controles cambiarios en la Argentina y sus efectos sobre la economía desde 1930 hasta la actualidad** mediante un estudio histórico y econométrico que permita realizar una proyección de la situación actual que experimenta nuestro país.

El problema de investigación apunta a determinar la influencia de los controles cambiarios sobre el funcionamiento de la economía. En base a esto, los primeros interrogantes que surgieron son:

1. ¿Por qué se han aplicado controles cambiarios y bajo qué circunstancias?
2. ¿La efectividad de los controles cambiarios es la misma tanto para la entrada como la para salida de capitales? ¿y para el corto como para el largo plazo?
3. La implementación de controles cambiarios ¿afecta a la actividad real de la economía generando distorsiones?
4. ¿Qué influencia ejerce la situación económica mundial a la hora de aplicar controles cambiarios?
5. ¿Qué rol juegan las expectativas de los distintos agentes económicos?

En coordinación con las respectivas preguntas de investigación, las hipótesis que se corroboran mediante un tipo de estudio exploratorio y descriptivo son:

- “Existirían ciertas distorsiones sobre la economía cuando se aplica un control cambiario que afecta directamente a los indicadores macroeconómicos”.
- “Los controles cambiarios serían una medida efectiva de corto plazo, pero no de largo”.
- “La credibilidad de los agentes económicos sobre la política económica estaría directamente vinculada con el grado de independencia del Banco Central de un país”.

- “Las expectativas de devaluación incentivarían la aplicación de controles cambiarios”.
- “La prolija actividad del Estado sobre la política económica y las cuentas públicas evitarían la aplicación de controles cambiarios”.

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

- ✓ Reconocer las similitudes de las situaciones económicas en la Argentina bajo las cuales se adoptaron controles cambiarios.
- ✓ Determinar bajo qué tipo de régimen cambiario ha surgido la necesidad de aplicar controles y por qué.
- ✓ Realizar una proyección de la situación actual en base a las experiencias pasadas.

El desarrollo de este trabajo se compone de un *marco teórico* en el que exponemos los conceptos básicos y necesarios para comprender el desarrollo de nuestra investigación, en tiempo y lugar. Luego, comenzamos con un *modelo econométrico* que nos lleva a determinar las primeras conclusiones sobre los efectos negativos de los controles cambiarios en la economía. Para corroborar estos resultados obtenidos realizamos un *análisis histórico* de las que consideramos etapas más representativas, y así poder inferir sobre el futuro desenlace de la situación coyuntural actual de la Argentina.

Para corroborar el desarrollo estadístico, al final presenta un *Anexo*, que debe ser revisando de forma simultánea al avance de la lectura del mismo, y las referencias *bibliográficas* que respaldan todo nuestro soporte teórico.

El trabajo finaliza con sus respectivas *conclusiones* que buscan responder al problema de investigación, corroborar la veracidad de las hipótesis y determinar el cumplimiento de los objetivos planteados. De esta forma, no deja dudas de que **los controles cambiarios son una medida efectiva únicamente en el corto plazo que introducen distorsiones en la economía alterando su funcionamiento.**

CAPÍTULO I

MARCO TEÓRICO

A lo largo de la historia argentina, sobre todo a partir de 1930, uno de los objetivos principales de la política económica ha sido el sector externo. Dado que éste es un país en el cual existen dos fuertes sectores (agropecuario e industrial) que compiten por el precio de la moneda extranjera, tipo de cambio, el debate sobre este mismo ha sido siempre moneda corriente. Para poder comprender el por qué de los controles cambiarios es necesario introducir algunos conceptos esenciales que nos permitan dar mayor profundidad al tema: balanza de pagos y sistemas cambiarios.

1. BALANZA DE PAGOS

Esta denominación proviene del sentido literal del idioma Inglés “balance” y en el nuestro hace referencia a saldo. Por definición es la suma entre la *Cuenta corriente*¹ y la *Cuenta Capital*² dando como resultado la variación en las reservas internacionales, y de esta forma recoge todas las transacciones que un país realiza con los demás.

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.

¹ En esta Balanza contabilizamos los bienes y servicios, rentas, utilidades, remesas, intereses y transferencias corrientes realizadas con respecto al exterior.

² Esta Balanza, también conocida como *Balanza Financiera*, mide los flujos de capital. Esto es la venta neta de Activos al extranjero. Es la contrapartida de la Cuenta Corriente.

2. SISTEMAS 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.

2.1 Tipo de cambio fijo

En este tipo de sistema la autoridad monetaria se compromete a sostener una cotización determinada de la divisa en el mercado de cambio respondiendo de forma inmediata ante los ingresos y egresos de divisas provocados por variaciones tanto en las exportaciones, importaciones o shocks externos. Dicho en otras palabras, existe un compromiso oficial de comprar o vender divisas con moneda nacional a una paridad fijada por adelantado, en cualquier momento y en las cantidades que el público encuentre conveniente.

La vigencia de un régimen cambiario de este tipo dice mucho acerca de las características del sistema monetario que prevalece en un país. En el mismo, el país pierde grados de libertad sobre la efectividad de la política monetaria dado que un exceso de oferta de dinero tendería a modificar la cotización de equilibrio establecida. Por lo tanto se trata de una economía en donde la tasa de inflación es muy cercana a la internacional (generalmente muy bajas) y la tasa de interés opera en línea con aquellas vigentes en los mercados internacionales, salvo por una prima denominada riesgo-país que depende de la disciplina monetaria y fiscal.

Si se considera el proceso de ajuste hacia el equilibrio cuando existe este régimen, la situación es diferente a aquella donde tenemos un tipo de cambio flexible. Suponemos que existe un déficit de balanza de pagos, y consecuentemente una pérdida de divisas por parte del Banco Central. Dado que esta situación llevaría a una devaluación de la moneda, la autoridad monetaria se ve obligada a restringir el crédito interno y ofrecer una mayor cantidad de divisas al mercado. Finalmente los excesos de moneda se eliminan pero existe una variación negativa en las reservas internacionales.

Está demostrado empíricamente en varios estudios econométricos realizados por Sturzenegger, F. y Levy-Yeyati, E. (2002, 2003), que bajo la existencia de un régimen de 'tipo de cambio fijo' el

crecimiento económico de largo plazo es menor y la volatilidad es mayor. En adición a esto, existen mayores probabilidades de ataques especulativos, desequilibrios externos, pérdidas de reservas internacionales y apreciación real. A su pesar, varios países han optado por el mismo ya que exige una rigurosa disciplina fiscal, y claramente una prolija política monetaria.

Como ya mencionamos con anterioridad, las crisis de balanza de pago provienen de un déficit comercial importante que no se compensa con una entrada de capitales y que consecuentemente provoca una gran pérdida de reservas internacionales que hace imposible conservar la paridad cambiaria establecida.

Para poder comprenderlo mejor vamos a analizar la siguiente ecuación:

$$(Var R) = \alpha (Var P^* + Var S + E_Y Var Y + E_i Var i) - \emptyset Var D \quad (1)$$

Donde,

Var= variación inter temporal de una variable.

α, \emptyset son coeficientes constantes y positivos que toman un valor entre 0 y 1. A su vez señalan la fracción de la oferta monetaria con origen en la acumulación de las reservas internacionales, y en las expansiones pasadas del crédito interno, respectivamente.

R= Monto de reservas internacionales expresadas en moneda nacional.

P*=Nivel general de precios en el exterior.

S=Paridad cambiaria fijada por ley.

Y= Producto Bruto Interno, expresado en términos reales.

i=Tasa de interés internacional.

D= Nivel de crédito interno

E_Y, E_i = Elasticidades de la demanda de dinero respecto al ingreso y a la tasa de interés, respectivamente. Entiéndase por demanda de dinero a la fracción del ingreso nacional que el público desea conservar en activos completamente líquidos.

Supongamos ahora que ($Var P^* = Var S = Var i = 0$) para poder apreciar con mayor claridad la naturaleza monetaria del balance de pagos. De forma tal tenemos:

$$(Var R) = \alpha (E_Y Y) - \emptyset Var D \quad (2)$$

Ahora bien, la variación del stock de reservas del Banco Central depende directamente tanto del crecimiento económico, y de la política monetaria de creación de crédito interno en forma indirecta. El proceso lógico es el siguiente: si existe crecimiento económico las necesidades de liquides van a ser mayores, por lo que la demanda de dinero va a aumentar generando una suba en las tasas de interés. Como consecuencia de esto, los mayores rendimientos de los activos de un país con una política fiscal y monetaria prolija van a ser mayores y van a atraer capitales externos. El tipo de cambio tendería a revaluarse, cosa que la autoridad monetaria evita inyectando crédito interno a cambio divisas

internacionales. Como resultado de todo esto no existen excesos monetario, por lo que no hay presiones inflacionarias ni devaluatorias, y el saldo en la variación de las reservas internacionales en poder de la autoridad monetaria son mayores.

La descripción anterior se identifica con una situación en la que existe crecimiento del PBI, pero la situación cambia cuando el país se encuentra estancado y se requiere de la efectividad de la política monetaria.

Ahora bien,

$$(Var R) = -\emptyset Var D \quad (3)$$

Anteriormente fue mencionado el hecho de que bajo un régimen de tipo de cambio fijo la autoridad monetaria queda “atada de manos” a la hora de realizar política monetaria expansiva. En la ecuación (3) observamos la relación indirecta existente entre la variación de reservas y la creación de crédito interno. Al financiar déficit fiscal a través de la inyección de activos líquidos, se genera un exceso de oferta de dinero que no solo reduce las tasas de interés domestica, sino que también induce a un mayor nivel general de precio que resta competitividad productiva. Como resultado de estas dos nuevas situaciones, los capitales no solo dejan de ingresar, sino también comienzan a salir. La única alternativa que tiene la autoridad monetaria es ofrecer divisas en el mercado para absorber el crédito interno inyectado, y así eliminar todo tipo de exceso monetario llegando a la situación inicial.

2.2 Tipo de cambio flotante

En el otro extremo de los regímenes cambiarios encontramos al tipo de cambio flexible. Ahora, los desequilibrios comerciales y shock de capitales van a generar variaciones en el tipo de cambio de forma que se ajuste según las condiciones de oferta y demanda en un libre mercado.

El proceso de ajuste ante un déficit de balanza de pagos en este caso no se da de manera similar al de tipo de cambio fijo. En esta situación, la existencia de un déficit comercial va a provocar una salida de capitales que deprecie el tipo de cambio. Como consecuencia de esto, la competitividad del país tiende a mejorar, aumentando tanto las exportaciones como mejorando el saldo de la cuenta corriente. Como se puede interpretar, la autoridad monetaria no interviene. Ante un shock externo es el mercado quien realiza el ajuste.

En sus principales trabajos de investigación de carácter empíricos, *Sturzenegger, F. et al (2002, 2003)* obtienen resultados a favor este régimen cambiario. Fundamentados en que si bien ante un shock adverso en una economía en la que existen rigideces los efectos del mismo a corto plazo serán mayores comparados a un régimen de tipo de cambio fijo, a largo plazo la velocidad para superarlo es mayor y así el ritmo de crecimiento es más rápido. A su vez, la volatilidad es menor fomentando un crecimiento de largo plazo más alto. Sumado a esto, quienes argumentan a favor, afirman que bajo un

régimen de tipo de cambio flexible existe una mejor asignación de recursos, aislamientos de shocks externos y mayor estabilidad del tipo de cambio real.

A pesar de estos estudios y argumentos a favor, los tipos de cambio flexibles no son muy utilizados en forma oficial. Esto se debe a la mayor sensibilidad de la economía respecto a fluctuaciones de la demanda interna; la vulnerabilidad ante shocks adversos en el corto plazo; y por último la inestabilidad e incluso el carácter de contra cíclicos.

De manera simétrica a la situación anterior, podemos identificar la ecuación que captura los aspectos esenciales del sistema de flotación:

$$Var S = aVar R + b VarD - Var P^* - E_Y Var Y - E_i Var i \quad (4)$$

Donde a y b son coeficientes similares a los ya explicados.

Al no encontrarse el gobierno obligado a respaldar una determinada cotización de la moneda nacional, el público pierde la posibilidad de alterar el monto de las reservas internacionales y por esta vía influir sobre la oferta monetaria. Ahora bien, las reservas internacionales no varía y el balance de pagos permanece equilibrado y monetariamente neutro. El crédito interno ahora determina el total de la trayectoria de la oferta de dinero, y las tasas de inflación e interés locales ya no necesariamente son las que predominan en el resto del mundo.

En adición a lo dicho y realizando los mismos supuestos sobre la tasa de inflación internacional, tenemos que:

$$Var S = bVarD - E_Y Var Y - E_i Var i \quad (5)$$

Es observable que ahora la tasa de variación del tipo de cambio depende de las condiciones del mercado monetario local. Identificando la oferta de dinero con la creación del crédito interno y a la demanda de dinero con la suma de las otras dos variables, concluimos que un **exceso de oferta de dinero va a generar un aumento del tipo de cambio.**

Cuando existe una política monetaria en la que se mantiene un determinado exceso de oferta de dinero, tanto **la inflación como la devaluación van a converger** al porcentaje de este exceso, y las tasas de interés local aumentarán en la misma proporción a las tasas de interés internacional. Concluimos de esta forma que a largo plazo, medidas monetarias y nominales tienen efectos únicamente nominales.

1.3 Flotación administrada

Este régimen es de tipo mixto, siendo una combinación intermedia entre los extremos ya explicados. En el campo de los hechos concretos ha constituido y constituye la opción que los gobiernos han abrazado ante la imposibilidad de fijar la paridad cambiaria.

Si bien mediante estudios econométricos Larrain, F. y Parro, F. (2003) indican que inducen a una menor volatilidad del crecimiento del producto per cápita con respecto a los sistemas de fijación dura, presentan un peor desempeño en cuanto al crecimiento de largo plazo. A pesar de esto, varios gobiernos optan por los sistemas cambiarios flotantes ya que aspiran reservar para sí una cierta cuota de autonomía en su política monetaria, en la estabilidad cambiaria y precios. Este hecho lo podemos ver reflejado bajo un estudio realizado sobre la volatilidad de reservas y tipo de cambio llevada a cabo por Levy-Yeyati y Sturzenegger en el cual encuentran una clasificación *de facto* sobre los tipos de cambios anunciados al FMI que no coincide con la *de jure* utilizada por el mismo.

Los sistemas cambiarios administrados son reflejados de distinta forma. Encontramos una determinada paridad que puede fluctuar no más del 1% sobre el valor establecido, o de un *adjustable peg* que oscila entre las bandas del 2,25% pero que pueden modificarse. Puede encontrarse, a su vez, un *crawling peg* donde el ajuste paulatino de paridades se da anticipadamente a un 0,05% semanalmente, por ejemplo, o un 2,6% anual. Finalmente, llegando hacia el extremo de perfecta flexibilidad podemos identificar un *dirty floating rate* o *managed floating rate*.

La forma adoptada generalmente es la *adjustable peg* y para poder comprenderla analizamos la siguiente ecuación.

$$Var S = aVarR + bVarD - E_Y VarY \quad (6)$$

Lo que interpretamos es lo siguiente: un aumento del crédito interno puede verse reflejado en una depreciación de la moneda, una pérdida de reservas internacionales, una reducción del crédito interno, o una combinación de ambas. La particularidad en este caso es el hecho de que la decisión es llevada a cabo por el gobierno con discrecionalidad, lo que genera un efecto negativo sobre las expectativas.

3. CONTROLES DE CAPITALES Y MERCADO DUAL

Con toda la información que hemos expuesto hasta ahora podemos conocer el por qué 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 creando un mercado³ dual 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.

En su forma más tradicional y corriente el control cambiario consiste en divorciar del balance de pagos los movimientos internacionales de capital, preservando alguna forma de fijación del tipo de cambio para las transacciones comerciales, y derivando los flujos financieros hacia un mercado en libre flotación.

Mediante la adopción de un mercado dual el gobierno logra comprar tiempo. Dejando flotar el tipo de cambio para las operaciones financieras, el Banco Central evita alterar el componente externo de la oferta monetaria sin realizar una prohibición de salidas de capital y asegurándose un manejo más controlado de la plaza, al menos en el corto plazo.

Una vez efectivo el mercado dual (control de cambios), el gobierno logra aislar precios domésticos y producción de los efectos de la cuenta capital. Al mantenerse fijo el tipo de cambio relativo a la cuenta corriente, no existe distorsión en los precios de importación y competitividad de exportación. En adición a esto, ahora el banco central no perdería reservas ya que estas se vincularían únicamente con un déficit de cuenta corriente que no debería ocurrir, por lo tanto no pierde control sobre las mismas.

El éxito de este instrumento claramente va a ser efectivo siempre y cuando el gobierno cuente con la suficiente cantidad de reservas para fijar el tipo de cambio oficial, lo cual es muy discutible ya que:

- La cantidad de reservas internacionales y disponibilidad de crédito externo en épocas de crisis no son las más adecuadas;
- El exceso de liquidez en el mercado monetario no solo presiona a la baja en las tasas de interés que estimulan el gasto, sino también generan incertidumbre. Estos dos efectos atentan contra las reservas del Banco Central;

³ Algunos autores suelen tomarlos como medidas diferentes para el mismo fin. La diferencia radica en que los Controles cambiarios actúan mediante medidas cuantitativas (retenciones, cuotas, subsidios,ect.) y los mercados duales se segmentan vía tipos de cambio. Dado que el primero origina al segundo, por cuestiones prácticas decidimos tomarlos como un mismo instrumento.

- Las complicaciones administrativas y grandes costos pueden generar que el mercado oficial y paralelo no se separen efectivamente, filtrándose de esta manera flujos de capitales que imposibiliten la conservación de la paridad fija.

Con estos argumentos podemos concluir que las posibilidades de logro del objetivo en mantener el nivel de precios estables, son bien reducidas.

Para poder inferir sobre el tiempo de duración de los controles cambiarios es necesario conocer las motivaciones que llevan a conservarlos:

- **Fiscal.** La brecha cambiaria existente entre el tipo de cambio oficial y paralelo ha derivado varios recursos al presupuesto efectivo del gobierno. Siempre y cuando los controles sean efectivos y exista un saldo positivo de la cuenta corriente, el impuesto implícito a las exportaciones por liquidar divisas en el mercado oficial y el subsidio implícito para las importaciones por financiarse en este mercado generan recursos para el gobierno.

- **Política comercial.** Los controles cambiarios actúan como un sistema de impuestos y subsidios al comercio (adicional a los establecidos por ley). A su vez, son elemento de distribución del ingreso.

- **Bilateralismo.** Sobre todo en la gran depresión, constituye una forma de reorientar el comercio internacional de modo de equilibrar saldos en varias monedas. Recordemos la época cuando las libras esterlinas provenientes del saldo positivo en relación a Inglaterra no podían convertirse para pagar los saldos negativos con Estados Unidos.

El mercado dual explicado hasta el momento resulta ser el utilizado convencionalmente, pero cabe destacar que puede darse situaciones en la que ambos mercados son regulados con un tipo de cambio fijo, u otras en la que se da origen a múltiples tipos de cambio en relación a la cantidad de rubros dentro de la cuenta corriente.

En conclusión, los controles cambiarios se implementan 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. La prolongación de los controles cambiarios depende de razones presupuestarias, de comercio bilateral y política comercial.

4. MERCADOS NEGRO DE DIVISA

Los mercados negros existen como consecuencia de una combinación de factores. Primero, las restricciones al acceso de divisas mediante cuotas, licencias, primas cambiarias, etc. que dan origen a una demanda de moneda extranjera para importaciones ilegales y desembolsos al exterior. Segundo, 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.

El tipo de cambio de mercado negro surge de una interacción entre dos sub mercados dentro del mismo: uno de flujos y otro de stocks. En el segundo, dado un nivel de divisas existentes en un determinado momento se forma el tipo de cambio de mercado dada una demanda de dólares por especulación que depende tanto de la tasa de interés internacional como de la tasa de devaluación esperada. Con este dato, en el mercado de flujos se genera un exceso de oferta o demanda en relación a una oferta de divisas proveniente de la sub facturación de los exportadores y sobre facturación de los importadores, y una demanda de dólares destinada a turismo y contrabando. 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°1: Principales motivos de falsificación de facturas.

<i>Categoría</i>	<i>Sobrefacturación</i>	<i>Subfacturación</i>
Exportadores	Capturar subsidios	Fuga de capitales
Importadores	Fuga de capitales	Evasión

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 (Dornbusch, R.1986)

Para concluir con los mercados negros vamos a proceder a mencionar 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 (Dornbusch, R. 1986 en base a datos del FMI).

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.

5. DEVALUACIÓN COMO MEDIDA DE POLÍTICA ECONÓMICA

Hasta el momento se han analizado distintos instrumentos para evitar una crisis de balance de pagos que esquivan tomar la última e indeseable decisión a la que nuestro país ha recurrido varias veces en su historia: la devaluación.

Definida como la disminución del precio de la moneda local expresada en dólares, o análogamente como la mayor cantidad de moneda nacional que se requiere para adquirir una unidad extranjera, la devaluación es considerada como el reconocimiento de la ineficacia de las políticas estabilizadores para hacer frente a desequilibrios externos.

El objetivo principal de la devaluación es mejorar la competitividad del país. Esto es, bajo el cumplimiento de determinadas condiciones de elasticidades de las exportaciones e importaciones⁴, la disminución del precio de la moneda doméstica genera un gran aumento de las exportaciones, activando la demanda agregada, aumentando el producto bruto interno e incentivando el ingreso de capitales. Lógicamente, los buenos resultados son observables a mediano plazo.

¿Por qué tomar medidas de controles cambiarios, mercados duales, múltiples e incluso negros en vez de devaluar? La respuesta radica en que es una de las medidas más dramáticas, e incluso traumáticas que puede adoptar un gobierno en lo relativo a decisiones económicas. Esto lo vemos reflejado en sus diversos efectos:

- *Efecto inflacionario:* este efecto repercute directamente en el poder adquisitivo de los asalariados reduciéndolo en gran proporción. Cuando se va a devaluar resulta necesario aplicar ciertos controles de precios dados que en caso contrario, el aumento de los mismos puede dejar a la medida sin efecto. El nivel general de precios aumenta ya que, existen una gran proporción de bienes en la economía que son importados y sus elasticidades son muy bajas; aumentos de costos de producción dado que la mayoría de los bienes intermedios son de origen extranjero; por ultimo un espiral salario-precio más intensa.
- *Efecto encarecimiento de los costes internos:* expresado en moneda nacional, los servicios de la deuda externa se encarecen.
- *Efectos monetarios:* el aumento repentino de los precios reduce el stock real de dinero, provocando un efecto empobrecimiento de los tenedores de moneda local.
- *Efecto distribución de renta:* lógicamente los que resultan beneficiados son los empresarios dedicado a la exportación y aquellos que compiten con bienes importados. Por otro lado, los perjudicados son los asalariados y aquel empresario cuya función de producción

⁴ Véase enfoque de Elasticidades de Marshall-Lerner.

depende en gran medida de bienes intermedios extranjeros. Consecuentemente, la devaluación genera una redistribución de la renta.

- *Efecto político:* la devaluación implica el fracaso relativo o insuficiencia de las medidas estabilizadoras adoptadas previamente a la devaluación. Claramente esto genera un gran costo político para quien adopta la decisión, o en su defecto si existe un cambio de autoridades para quien fue antecesor. La experiencia más próxima de Argentina, Crisis 2001.

CAPÍTULO II

ESTIMACIONES MEDIANTE DATOS DE PANEL

1. PRESENTACIÓN DEL MODELO

El objeto de estudio de la economía, a través de la econometría, es el comportamiento de los distintos agentes económicos. Para obtener diversas conclusiones al respecto se analizan los mismos directamente o mediante el comportamiento de los diferentes agregados económicos. Este tipo de análisis convencional puede tomar enfoques con modelos de *series de tiempo*, o de *corte transversal*. Dado que los primeros no pueden utilizar información acerca de variables que varían únicamente según individuos, y los segundos no pueden tomar información que surge únicamente a través del tiempo, es mediante los *datos de panel* donde se pueden realizar estudios de manera parsimoniosa, y así obtener conclusiones de carácter general.

Una de las hipótesis que nos planteamos en este trabajo y buscamos responder mediante las herramientas econométricas es si la aplicación de controles cambiarios solo genera efectos nominales o, como suponemos, hay un efecto adicional sobre la parte real de la misma.

En este trabajo analizaremos modelos econométricos utilizados cuando se dispone de datos de paneles: observaciones tomadas para individuos en varios períodos de tiempo. Para ello, desarrollaremos un estudio para Latinoamérica en el que se busca descubrir de qué forma el crecimiento de PBI real (DPBIR) depende de ciertas variables⁵ presentadas en el cuadro N°2, entre ellas Controles cambiarios. Esta última es representada como variable *Dummy* a la que se le asigna el valor 1 en los años en que se aplicaron controles cambiarios, y el número 0 en caso contrario. De esta forma existen 11 unidades transversales (Argentina, Chile, Brasil, Uruguay, Paraguay, Bolivia, Perú, México, Venezuela, Colombia y Ecuador) y 33 años comprendidos entre 1980-2012, lo que se resume en el siguiente modelo básico expresado en forma matricial:

⁵ Todos los datos fueron obtenidos en la página web del FMI, WEO Database. Para mayor información en el Anexo estadístico se encuentra la respectiva de cada país organizada en tablas.

$$y_{it} = x_{it}\beta + u_{it}$$

$$u_{it} = \mu_i + e_{it}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

Donde: N=11; T=33; X_{it} vector de 6 variables explicativas (incluye una constante) y β es un vector de coeficientes constantes. El término de error⁶ incluye dos componentes, uno específico del individuo y otro que representa la versión más tradicional del término de error, identificando shocks puramente aleatorios que afectan a un determinado individuo en un determinado período de tiempo.

Cuadro N°2: Clasificación de variables

Nombre	Descripción	Clasificación
DPBIr	Variación anual del PBI real.	Serie de tiempo
DINV	Variación anual de la inversión bruta como porcentaje del PBI.	Serie de tiempo
DES	Tasa de desempleo.	Serie de tiempo
INF	Tasa de inflación.	Serie de tiempo
CC	Balance de la cuenta corriente como porcentaje del PBI	Serie de tiempo
AHORRO	Ahorro bruto agregado como porcentaje del PBI.	Series de tiempo
CONTROLES	Restricciones cuantitativas al comercio exterior y acceso a divisas.	Dicotómica.

Fuentes: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

⁶ En el modelo más general, se suele incluir δ_t , término de error relacionado con series de tiempo. Se ha decidido obviarlo dado que en el *modelo de componentes de errores* se lo supone nulo.

Dado que cada unidad de tipo transversal contiene exactamente la misma cantidad de observaciones, denominamos a este panel: **panel balanceado**.

En el desarrollo de este trabajo analizaremos el *modelo de componente de error*, el cual es una extensión simple del modelo lineal general. Los métodos de estimación no difieren significativamente de los habituales (mínimos cuadrados y sus generalizaciones), como tampoco cambia la interpretación de los coeficientes básicos del modelo.

Las principales VENTAJAS que presenta la modelización mediante datos de panel son:

- Con N individuos y T períodos podríamos estimar N modelos de series de tiempo y T modelos de corte transversal.
- Las ventajas de disponer de un panel tiene que ver con la posibilidad de *agregar* (pool) esta información de alguna manera.
- Mayor información sobre un mismo parámetro. Mayor eficiencia.
- Control de "heterogeneidades no-observables":
- Explorar efectos dinámicos.
- Permite eliminar sesgos por agregación.

Por su parte, las LIMITACIONES que presentan estos modelos son:

- No siempre es posible agregar información temporal y de corte transversal (pueden ser más observaciones pero de poblaciones heterogéneas).
- Los paneles son costosos de implementar y administrar.
- Problemas de selectividad: auto-selección, no respuesta, "attrition".
- Dimensión temporal corta.

2. EL MODELO DE COMPONENTE DE ERRORES

Para comenzar vamos a realizar la especificación más sencilla, cuando $\mu_i=0$ y:

$$E(\epsilon_{it} | x_{it}) = 0$$

$$E(\epsilon_{it}\epsilon_{hs}) = \begin{cases} \sigma^2 & \text{si } i = h \text{ y } t = s \\ 0 & \text{si } i \neq h \text{ o } t \neq s \end{cases}$$

Bajo esta especificación, el término de error ϵ_{it} satisface todos los supuestos del modelo lineal general bajo los cuales, según el teorema de Gauss- Markov, el estimador de *mínimos cuadrados ordinarios* (MCO) es el **mejor estimador lineal (MELI) e insesgado**.

El modelo estimado es presentado en el siguiente cuadro:

Cuadro N°3: Estimación MCO

Dependent Variable: DPBIR?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 12/11/12 Time: 11:16
 Sample: 1980 2012
 Included observations: 33
 Cross-sections included: 11
 Total pool (balanced) observations: 363

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.417134	0.832390	4.105206	0.0001
DINV?	0.155825	0.012599	12.36785	0.0000
DES?	-0.161858	0.054457	-2.972207	0.0032
INF?	-0.001048	0.000234	-4.482540	0.0000
CC?	0.002489	0.000925	2.690370	0.0075
AHORRO?	0.066998	0.031574	2.121959	0.0345
CONTROLES?	-0.840669	0.408792	-2.056472	0.0405

R-squared	0.386037	Mean dependent var	3.045758
Adjusted R-squared	0.375689	S.D. dependent var	4.488233
S.E. of regression	3.546303	Akaike info criterion	5.388784
Sum squared resid	4477.151	Schwarz criterion	5.463883
Log likelihood	-971.0643	Hannan-Quinn criter.	5.418635
F-statistic	37.30655	Durbin-Watson stat	1.625772
Prob(F-statistic)	0.000000		

El estimador MCO de β es:

$$\hat{\beta}_{MCO} = (X'X)^{-1}X'Y$$

En donde X es una matriz 11.33×6 con las observaciones de todas las variables explicativas para todos los individuos; Y se define en forma similar.

Dada la información que nos provee la estimación anterior podemos concluir no solo que los signos de los coeficientes son los esperados, sino que todas las variables son estadísticamente significativas. El crecimiento de la inversión, el saldo favorable de la cuenta corriente y el ahorro agregado (todas medidas como porcentaje del PBI real) fomentan positivamente el crecimiento económico. En sentido contrario la inflación, el desempleo y los controles cambiarios atentan contra el crecimiento de largo plazo de las economías latinoamericanas.

El segundo tipo de especificación se conoce como *estimación de efectos fijo*, y consiste en suponer que μ_i es una constante diferente para cada individuo de modo que el modelo lineal es el mismo para todos, excepto por el intercepto. En este caso los parámetros de interés (el vector β) pueden ser **consistentes y eficientemente** estimados agregando 10 variables *dummies*⁷, una por cada individuo menos una.

Este modelo es de gran interés ya que se resuelve el problema de “heterogeneidad no observable”⁸ mediante la agregación de estas variables adicionales que capturan el efecto sobre el intercepto en cada individuo.

La estimación resulta ser:

Cuadro N°4: Estimación de efectos fijos.

Dependent Variable: DPBIR?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 03/02/13 Time: 11:12
 Sample: 1980 2012
 Included observations: 33
 Cross-sections included: 11
 Total pool (balanced) observations: 363

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.118419	1.177587	3.497336	0.0005
DINV?	0.129917	0.013423	9.678686	0.0000
DES?	-0.229426	0.076808	-2.986991	0.0030
INF?	-0.001039	0.000239	-4.351377	0.0000
CC?	0.002311	0.000876	2.637735	0.0088
AHORRO?	0.043567	0.043576	0.999774	0.3182
CONTROLE?	0.246939	0.534624	0.461893	0.6445

Véase el ANEXO-A para obtener información más detallada sobre la estimación. Una tercera alternativa consiste en tratar a μ_i como una variable aleatoria no observable que varía solamente a través de los individuos pero no del tiempo:

$$y_{it} = x_{it}\beta + u_{it}$$

$$u_{it} = \mu_i + \epsilon_{it}$$

⁷ También conocidas como *variables dicotómicas*. En caso de incluir 11 variables de este tipo tendría como consecuencia una multicolinealidad perfecta con la primera variable de la matriz X.

⁸ Las diferencias existentes entre los individuos, que son de tipo cualitativa y carácter estructural, y que se encuentran relacionadas con las variables explicativas del modelo.

en donde μ_i es una *variable aleatoria* para cada individuo y forma parte del término de error, que ahora tiene dos componentes uno específico del individuo y otro de la observación.

A su vez:

- $E(\mu_i|X_{it}) = 0, E(e_{it}|X_{it}) = 0$ Esperanza cero
- $V(\mu_i) = \sigma_\mu^2, V(e_{it}) = \sigma_e^2$ Homocedasticidad
- $E(\mu_i\mu_j) = 0, i \neq j$ No autocorrelacion en μ
- $E(e_{it}e_{js}) = 0, i \neq s, o, t$ No autocorrelacion en $e_{it} \neq s$
- $E(\mu_i e_{it}) = 0$ No correlacion entre μ y e

Con esta información podemos construir la matriz de varianzas del vector que contiene a los términos de error, cuyo elemento i, j será:

$$E(u_{it}u_{jt}) = \begin{cases} 1. & \text{si } i \neq j \\ \sigma_\mu^2 & \text{si } i=j; t \neq j \\ \sigma_\mu^2 + \sigma_e^2 & \text{si } i=j \text{ y } t=j \end{cases}$$

En definitiva, bajo la especificación de *efectos aleatorios*, la matriz de covarianzas no es diagonal: existe una correlación entre los shocks para un mismo individuo originado por la presencia del efecto aleatorio específico para cada individuo. El estimador MCO sigue siendo **insesgado** pero **no eficiente**. De acuerdo a la teoría clásica, el estimador de mínimos cuadrados generalizados (MCG) producirá un estimador de varianza mínima dentro de los estimadores lineales **insesgados**. La estimación realizada mediante el software E-views es aclarada en el cuadro N°5.

Tanto en la estimación por efectos fijos como aleatorios, si bien la mayoría de las variables explicativas son estadísticamente significativas y presentan el signo correcto, en los controles cambiarios y el ahorro doméstico no. Pero antes de llegar a algún tipo de conclusión precipitada, vamos a realizar los test de especificación respectivos que nos permiten saber si realmente existen o no dichos efectos.

Cuadro N°5: Estimación por efector aleatorios.

Dependent Variable: DPBIR?
Method: Pooled EGLS (Two-way random effects)
Date: 03/02/13 Time: 11:14
Sample: 1980 2012
Included observations: 33
Cross-sections included: 11
Total pool (balanced) observations: 363
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.550666	0.973996	3.645461	0.0003
DINV?	0.144909	0.012606	11.49498	0.0000
DES?	-0.187404	0.061385	-3.052921	0.0024
INF?	-0.001076	0.000229	-4.688799	0.0000
CC?	0.002437	0.000879	2.771377	0.0059
AHORRO?	0.066091	0.035257	1.874552	0.0617
CONTROLES?	-0.475353	0.447318	-1.062672	0.2887

En el ANEXO-A puede encontrarse la tabla donde el detalle de estimación es más preciso.

3. TEST DE ESPECIFICACIÓN

3.1 Test de Efectos Fijos

La hipótesis nula, $H_0: \mu_1 = \dots = \mu_{N-1} = 0$ puede evaluarse a través de un test de significatividad conjunta de las variables binarias correspondientes. Bajo el supuesto de normalidad de los residuos el estadístico:

$$F = \frac{(SRC_R - SRC_N) / (N + T - 2)}{\frac{SRC_N}{(N-1)(T-1) - K}}$$

Tiene una distribución F (N+T-2, (N-1). (T-1)-K).

Para el caso práctico de cálculo que estamos llevando a cabo, dado que N=11, T=33 y K=6, el valor observado de F(40,314)=1,39 ,y por lo tanto, **aceptamos** la hipótesis nula de que **no hay** efectos fijos para un nivel de significancia del 5%.

3.2 Test LM de efectos aleatorios

Ahora el objetivo es evaluar la Hipótesis Nula, $H_0: \sigma^2_{\mu} = 0$ a través del Multiplicador de Lagrange que proponen Breush y Pagan basado en los residuos del estimador MCO.

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{e'(J_N x I_T)e}{e'e} - 1 \right]^2$$

Tiene una distribución Chi-cuadrado con 1 grado de libertad bajo la hipótesis nula; donde J_N es una matriz 1x11 con todos sus elementos iguales a 1, I_T es la matriz identidad con dimensión T , y e es el vector de residuos del método MCO.

Con estos datos, $LM=0,01905$ por lo que **aceptamos** la hipótesis nula de que **no existen** efectos aleatorios para un nivel de significancia de 5%.

4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Dado los resultados de los respectivos test podemos concluir que no existen efectos fijos ni aleatorios. Si nos remitimos al cuadro N°2 donde existe una clasificación de variables, esto puede llegar a tener sentido. Datos de panel es una herramienta econométrica mediante la cual su mayor logro es detectar la heterogeneidad no observable entre los distintos agentes que son objeto de estudio. Para este caso particular en el que trabajamos con varios países, todas las variables son relativas a serie de tiempo excepto CONTROLES, la cual es dicotómica. A raíz de esto podría relucir ciertas características que son relativas a diferencias entre los agentes y no exclusivas del tiempo, pero dado que en América Latina las crisis en los distintos países se dan de forma simultánea por el gran nivel de contagio y vulnerabilidad de los mismos, los controles cambiarios que se han aplicado también han coincidido en el tiempo. Consecuentemente, por el cumplimiento de los supuestos, la precisión de especificación y coincidencia de los signos de los coeficientes con lo realmente esperado, la estimación por MCO es la más indicada. **En correspondencia a esto, corroboramos la hipótesis de que los controles cambiarios tienen un efecto sobre el crecimiento económico y la economía real que es negativo.**

CAPÍTULO III

LOS CONTROLES CAMBIARIOS EN LA ARGENTINA

1. RESEÑA HISTÓRICA

En el presente capítulo desarrollaremos las distintas etapas en las cuales se aplicaron controles cambiarios en la Argentina. Dada la situación económica actual del país, en la que el público se encuentra confundido en relación a una medida que parece ser innovadora, resulta irónico descubrir que entre los años 1931-1981 únicamente el 28% del período estuvo libre de brecha cambiaria.

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 hemos decidido dividir el período en cuatro etapas para coordinar con el trabajo realizado por FIEL (1981) 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 inexperience 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”; Jose 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.

El fin del estudio de la historia argentina en este trabajo apunta a reconocer si la evidencia empírica coincide con la teórica a la hora de encontrar fundamentos para aplicar controles cambiarios. A su vez, poder determinar si la aplicación de los mismos genera efectos distorsivos en la economía, y por último tratar de concluir por qué se mantienen los mismos. Con toda esta información, el objetivo principal es relacionar todo tipo de conclusiones con la etapa actual de controles cambiarios existentes en la Argentina desde Octubre de 2011.

Las etapas seleccionadas para desarrollar son: 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 republica 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 la actual.

2. ETAPA 1931-1945

Luego del tranquilo mandato de M. T. de Alvear, en el cual reinaba la calma social y la bonanza económica, la segunda presidencia de H. Irigoyen (1928-1930) estuvo marcada por el favor popular pero también por una intensa oposición por parte de los partidos de izquierda, encabezados por el socialismo, por la “oligarquía conservadora” (estancieros y terratenientes ubicados en la pampa húmeda vinculados a partidos políticos de derecha y estrechos vínculos con Inglaterra) y por lo

nacionalistas de derecha que eran representados por fracciones militares simpatizantes con las experiencias antidemocráticas europeas como las de Musolini (Italia) y Primo de la Rivera (España), tal como describe Trapé A. (2005).

Frente a esta intensa oposición y a los primeros coletazos de la Gran Depresión⁹, el gobierno se mostró llamativamente inactivo y en setiembre de 1930 el primer Golpe de Estado encabezado por José Feliz Uriburu y Agustín P. Justo desplazó al presidente radical.

Uriburu, nacionalista y simpatizante del fascismo se mantuvo en el poder de 1930 a 1932. En este último año A.P. Justo fue electo presidente bajo unas elecciones fraudulentas donde el partido radical estuvo proscrito. Su gestión, signada por la simpatía hacia los intereses británicos, duró hasta 1938 y atravesó momentos económicamente muy dificultosos.

A nivel mundial, hacia 1930 y como consecuencia de la Gran Depresión y frente a una amenaza recesiva, los países optaron por una postura a la defensiva en busca de preservar sus equilibrios internos relacionados con el empleo y la producción. Se abandonó el sistema de “patrón oro” y los principios clásicos de librecambio y división internacional del trabajo, mientras la mayoría de los países dejaban que sus monedas se devaluaran libremente en el mercado internacional. Generalizando la idea, el resultado fue *menos comercio en general*, cayéndose en un círculo vicioso de batallas arancelarias, acciones y reacciones de protección, en la cual los intercambios llegaron casi a ser fruto exclusivo de los escasos acuerdos bilaterales.

2.1 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

⁹ Hacia 1929 la especulación dentro del entorno bursátil de EE. UU había alcanzado su punto máximo y prácticamente no distinguía papeles en el mercado financiero. Si bien las advertencias sondeaban por los mercados, estas fueron ignoradas y el fatídico 24 de octubre se inició una caída que se extendió por todo el mercado bursátil. Los problemas del sector financiero se reflejaron de inmediato en el sector real, como los respectivos desde EEUU al resto del mundo. Cuatro indicadores agregados bastan para tener una idea de la magnitud de lo sucedido en EEUU entre 1928 y 1930: Caída de un 80% en el precio de las acciones; caída del PBI en 30%; el desempleo aumentó desde un 5% a un 23%; y el índice de precios cayó un 25%.

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 (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, recrudeciendo 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 peso¹⁰. 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:

¹⁰ En ese entonces el tipo de cambio se fijaba en libras.

Cuadro N°6: Resumen económico entre 1929-1933

Años	Términos de Intercambio.	Variación de reservas internacionales.	Cuenta Corriente	Déficit fiscal	PBI	Inflación
	1938-40=100	<i>US\$ millones corrientes</i>	<i>US\$ millones corrientes</i>	%PBI	variación anual	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: IERAL (1986)

En medio de la atmosfera descrita, 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 por 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 importaciones¹¹.

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.

2.2 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.

¹¹ Las mismas se pagaban por adelantado y en pesos, calculando su valor en función del tipo de cambio oficial. Posteriormente la Comisión Nacional de Cambios cancelaba las obligaciones a los acreedores internacionales con dólares provenientes de las exportaciones.

Con estas fundamentales modificaciones, el control de cambios adquirió la fisionomía básica que lo caracterizara para siempre: un sistema de tipo de cambio dual. 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 aforo¹² 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

¹² Cantidad descontada por anticipado en operaciones financieras que es destinada a un fondo en calidad de garantía.

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 extranjera¹³, 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.

¹³ Para ello, el Gobierno de Justo emitió un empréstito especial en dólares, libras y francos franceses, que devengan una tasa del 4% anual, cotizaba en la bolsa de Londres y no contemplaba cláusula de rescate.

¹⁴ A pesar de esto, hacia 1938 comenzó a manifestarse un nuevo problema que luego se transformaría en central para la economía: la recuperación de las importaciones comenzaba a ser más sensible al aumento del producto, y con esto se daba origen a un “cuello de botella” que ahoga el crecimiento de las exportaciones.

¹⁵ Este nuevo hecho tuvo una gran consecuencia social para el país, dado que la migración del campo a la ciudad y la respectiva urbanización aumentaron explosivamente. La mayor concentración de trabajadores en el sector industrial influyó sobre la creación y fortalecimientos de sindicatos, entes que tendrán gran importancia en la historia Argentina.

Cuadro N°7: 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 (1981).

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

3.1 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 Kriger Vasena 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, Kriger Vasena 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 fijo a \$9,98 por dólar; finalmente un *tipo de cambio paralelo* que no era reconocido legalmente y flotaba libremente.

¹⁶ Mediante la ley 18.188 se reemplazó por primera vez al peso moneda nacional con una relación de 100 a 1.

¹⁷ Fuente:IERAL, Fundación Mediterránea, Revista Estudios, Nro.39.

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 permitió 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°8: Resumen coyuntural entre 1971 y 1975.

Año	Términos de intercambio	Cuenta corriente USS millones corrientes	Variación reservas internacionales USS 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 de datos: FIEL, sobre la base de obras citadas.

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

¹⁸ Estas presiones provenían de diversos flancos: montoneros, el ejército revolucionario del pueblo (ERP) y las fuerzas armadas revolucionarias (FAR), por otro lado los sindicatos liderados por Rucci y Vandor y finalmente por los grupos empresarios nacionalistas, encabezados por Jose Gelbard de la CGE.

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 licuada. Sumergido en medio de un caos social, Rodrigo renuncia y la figura de Lopez 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

¹⁹ El tipo de cambio comercial pasó de \$5 a \$10, y el financiero de \$9,98 a \$15,10, mientras se conservaba la organización apuntada del mercado de cambios. Dado que los términos de intercambio continuaban cayendo, el mal desempeño de la campaña agrícola y la emisión que ya cubría un 50% de los gastos de la Tesorería Nacional, en Junio tuvo lugar otra maxidevaluación: el dólar comercial pasó a cotizar \$23,33 y el financiero \$27,59. La brecha quedó en 100%. En Julio de 1975 se dio comienzo a una política de devaluaciones frecuentes y abiertas de la moneda a razón de 7% mensual, y en agosto se creó un mercado financiero especial con un dólar que cotizaba entre el financiero y el paralelo. En este nuevo mercado circularon nuevos capitales e intereses y parte de las exportaciones no tradicionales.

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. Si bien las culpas propias mencionadas fueron claramente las causantes de estos magros resultados, en relación al contexto internacional poco favorables podríamos ser un poco menos exigentes a la hora de juzgarlos (Trapé A., 2010).

4. ETAPA ACTUAL: 2010-2013

En el siguiente capítulo desarrollaremos la última fase que es objeto de estudio de este trabajo, y que nos servirá para determinar las principales conclusiones respecto a la aplicación de controles cambiarios en la Argentina y sus respectivas consecuencias.

Si bien el análisis estadístico lo llevaremos a cabo utilizando datos mensuales y trimestrales relativos al período 2007-2013, el foco de estudio se centraliza entre octubre de 2011 (momento en el cual se formalizan los controles cambiarios) y enero de 2013.

Si bien el objetivo de capítulo será concluir el trabajo en función de las hipótesis planteadas y explicadas en la introducción, a su vez buscamos explicar por qué surgieron los controles cambiarios, cuáles fueron sus consecuencias, qué rol cumple el gobierno y cuál podría ser el escenario futuro.

4.1 Desarrollo

Para poder conocer las causas y consecuencias de los controles cambiarios, es necesario repasar un poco las medidas que se han ido adoptando a lo largo de este período gobernado por la presidente Cristina Fernández de Kirchner. Para ello, presentamos a continuación la cronología de los hechos:

La primera medida en aparecer fue en octubre de 2011 a través de la Resolución General 3210 de AFIP, la que estableció el control del Banco Central de la República Argentina sobre las solicitudes de compra de moneda extranjera, a través del Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. De esta forma, en caso de que el comprador tuviera alguna irregularidad registrada por el ente recaudador, era inhabilitado por el sistema para realizar compras de divisas. Si estaba todo en orden, se le informaba en la misma casa de cambios si podía adquirir o no la totalidad de dinero que quisiera comprar. Esta situación generó incomodidad en la gente y provocó la aparición del mercado informal de cambios.

En un intento de controlar el valor del dólar, el Estado flexibilizó los encajes bancarios en dólares y aumentó la oferta de la moneda norteamericana a través de la banca oficial. Sin embargo, no tardó mucho en aparecer la siguiente medida.

En diciembre 2011, el comunicado A 5261 del BCRA, determinó que aquellas personas interesadas en comprar algún billete extranjero en concepto de “viajes y turismo” debían especificarlo en la solicitud de compra ante la AFIP. La nueva norma llegó justo antes del período vacacional y generó incertidumbre en los viajeros. No obstante, la situación estaba aun bastante descomprimida en comparación a lo que se vendría.

El 2012 empezó tranquilo. Sin embargo, la tranquilidad no se extendió y en marzo se puso en vigencia una medida que afectaría a las empresas con operaciones comerciales en el exterior. Fue comunicada por el Banco Central y determinó que todos los retiros de divisas extranjeras con tarjetas de débito locales a través de cajeros automáticos ubicados fuera del país, deberían realizarse con cuentas en la moneda extranjera correspondiente.

Más allá de la restricción para las operaciones con monedas extranjeras en el exterior, la AFIP decidió flexibilizar las restricciones, aumentando los valores permitidos para cambiar por persona, siempre con el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. Esta decisión generó una especie de “corrida” por la compra de dólares. Como consecuencia directa, se fugaron del país US\$ 2.100 millones en un mes. La respuesta del Gobierno Nacional fue un nuevo endurecimiento de los controles sobre el mercado de cambios. A mediados de mayo, AFIP redujo a 25% de los ingresos mensuales la compra de dólares para atesoramiento e instauró un sistema para controlar con mayor detalle los gastos con motivo de viajes al exterior.

Julio de 2012 fue el mes más crítico para el mercado de cambios. El Banco Central prohibió formalmente la compra de dólares para atesoramiento. Desde entonces solo se permitía operar en el

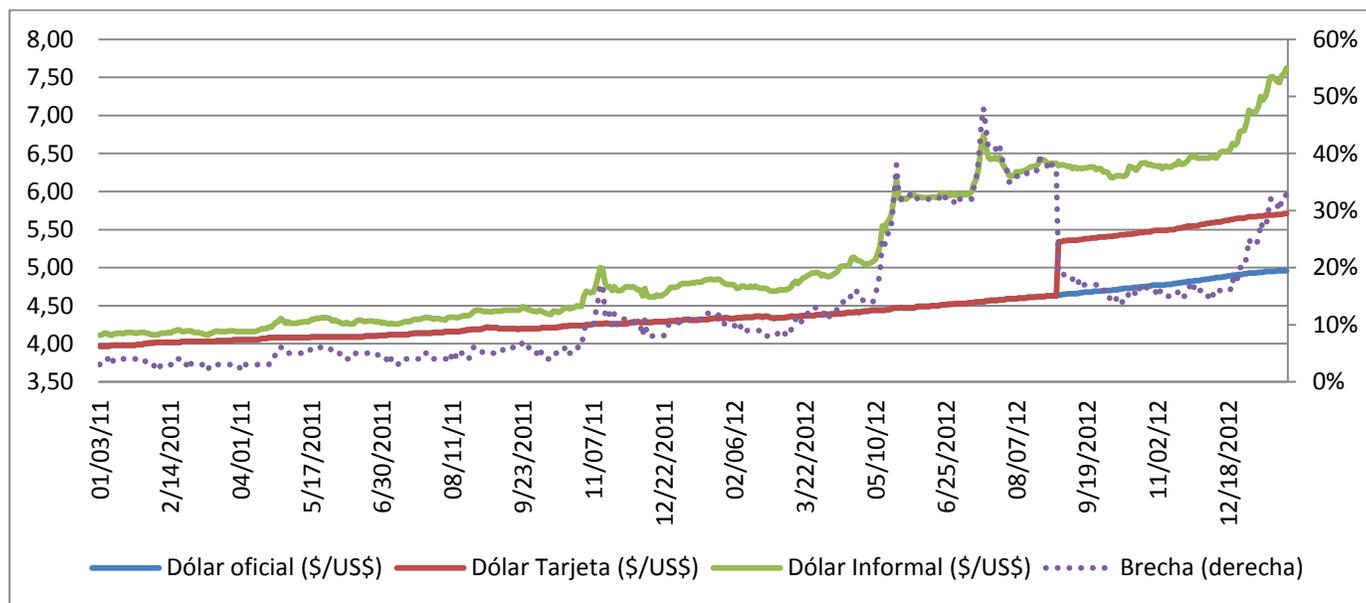
mercado oficial con motivo de “viajes y turismo”, aunque los montos autorizados eran siempre muy bajos. Además, la misma resolución, obligó a las casas de cambios a dejar de recibir dinero en efectivo, debiendo realizarse una transacción bancaria con previa autorización de AFIP. Sin estar aun conforme con la casi “anulación” del mercado oficial de cambios, el Gobierno Nacional lanzó la Resolución General de AFIP 3.356, a través de la cual estableció que las personas que viajen al exterior solamente pueden comprar la moneda del país de destino. En caso de no realizarse el viaje para el cual fue habilitada la compra, la divisa comprada debe devolverse.

Luego, en la primera semana de septiembre, AFIP estableció 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. Para tener un control exhaustivo de las compras que se hagan por esos medios y en efectivo, AFIP cruza información entre las declaraciones juradas en aduana y resúmenes de tarjetas. Finalmente, a partir del 31 de octubre de 2012 ya no se podría comprar ni vender inmuebles en dólares. Hasta entonces, aun estaban permitidas las ventas de dólares para la cancelación de hipotecas adquiridas hasta octubre de 2011.

Hasta el momento podemos comprender que si bien no fue creado un organismo tal como ocurrió en 1931 con la Comisión Nacional de Cambio, en este período se dio origen a un programa mediante el cual la AFIP en coordinación con el BCRA buscaban controlarlo todo. Ilógicamente, tanto en la fase 1931-1933 como en la actual, la mentalidad fue la misma. La diferencia radica en que en aquella se comprendió que no se podía lograrlo en un mercado influenciado por la conducta optimizadora de la gente, y en la fase actual se fortalecieron los controles ciegamente mes a mes.

Tal como fue aclarado, el primer efecto observable de los controles cambiarios fue un mercado negro de divisas. El mismo es presentado a continuación en el gráfico N°1, donde podemos observar las distintas cotizaciones y la respectiva brecha cambiaria.

Gráfico N°1: Evolución diaria del tipo de cambio oficial, tarjeta, blue y brecha cambiaria.



Fuente: Elaboración propia con datos provenientes del Diario La Nación.

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 interés²⁰, 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 emergentes²¹; 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 emergentes²². Todo esto generó gran influencia sobre la dolarización de portafolios por parte del sector privado²³, 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

²⁰ En el Anexo- B presentamos los gráficos mediante un estudio sobre la evolución de las mismas y los depósitos en dólares.

²¹ Ver gráfico correspondiente en Anexo- B.

²² Informe coyuntural semanal de IERAL, En foco, Edición N°696, Mayo de 2012.

²³ Informe coyuntural de IERAL, Editorial, Edición N°702, Noviembre de 2011, pág.4-5.

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 ó 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 caída²⁴ en la brecha cambiaria como consecuencia de la resolución que establece un recargo del 15% a las compras con tarjeta de crédito ó 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 y grandes expectativas devaluatorias para el periodo 2013-14²⁵, por lo que las presiones sobre la demanda de dólares seguirán existiendo.

Para analizar el por qué de la aplicación de un control cambiario tan represivo y repentino en relación a los otros dos estudiados, simplemente alcanza con estudiar el comportamiento de las reservas internacionales para el período en cuestión.

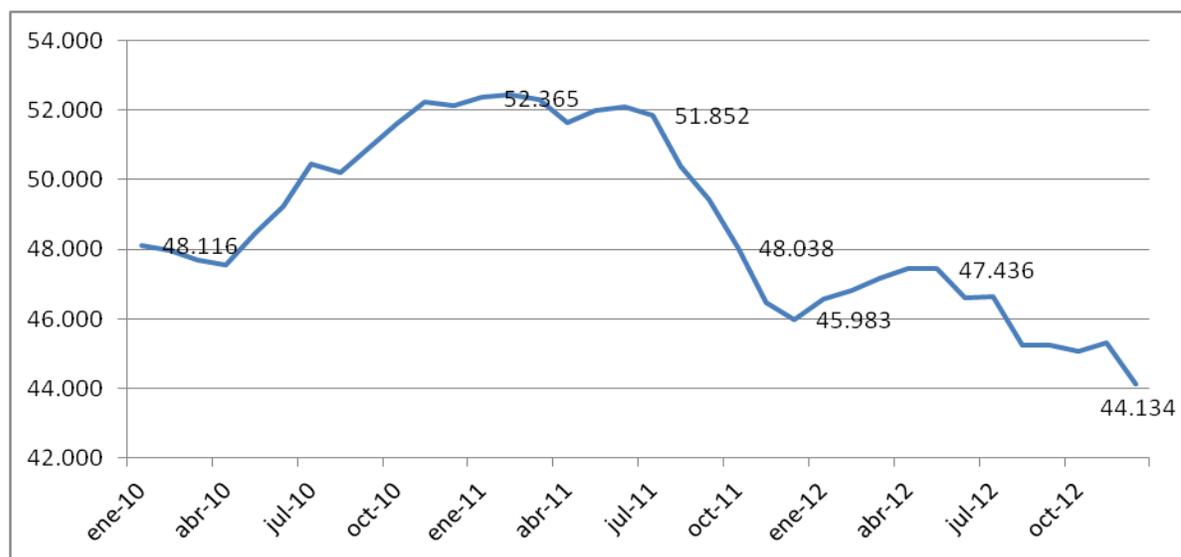
La trayectoria de las reservas hasta comienzos de 2011 fue creciente. El BCRA era comprador neto de divisas ante una creciente entrada de capitales provenientes principalmente de la soja, y una demanda de dólares totalmente deprimida. Consecuentemente, hacia abril de 2011 las reservas alcanzaban un valor promedio récord de 52.000 millones de dólares aproximadamente²⁶. 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.

²⁴ Puede analizarse en el apéndice estadístico que la brecha blue-oficial continuó con su sendero creciente.

²⁵ Véase en el Anexo-B el cuadro que resume las distintas proyecciones del tipo de cambio oficial para 2013 y 2014 por parte de las principales consultoras y bancos.

²⁶ Si bien en marzo de 2010 el stock de reservas del BCRA tenía el mismo valor que el respectivo al momento de aplicación de los controles, el ingreso de divisas era tan significativo que mediante el decreto 298/2010 Mercedes Marcó del Pont permitía el uso de las mismas para hacer frente a la cancelación de deuda pública.

Grafico N°2: Evolución mensual de las Reservas internacionales expresadas en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA

“La realidad indica que tuvieron que establecer un control cambiario porque la soja, más las importaciones de combustibles, fruto de las política energética, ya no generaban un saldo de balance comercial que permitiera financiar la fuga de capitales sin que estallara el tipo de cambio...” (Cachanowsky, R. 2013). 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%²⁷, 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 1,01% entre mayo y fines de 2012.

El solo hecho de analizar el gráfico N°2 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.

Una fuga de capitales que genere una pérdida del 13% en el valor 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.

²⁷ En el Anexo-B se puede reforzar el análisis mediante el gráfico donde observamos la variación mensual.

Dentro de los internos pueden ocurrir hechos políticos o económicos que fomenten la incertidumbre del sector privado (ambos corroborados en las etapas anteriores). Dentro de los externos encontramos un shock proveniente de aumentos en las tasas de interés internacional o riesgo país de los emergentes (Efecto tequila 1995, Efecto Vodka 1999) con sus respectivas devaluaciones.

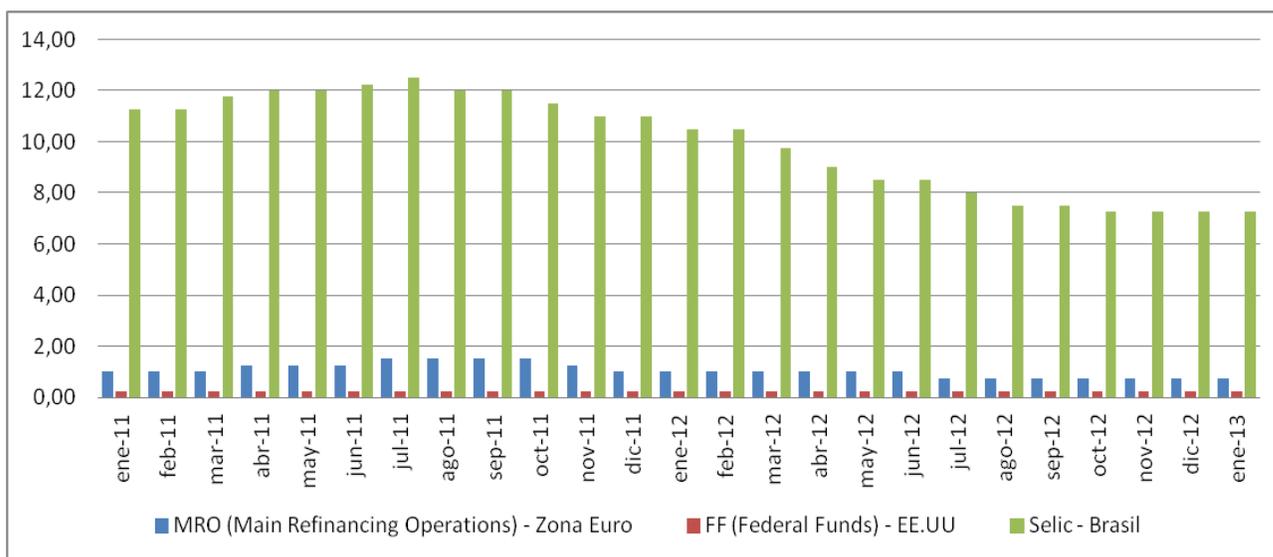
Para descartar los primeros vamos a realizar un estudio de las principales tasas interés a nivel internacional durante el período de aplicación de controles. Tal como puede observarse en el gráfico N°3, no solo FF (Federal Funds) - EE.UU, Repo – Inglaterra y Overnight Interest Rate – Japón se mantuvieron constantes, sino que MRO (Main Refinancing Operations) - Zona Euro y Selic – Brasil se recortaron un 20% y un 5% respectivamente de su valor. Por su lado puede analizarse en el apéndice que algo similar ocurrió con el rendimiento a 10 años de los bonos de tesorería de EEUU. Dado que un aumento (disminución) en la tasa de interés internacional generaría una gran salida (entrada) 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 internos²⁸.

Dentro de los problemas internos, claramente queda descartado algún tipo de inestabilidad política²⁹. De esta forma, investigando sobre los factores internos que puedan afectar la estabilidad económica es el inflacionario el que reluce de forma inmediata.

²⁸ En los países pequeños que no tienen influencia sobre la tasa de interés internacional, la demanda de dólares en una situación en que no existen distorsiones en el comercio internacional responde a la siguiente identidad: $i=i^*+e^e+p$ (la tasa de interés domestica tiene el mismo rendimiento que la suma de la tasa internacional, la tasa de devaluación esperada y una prima de riesgo). En caso de que cualquiera de las últimas tres aumente repentinamente y la tasa local no ajuste, con grandes posibilidades existirá una fuga de capitales.

²⁹ Si bien el 23 de Octubre de 2011 Cristina Fernandez de Kirchner reafirma su mandato presidencial por 4 años más obteniendo el 54% de los votos, existe un gran sector opositor distribuido entre varios partidos políticos. A pesar de ello, no se registran movimientos militares, conflictos bélicos o actos revolucionarios que puedan desestabilizar la coyuntura económica.

Gráfico N°3: 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.

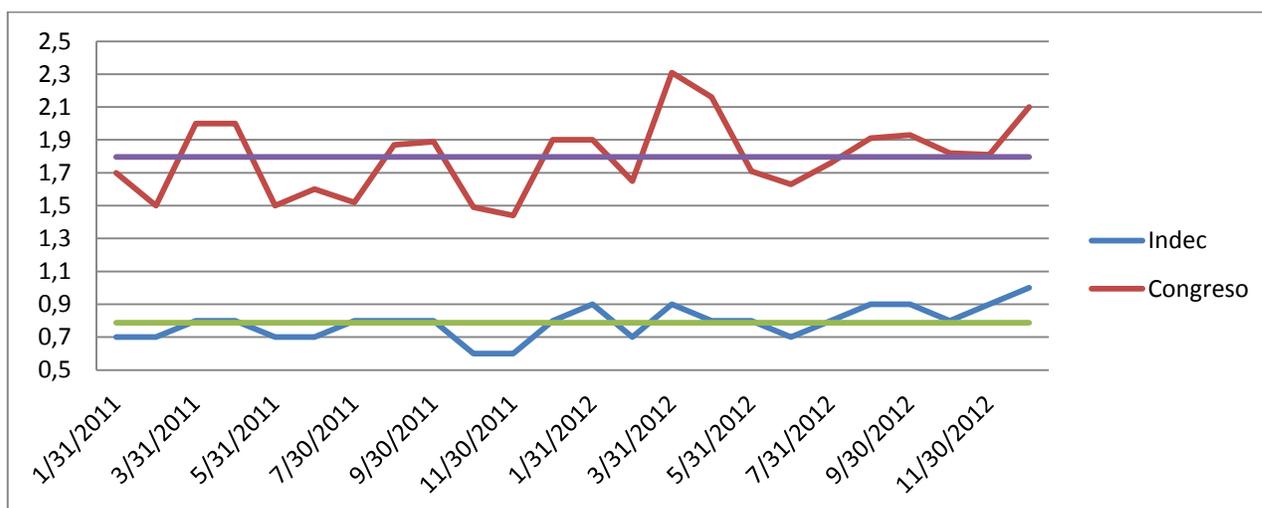
A continuación presentamos la tendencia evolutiva de la inflación mensual de Argentina. En la misma podemos observar dos estimaciones: una realizada por el INDEC mediante las metodologías tradicionales y otra denominada CONGRESO³⁰, las cuales no coinciden.

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 promedio³¹ para el periodo 2011-12, el anterior y 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.

³⁰ Esto se debe a que a partir del año 2008 las estadísticas del INDEC dejaron de ser confiables ya que no se ajustaban a la experiencia coyuntural. De esta forma, distintas consultoras privadas y entidades descentralizadas (Universidades, grupos de investigación, etc) comenzaron a realizar sus estimaciones propias. Entre ellas surge la inflación Congreso, estimada por consultoría privada y respaldada por los diputados Ricardo Gil Lavedra (jefe del bloque de la UCR), Patricia Bullrich (Unión por Todos), Juan Pedro Tunessi (UCR), Paula Bertol (Pro), Carlos Brown (Frente Peronista) y Pablo Tonelli (Pro).

³¹ IGA significa INDICE GENERAL DE ACTIVIDAD y es calculado por OJ Ferreres & asociados.

Gráfico N°4: Inflación mensual de la Argentina



Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC y consultoras privadas.

Cuadro N° 9: Inflación y actividad promedio mensual.

%	INDEC	CONGRESO	IGA
MEDIA 2011-12	0,79	1,80	0,10
Antes control	0,73	1,70	0,54
Post control	0,84	1,89	-0,07

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, y tal como fue explicado en el marco teórico, 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.

Tanto las modificaciones en la estimación del IPC por parte del INDEC como mantener estable el tipo de cambio nominal, apuntaron al mayor objetivo de estabilizar las expectativas inflacionarias ya que este problema comenzaba a relucir en mayor proporción. Desafortunadamente, ningún instrumento fue eficaz y lo podemos comprobar mediante un relevamiento realizado por el Centro de Investigación Financiera de la Universidad Torcuato di Tella. Tanto para el año 2011 como el 2012 las expectativas inflacionarias estuvieron 7,5% y 9,8 % respectivamente por encima de la que realmente existió³². La

³² Para más información, véase el gráfico correspondiente a las expectativas inflacionarias expuesto en el Anexo-B. A su vez, presentamos una tabla comparativa de la inflación INDEC y CONGRESO.

consecuencia inmediata detrás de esta situación es un aumento de las expectativas de devaluación y por lo tanto un aumento de la demanda de dólares.

El valor del dólar ha sido una de las variables más relevantes en el ámbito económico de las últimas décadas tanto por el rol que juega en la economía (patrón de comercio, moneda de reserva de valor, etc) como por las variaciones que ha sufrido su poder adquisitivo. A pesar de que su valor nominal no ha variado significativamente en los 3 últimos años, su verdadero poder adquisitivo sí gracias la inflación.

El tipo de cambio relevante para medir la competitividad³³ de un país es el REAL³⁴, no el nominal. Según un estudio realizado por IERAL³⁵, a precios de junio de 2011 el tipo de cambio real se encontraba con una cotización de \$ 4,11 por dólar, \$2,3 por debajo del promedio histórico. De todas formas, esta información podría no ser relevante ya que el precio de equilibrio depende de: los términos de intercambio; la productividad relativa entre Argentina y EEUU; el nivel de gasto como porcentaje de PBI; la apertura comercial; y apertura financiera. Dado que las variaciones de estos “fundamentals” por lo general generan efectos ambiguos, no es fácil determinar cuál predomina. A su pesar, mediante un estudio econométrico se concluyó que para junio de 2011 el tipo de cambio real estaba un 11% por debajo del equilibrio.

Para poder determinar la evolución del tipo de cambio real hasta la actualidad, debemos tener en cuenta que la variación del mismo puede originarse en los TI, en el nivel del gasto público y en la magnitud de los flujos de capitales (fruto del grado de confianza que genere la política económica nacional, de la evolución de la tasa de interés internacional y del apetito inversor en los mercados emergentes), ya que los demás durante un corto período se mantienen constantes. Todos los efectos de estas modificaciones se ven resumidos en la variación del tipo de cambio nominal, inflación interna y externa.

Si tomamos como referencia la inflación estimada por el Congreso, la inflación de EEUU (ya que la cotización de nuestra moneda la medimos en función del dólar), y la variación del tipo de cambio oficial, podemos construir el grafico N° 5 y llegar a algún tipo de conclusión.

Empíricamente podemos observar que durante tres años consecutivos el tipo de cambio real ha caído mensualmente a tasa no homogénea, siendo el mayor problema la inflación doméstica.

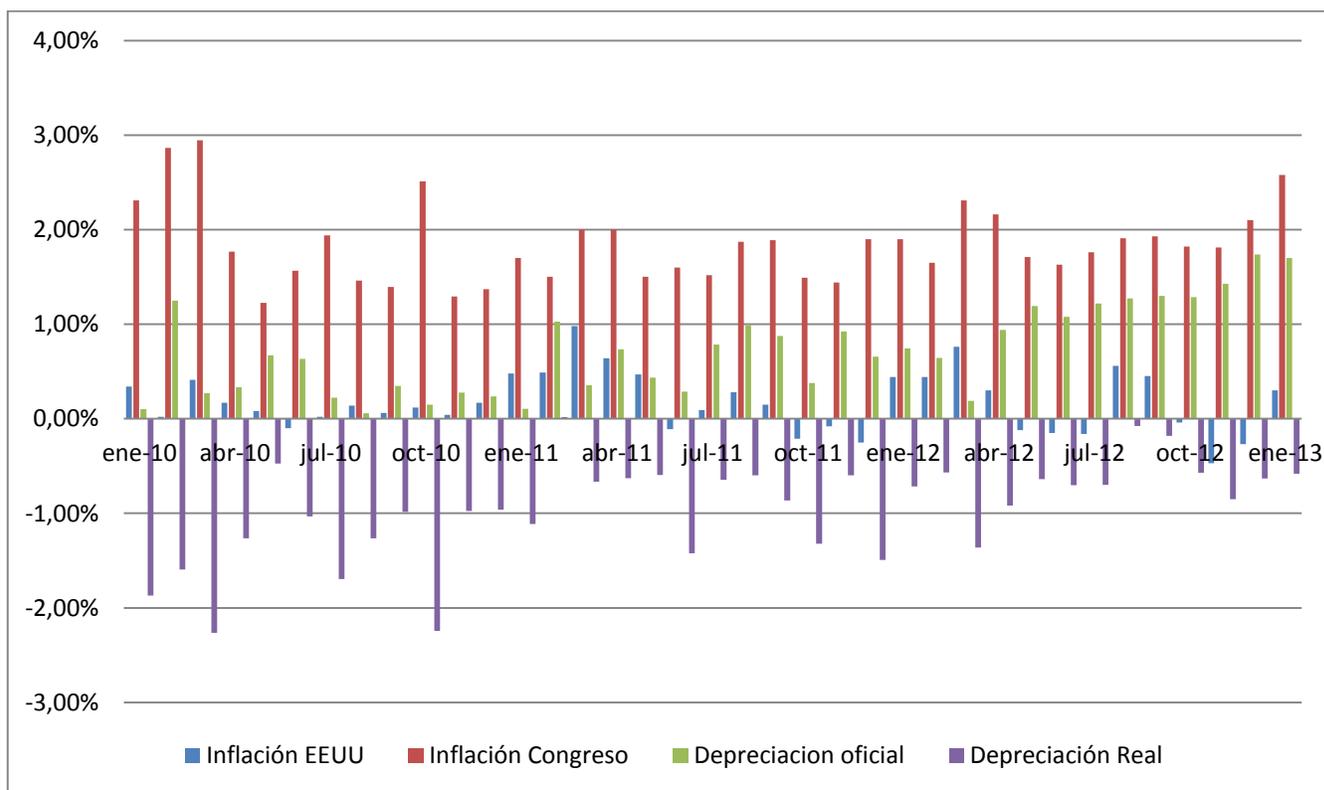
³³ Cabe aclarar que no es el único indicador de competitividad, pero si el más relevante. La competitividad se ve influida por varios factores tales como: seguridad jurídica, presión tributaria, ect.

³⁴ A este lo definimos como $e = E * \pi^+ / \pi$; esto es tipo de cambio nominal multiplicado por la inflación de EEUU y ajustado por el nivel de precios interno. De esta forma podemos interpretarlo como la cantidad de “cestas” de bienes y servicios domesticas que se pueden comprar con una extranjera.

³⁵ Informe coyuntural mensual de IERAL, Editorial, Informe N° 674, Junio de 2011.

Dado que las respectivas tasas de inflación no han variado significativamente, la observable reducción en la tasa de apreciación real de los últimos 6 meses se debe a un aumento constante del tipo de cambio nominal oficial. Tomando como dato³⁶ que el valor del tipo de cambio real era tan solo 34 % superior al existente en diciembre de 2001, momento en el cual prevalecía la convertibilidad, a partir de esta información y nuestra estimación de la apreciación real mensual podemos decir que en enero de 2013 el valor índice actual es 0,97³⁷. Esto implica una gran pérdida de competitividad para la Argentina.

Grafico N°5: Apreciación real mensual.



Fuente: Elaboración propias con datos de consultoras privadas, BCRA y FMI (WEO).

³⁶ Informe coyuntural mensual del IERAL, Editorial, Edición N° 610, junio de 2010.

³⁷ Cabe aclarar que este valor es una aproximación ya que no se tiene en cuenta el desdoblamiento cambiario.

Dada la segmentación existente resulta casi imposible calcular el valor exacto por la falta de información. De todas formas, la estimación del tipo de cambio real no está distante al valor índice 1.

Cuadro N°10: Variación promedio mensual de los precios internos, externos y del tipo de cambio.

%	Inflación EEUU	Inflación Congreso	Depreciación oficial	Depreciación Real
Media 2010-12	0,17	1,85	0,73	-0,95
Media 2011-12	0,20	1,83	0,89	-0,74
Antes control	0,22	1,81	0,48	-1,11
Post control	0,11	1,91	1,09	-0,71

Para concluir que el gran problema que afecta a nuestro país hoy en día es meramente inflacionario, solo resta analizar la variación de los términos de intercambio. Elaborados con un valor base de valor 100 correspondiente al año 1993, en el grafico N° 6 representamos la variación trimestral de estos para el período en cuestión.

Grafico N°6: Variación trimestral de los términos de intercambio.

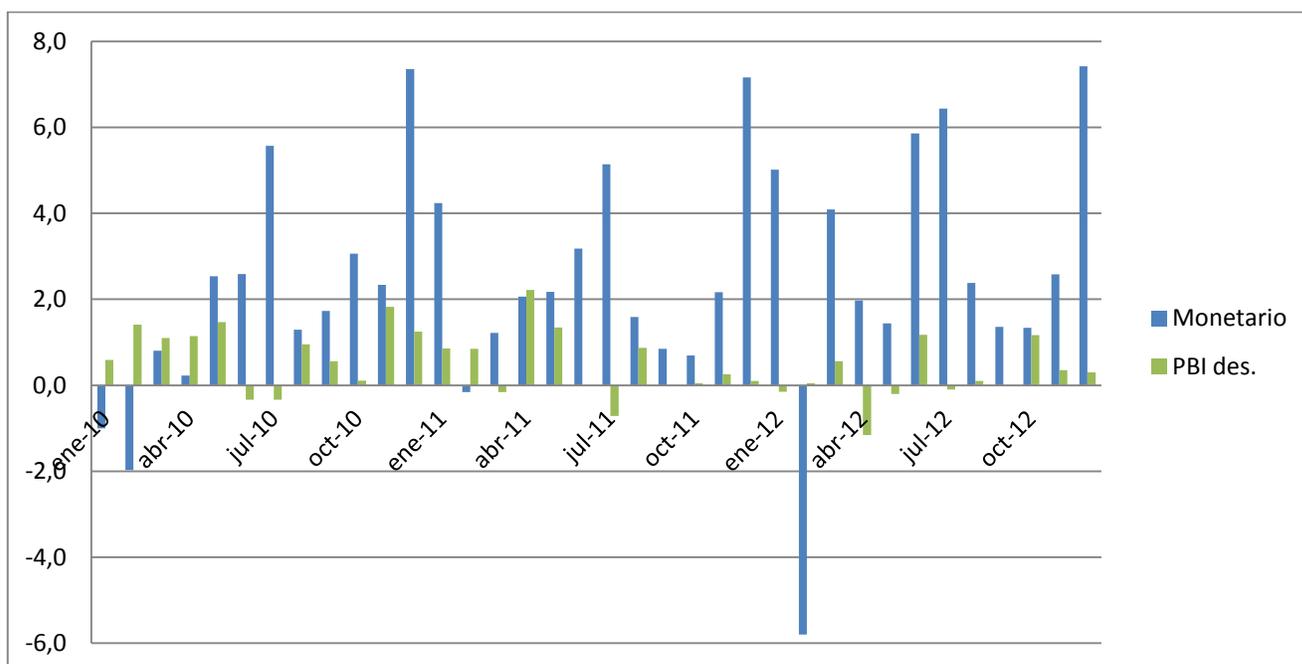


Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA

Si bien las variaciones presentan altas y bajas, a partir de julio de 2011 el efecto de este “fundamental” sobre el tipo de cambio real de equilibrio se anula. Así, **podemos concluir que la pérdida de competitividad se debe a la inflación.**

Para poder 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. Para poder llevarlo a cabo con mayor facilidad presentamos tanto el grafico N°7 como el cuadro N°11.

Grafico N°7: Variación mensual de la base monetaria comparada con el IGA.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA y OJ-Ferreres & Asociados.

En el mismo se puede interpretar la política económica llevada a cabo por el gobierno oficialista durante los últimos tres años. A lo largo del año 2010 el crecimiento monetario acompañaba económico, de esta forma la presión inflacionaria no era aun 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 económicas³⁸. No resulta sorprendente recordar que a partir de este momento el público comenzó a dolarizar su portafolio y el BCRA se convirtió en vendedor neto de divisas.

A esta situación coyuntural se sumaba el hecho de que las reservas internacionales comenzaban a caer y la capacidad instalada superaba con un máximo histórico de 80%³⁹ a la correspondiente de equilibrio. Así, la efectividad de la política monetaria⁴⁰ llevada a cabo por el BCRA se transformó en

³⁸ Esto se debe a que la demanda de dinero depende directamente del ingreso, e indirectamente de la tasa de interés, expectativas inflacionarias, devaluatorias y rendimiento de activos menos líquidos. Toda esta información se encuentra disponible en el Anexo-B.

³⁹ Véase en el Anexo-B el gráfico correspondiente al periodo 2011-12 realizado con datos provenientes del INDEC.

⁴⁰ La política monetaria discrecional fue siempre el fuerte del gobierno oficialista presidido inicialmente por Néstor Kirchner y posteriormente por Cristina Fernández. Un dato no menor que puede ampliarse en el Anexo B resulta ser que los billetes de \$100 en el año 2003 representaban un 30% de la cantidad total circulante. Esta participación fue en el año 2007 un 44%; 52% en 2011 y actualmente un 60%. A su vez, en el año 2007 los billetes de \$100 representaban el 75% del valor total de la base monetaria, en la actualidad el 90%. En adición a esto, el 28/03/2012 el Gobierno promulgó hoy la ley 26.739 de *reforma de la Carta Orgánica del Banco Central* (BCRA), lo que le otorgó un alto poder discrecional para hacer política monetaria.

emisión sin respaldo. 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.

Cuadro N°11: Variación promedio mensual de los agregados monetarios y la actividad económica.

%	BM	IGA	M2	M3
Media 2010-12	2,47	0,29	2,36	2,50
Media 2011-12	2,68	0,10	2,54	2,46
Antes del control	2,07	0,54	1,90	2,42
Después del control	3,10	-0,07	3,05	2,61

Con un crecimiento monetario que superó ampliamente al crecimiento económico durante el periodo 2010-12, 2011-12 y al anterior al posterior del control cambiario, lo esperable hubiera sido que la correspondiente inflación y sus distorsiones hagan replantear la política económica encabezada por Mercedes Marcó del Pont como presidente del BCRA. Observando las tasas promedios de crecimiento monetario posteriores a los controles cambiarios podemos concluir que esto no ocurrió, sino que se fortaleció. De esta forma, la principal causa de aplicación de controles cambiarios seguirá existiendo hasta tanto no se revierta la situación expuesta⁴¹.

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. A continuación presentamos la serie correspondiente a los ingresos, egresos y resultado corriente por parte del gobierno nacional.

Expresada en millones de pesos, la composición⁴² del ingreso corriente corresponde a los ingresos tributarios en un 60% y las contribuciones al sistema de seguridad social en un 30%. Por su lado, el 70% de los egresos corrientes se componen por transferencias y prestaciones de la seguridad social, en partes iguales.

Una coincidencia entre ambos resulta ser que a partir de 2009, momento en el cual la ANSES fue nacionalizada, la participación de la seguridad social en los ingresos y egresos ha evolucionado de forma creciente.

Mediante el análisis gráfico del resultado primario todo indicaría que el problema fiscal no estaría siendo resuelto con emisión monetaria del BCRA ya que únicamente encontramos tres meses en

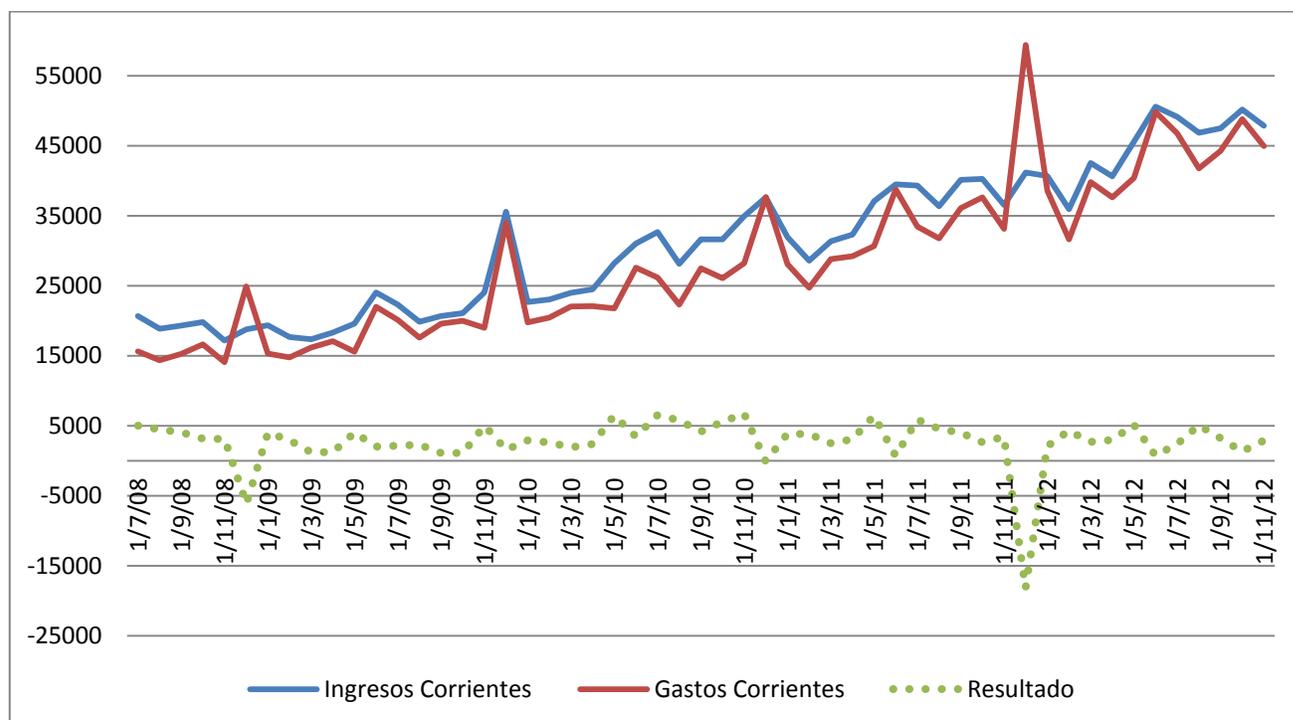
⁴¹ La lógica de razonamiento es la siguiente. La mayor cantidad de dinero en poder del público si no puede convertirse en dólares, tampoco en bienes importados, y no conviene depositarla en un banco, consecuentemente se traduce en precios dada la mayor demanda de bienes y servicios en el sector no transable.

⁴² Para mayor información véase en el Anexo-B donde presentamos tanto la evolución de las participaciones como los detalles sobre resultados corrientes, no figurativos y figurativos.

los cuales el saldo presentó números en rojo, siendo el más significativo 18.212 millones de pesos corrientes en el respectivo previo a las elecciones presidenciales de octubre de 2011.

Si al resultado fiscal corriente le agregamos los ingresos netos de capital⁴³ y las contribuciones figurativas⁴⁴ las conclusiones anteriormente obtenidas cambian.

Gráfico N°7: Resultado fiscal corriente en millones de pesos



Fuente: Elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal, Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

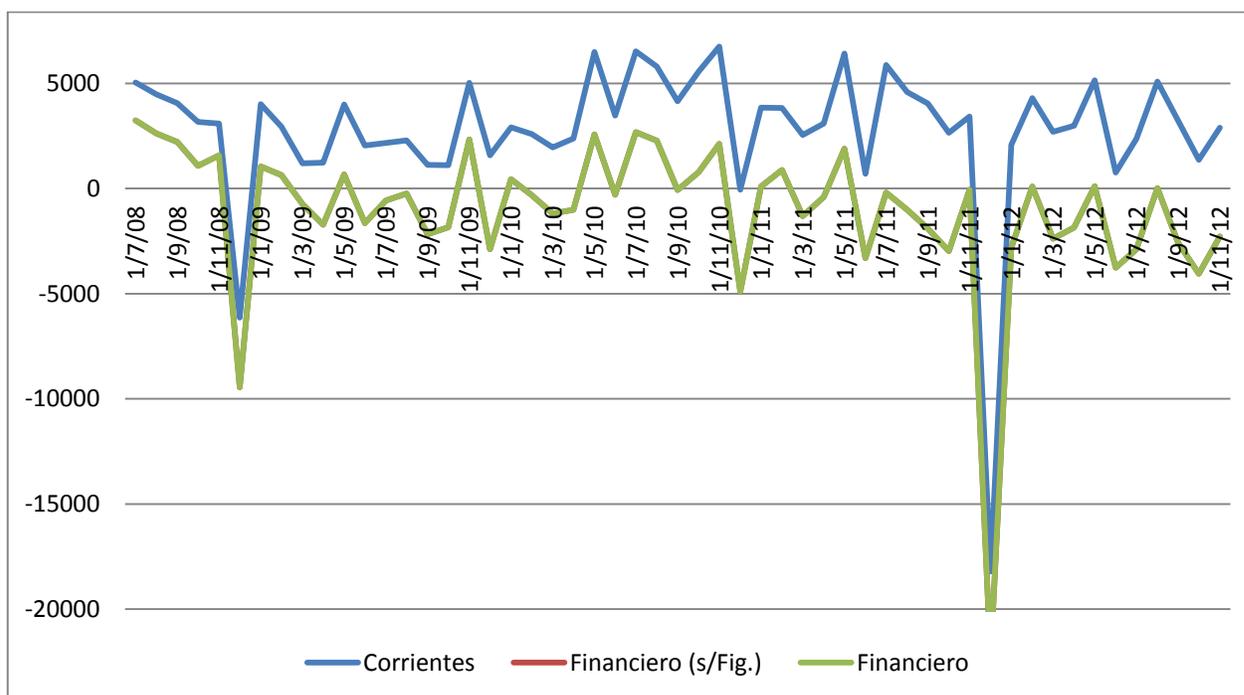
Debido a un ritmo de crecimiento mensual promedio de 4,08% en los gastos de capital⁴⁵, descubrimos que entre 2008 y finales de 2012 el 90% del periodo presentó déficit fiscal que en promedio tuvo un valor de \$1.054 millones corrientes. Un dato menos alentador resulta ser que desde comienzos de 2011 (momento en el cual se detenía en crecimiento económico) únicamente 5 meses presentaron resultados positivos con saldos que no superaron los \$100 millones.

⁴³ Ingresos=privatizaciones, Gastos= inversión real, financiera y transferencia de capital.

⁴⁴ Del tesoro nacional, ex cajas provinciales, PAMI, fondos fiduciarios, etc.

⁴⁵ Gráfico correspondiente dentro del Anexo-B.

Grafico N°8: Resultado corriente y resultado figurativo en millones de pesos corrientes.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal, Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

Para poder cerrar con las causas que generaron la aplicación de un control cambiario, presentamos una comparación entre la variación promedio del gasto, crecimiento económico y monetario.

Cuadro N°12: Variación promedio mensual de la base monetaria, actividad, gastos e ingresos.

%	Ingresos	Gastos	IGA	BM
Media 2008-12	2,35	3,88	0,29	2,47
Media 2011-12	1,55	2,36	0,10	2,68
Antes del control	2,57	4,11	0,54	2,07
Después del control	1,76	3,24	-0,07	3,10

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. Simultáneamente, llama la atención la diferencia entre el crecimiento promedio del gasto en relación con el crecimiento económico. Esto puede explicarse por el agotamiento del modelo representado por la utilización de la capacidad instalada de la industria, que entre 2010-12 presentó un valor medio de 75%. En adición a esto, no resulta llamativa la similitud de las tasas de expansión promedio entre la emisión monetaria con

la de los gastos para el periodo 2011-12 y la correspondiente a los meses posteriores de la aplicación del control de cambios. **Dado que no existe crecimiento económico, la recaudación en términos reales cae y la única forma de financiar gasto es emitiendo.** Finalmente, un dato que no resultaría alentador es que la disminución en la tasa de crecimiento mensual promedio de los ingresos en el período posterior a los controles en relación a la del gasto fue un 20% menor. De esta manera, la segunda es el doble de la primera, y por lo tanto el problema fiscal no se resolvería en el corto plazo.

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 de los controles cambiarios. 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 con el fin de sostener la paridad cambiaria oficial, y de esta forma las expectativas inflacionarias. Así, **podemos afirmar que el gobierno se encuentra atacando a las consecuencias y no las causas, por lo que el problema a corto plazo no se resolvería.**

En el gráfico N°2 expusimos la evolución de las reservas durante el período comprendido entre enero de 2010 y diciembre de 2012. Pero para comprender la evolución de las mismas es necesario conocer la balanza de pagos y su evolución. La pérdida de reservas internacionales surge como consecuencia del saldo de esta balanza, que a su vez depende de los respectivos saldos de la cuenta corriente y de la cuenta capital y financiera.

En el gráfico N°8 podemos observar la variación trimestral de las reservas internacionales, la cuenta corriente, y la cuenta capital y financiera expresada en millones de dólares. A su vez, un índice de términos de intercambio cuya base de valor 100 corresponde al último trimestre del año 2008.

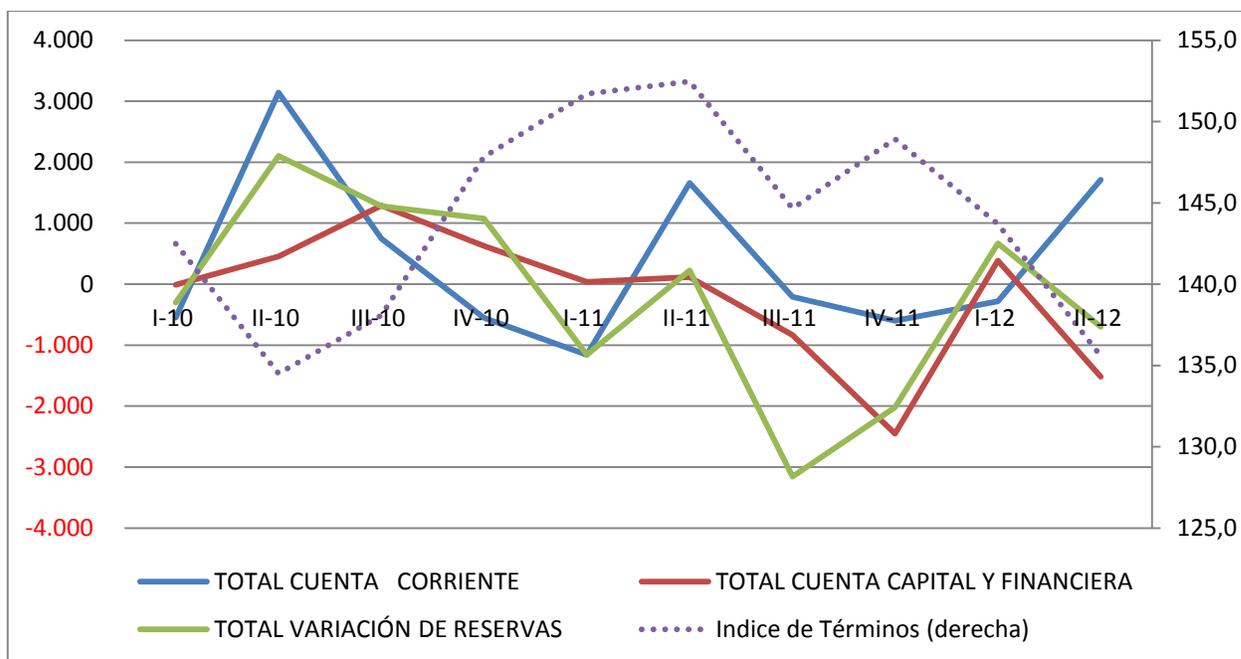
Al igual que en el análisis del gráfico N°2, podemos concluir tanto que la **variación de las reservas no depende principalmente de los términos de intercambio y que la efectividad de los controles cambiarios es de corto plazo.**

La primera conclusión puede ser corroborada de dos formas diferentes. Observando el gráfico N°9 es apreciable que hasta comienzos de 2011, si bien los términos de intercambios presentaban un gran crecimiento, el BCRA cada vez acumulaba menos divisas dejando de ser comprador neto convirtiéndose en vendedor neto desde Agosto. En adición a esto, una vez aplicados los controles podemos afirmar que los precios internacionales generaron una influencia negativa, comenzando una etapa de mayor correlación.

Si nos referimos a todo el período, la conclusión es que el contexto internacional no fue determinante, y el hecho queda demostrado por el bajo grado de ajuste entre ambas variables.⁴⁶

Para corroborar que el principal problema sobre la pérdida de reservas es inflacionario, resulta necesario realizar un estudio separado de cada cuenta. A su vez, de esta forma comprobamos que la efectividad de los controles cambiarios es únicamente de corto plazo.

Gráfico N°9: Balanza de Pagos en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA

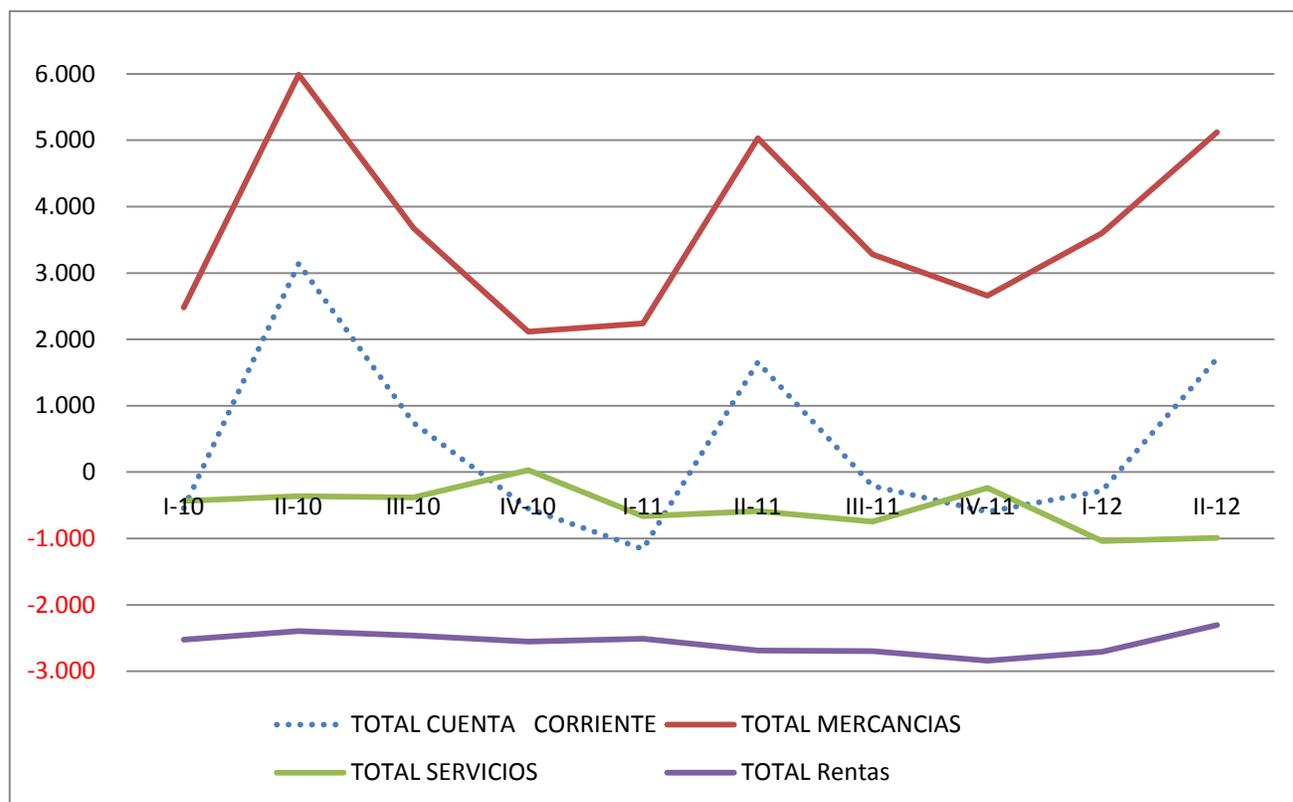
La cuenta corriente es el resultado proveniente de la suma de exportaciones netas de bienes, servicios, rentas (intereses, remesas, utilidades y dividendos) y transferencias. El saldo de la misma, tal como puede observarse en el gráfico N° 10 depende en un 53% de los bienes que se transan en el mercado externo, 37% de las rentas, 8% de los servicios comercializados y el resto de las transferencias. Dado que somos importadores netos de servicios y exportadores netos de rentas, el saldo positivo de esta cuenta depende de la balanza comercial. Esta particularidad ha llevado al gobierno a tomar medidas permanentes y discrecionales sobre sus componentes.⁴⁷

⁴⁶ Observando en el Anexo B el gráfico de dispersión facilitará llegar a la conclusión de que no existe una determinante relación entre la pérdida permanente de reservas con la variación de los términos de intercambio.

⁴⁷ El 24 de abril de 2012, el Ministerio de Economía dictó la resolución 142, que estableció que “los exportadores deberán ingresar las divisas al sistema financiero local en el plazo de 15 días corridos, contados a partir de la fecha en que se haya cumplido el embarque”. Antes, los plazos eran de 180 días. La medida es por la urgencia del Gobierno por hacerse de dólares. Pero provocó una rápida reacción empresarial. Así, Cristina

Definiendo a esta última como la diferencia entre la cantidad de bienes que se exportan y se importan, no queda duda alguna de que el tipo de cambio real tiene un gran poder de explicación sobre la misma.

GraficoN°10: Cuenta corriente expresada en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC

Kirchner anunció el jueves 10 de mayo que se daba marcha atrás con la decisión y que se eliminaba ese requisito para aquellos que exportaron menos de US\$ 2 millones durante 2011.

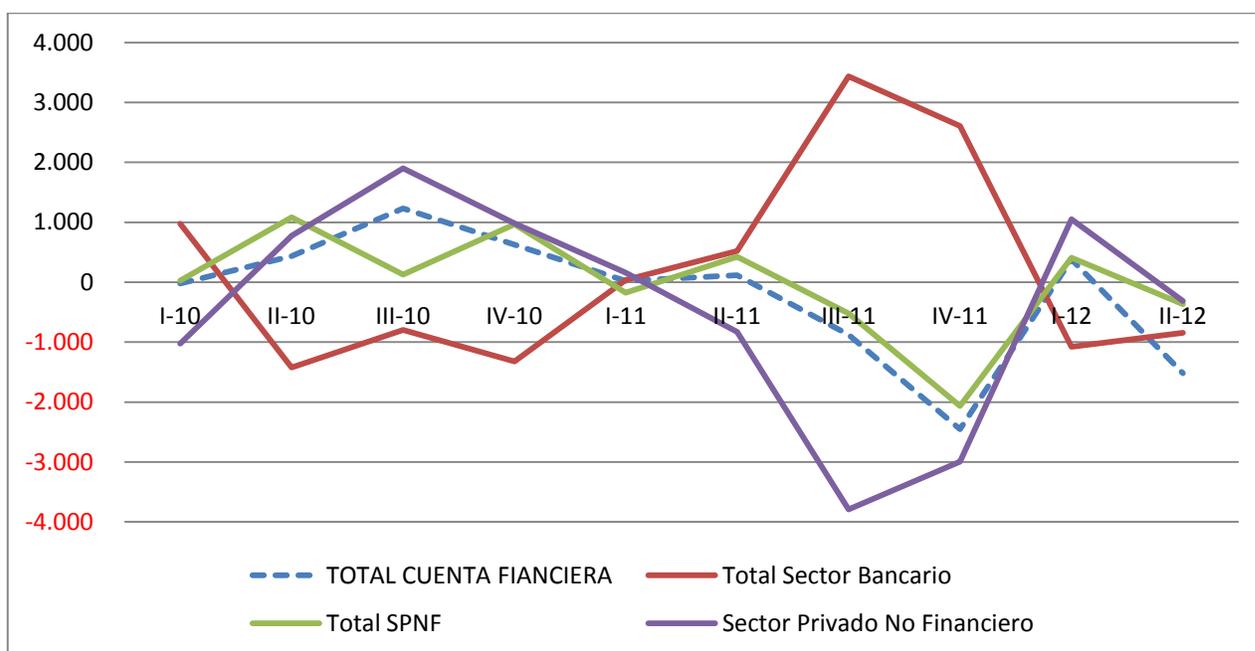
Por el lado de las importaciones, el 9 de marzo de 2011 entró en vigencia el nuevo paquete de licencias no automáticas de importación, que extiende de 400 a 600 los productos monitoreados por el Ministerio de Industria. La puesta en marcha de la medida implicó que sin la autorización oficial las mercancías afectadas no pueden entrar en el país.

El control se reforzó a partir del 1° de febrero de 2012, cuando entró en vigor la resolución general 3252/12, firmada por el titular de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), Ricardo Echegaray y publicada en el Boletín Oficial se obligó a realizar una declaración jurada anticipada de importación (DJAI) como requisito para poder ingresar mercaderías desde el exterior, sean ellas bienes terminados para consumo o insumos para la industria. El día 25 de enero de 2013, el ministro de Economía Lorenzino la dejó sin efecto.

Hasta el momento no podríamos concluir nada sobre la pérdida de reservas en función del saldo de la cuenta corriente ya que a pesar de sus fuertes fluctuaciones, el saldo se ha mantenido positivo.

En el Anexo B se puede encontrar la evolución de balanza comercial de forma desagregada entre exportaciones e importaciones. Analizando dicho gráfico podemos concluir que el saldo de la misma se ha mantenido positivo gracias a las distorsiones aplicadas sobre las importaciones. En la medida que las exportaciones han logrado recuperarse gracias a los aumentos de los términos de intercambio, las importaciones lo hicieron a una tasa mayor induciendo a tomar alguna medida distorsiva sobre las mismas. A su vez, podemos analizar gráficamente en el Anexo B que el saldo de la balanza comercial durante el año 2012 si bien ha sido positiva, ha disminuido a tasa creciente a lo largo los últimos meses. **Una vez más, la explicación la encontramos en la pérdida de competitividad generada por la inflación.** Esta situación de no revertirse pondrá en mayor evidencia la escasa efectividad de los controles cambiarios a mediano plazo.

Gráfico N°11: Cuenta Financiera expresada en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC

Dado que la cuenta capital resulta insignificante para la Argentina en relación a la cuenta financiera, hemos decidido omitirla del estudio. Si bien esta cuenta se compone por el Sector bancario (BCRA, instituciones financieras, etc.), el sector público no financiero (gobierno nacional, local, etc.) y el sector privado no financiero, son el primero y el último quienes realmente representan la conducta

del público en general. Observando el gráfico N° 11 no resulta ilógico notar que cuando el sector privado acumula activos en dólares, el sector bancario es quien los disminuye, y viceversa.

La conducta de estos dos mencionados podemos analizarla simultáneamente. Desde mediados de 2010 hasta el tercer trimestre de 2011 descubrimos una tendencia por parte del sector privado de acumular activos en dólares dentro del sistema financiero, dolarizando su portafolio. Análogamente, el sector bancario (en gran medida afectado por el BCRA) compraba dólares con el fin de sostener el tipo de cambio estable. A partir del 2do trimestre de 2011, influenciada por la conducta del sector público no financiero, la cuenta capital comenzó a presentar fugas de capital (no necesariamente deben salir del país, el solo hecho de abandonar el sistema financiero representa una fuga). En principio esto fue sostenible gracias al saldo positivo de la cuenta corriente, pero cuando la pérdida de reservas del BCRA llegaba a un máximo de 1.550 millones de dólares por mes fue necesaria la aplicación del control de cambios. Inmediatamente la pérdida de reservas no se resolvió debido a la devolución de encajes a los bancos comerciales, pero durante el primer trimestre de 2012 tuvo signo positivo. A partir del segundo trimestre de 2012 la misma retomó el sendero decreciente, generando mayor control del gobierno sobre la acumulación de reservas por parte del sector privado. Tal como fue explicado anteriormente, **la inflación generó distorsión de información y fuertes expectativas de devaluación que llevaron al público en general a dolarizar su portafolio.**⁴⁸

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. Esta situación presenta grandes probabilidades ya que, tal como se muestra en el Anexo B, el saldo positivo de la balanza comercial se reduce mes a mes.

Hasta ahora hemos podido descubrir por qué surgieron los controles cambiarios dentro de esta fase. Pero para poder dar cierre al trabajo y concluir sobre las hipótesis planteadas resulta necesario analizar el efecto sobre la **evolución del PBI** mediante el estudio de sus principales sectores.

Para comenzar, debemos destacar que entre los años 2002 y 2012, y expresando en millones de dólares corrientes, la participación del sector productor de servicios representó en promedio un 60% del valor total del PBI, y el productor de bienes un 40%.⁴⁹

Dentro del sector productor de bienes, EL sector industrial manufacturero representa el 50% del valor total, el 25% la ganadería y agricultura, y 14% la construcción. Por su parte, dentro del sector productor de servicios tenemos que del valor total, el 22% corresponde al sector comercial mayorista y

⁴⁸ Véase Informe coyuntural mensual del IERA, año 20, edición N° 702, noviembre de 2011.

⁴⁹ En el Anexo-B se puede reforzar el estudio de las distintas participaciones dentro del PBI y los dos sectores productivos.

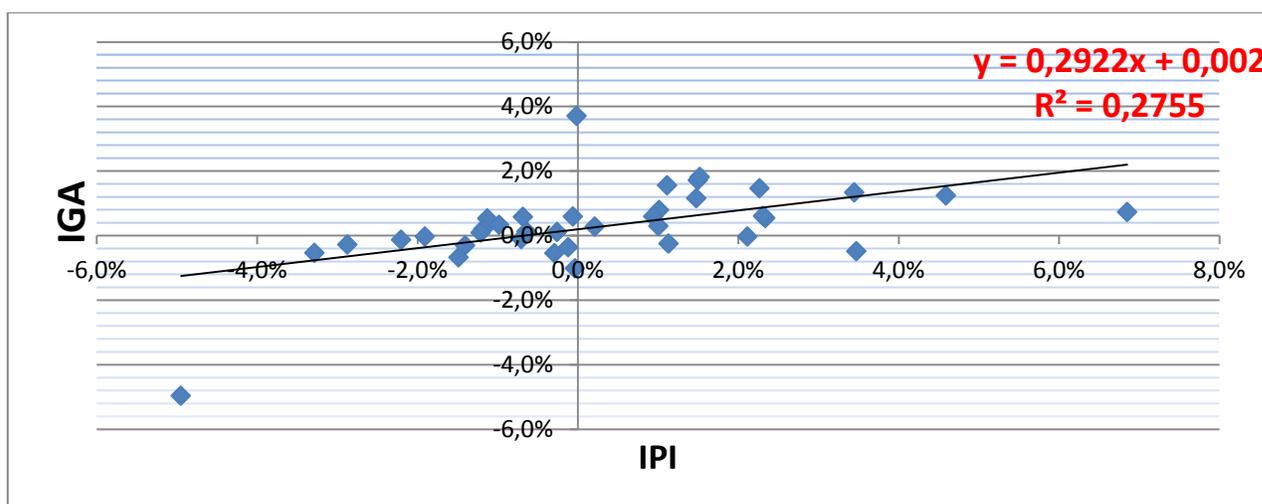
minorista, 17% actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, 10% sector financiero, y el 51% restante corresponde a defensa, educación y transporte.

Teniendo en cuenta el estimador general de actividad (IGA) calculado por OJ- Ferreres & Asociados, podemos deducir que si bien durante el período 2010-12 el PBI creció en promedio a una tasa del 0,29% mensual, si realizamos la misma estimación para el período 2011-12 la tasa se reduce a 0,1%. El efecto de los controles sobre la actividad sale a relucir cuando **descubrimos que durante los meses posteriores al control cambiario la actividad disminuye a un ritmo de 0,07% mensual**. Para poder conocer el por qué de este efecto negativo, procedemos a analizar los principales sectores que determinan al PBI.

Comenzaremos comparando el **Índice de producción industrial** propuesto por OJ-Ferreres & Asociados comparando con el IGA. A Continuación presentamos en el grafico N°12 el nivel de correlación existente entre ambos indicadores mediante una regresión obtenida con un grafico de dispersión. Si bien es esperable que el valor de R^2 sea bajo ya que no es la única variable que explica la variación del PBI, el coeficiente de la recta de regresión indica que aproximadamente un 30% de la variación de la actividad se explica por el crecimiento del sector industrial.

Con esta información no resulta extraño interpretar aquella proveniente del cuadro N°15. La principal coincidencia resulta que en el período anterior a la aplicación del control cambiario tanto la industria como la actividad crecían a una tasa mensual promedio de 0,61% y 0,54% respectivamente. Si bien el estancamiento de la industria se hizo evidente durante los meses que comprenden los años 2011-12, **la situación se agravó para el sector y la economía desde el momento en que se aplicaron los controles cambiarios**.

Grafico N°12: Correlación entre crecimiento económico e industrial



Fuente: Elaboración propia con datos de OJ- Ferreres

Cuadro N°15: Variación promedio mensual del IGA e IPI.

%	IPI	IGA
Media 2010-12	0,32	0,29
Media 2011-12	-0,04	0,10
Antes del control	0,61	0,54
Después del control	-0,11	-0,07

Otro sector muy afectado por la aplicación del control cambiario fue el de la **construcción**. Los datos del propio INDEC dieron cuenta de que en 2012 la construcción cerró su balance en forma negativa, con una baja en la actividad del 3,2 %. Esta fue la caída más importante desde 2009, cuando había descendido un 2 %. Claramente, las primeras restricciones cambiarias de octubre de 2011 y el posterior fortalecimiento de las mismas por parte del Gobierno fueron las dos causas principales que afectaron al sector.

De más está decir que se trata de una de las más importantes actividades en la creación, mantenimiento y especialización de empleos. Tanto en el funcionamiento de pymes (de las 22.000 empresas agrupadas en la Cámara Argentina de la Construcción, el 90 por ciento tiene ese carácter) como en el desarrollo de la industria de insumos tan variados como cemento, ladrillos, metales, decoración, etc. Se han creado varios puestos de trabajo y estímulos de crecimiento.

Al igual que en el caso de la industria, la influencia del sector construcción sobre la actividad la corroboramos mediante un gráfico de dispersión al que le aplicamos una línea de tendencia.⁵⁰

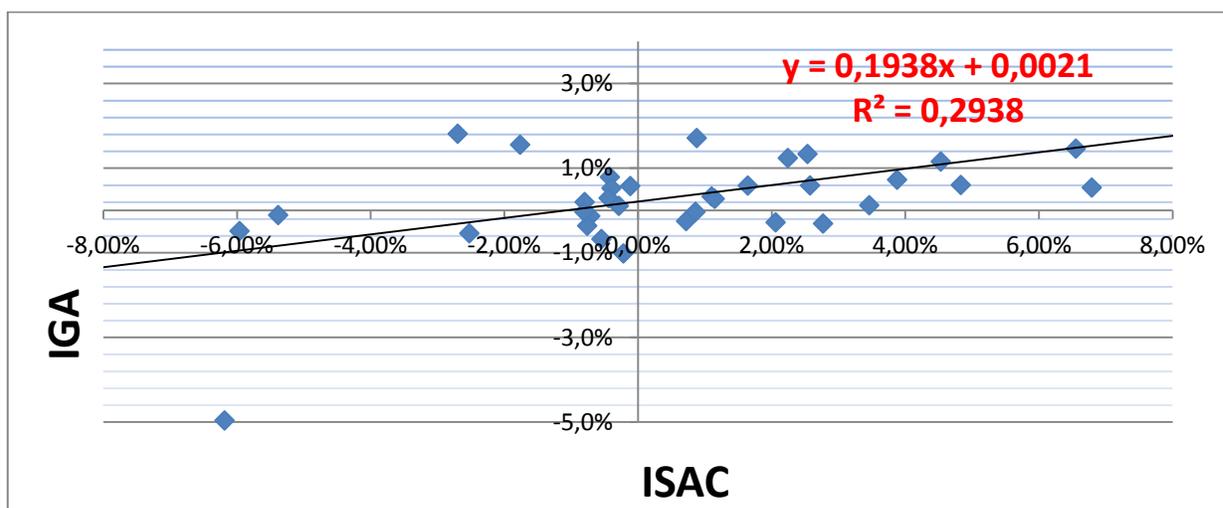
Utilizando datos del INDEC, estudiando la variación del ISAC⁵¹ y el IGA podemos interpretar que el coeficiente de la recta de regresión nos indica que alrededor de un 20% en la variación de la tasa de actividad depende del crecimiento de la construcción.

El hecho de que exista una tasa promedio de caída de la actividad durante el período posterior al control cambiario no resulta extraño cuando descubrimos que la caída en la construcción es en promedio de 0,29% mensual. Tampoco resulta extraño que mientras la economía crecía a una tasa promedio de 0,54%, la construcción lo hacía en un 1,04%, y que a **partir de la aplicación de los controles cambiarios ambas comenzaron a caer hasta convertirse negativas.**

⁵⁰ En el Anexo-B obtenemos más información sobre la variación mensual relativa de este sector.

⁵¹ Índice sintético de actividad de la construcción, INDEC.

Gráfico N°13: Correlación entre crecimiento económico y construcción.



Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC y OJ- Ferreres.

Tal como indicamos en la presentación de la composición del PBI, el **sector comercio** representa el 22% del valor total de los servicios producidos. Para tomar como referencia al mismo, realizamos un estudio sobre el comportamiento mensual de las ventas de supermercado.

Cuadro N°16: Variación promedio mensual de la construcción y la actividad.

%	ISAC	IGA
Media 20010-12	0,52	0,29
Media 2011-12	0,03	0,10
Antes del control	1,04	0,54
Después del control	-0,29	-0,07

Continuando con la metodología de estudio sectorial, al realizar un gráfico de dispersión respecto a la variación de las mismas y la actividad, al momento de trazar una línea de tendencia nos encontramos con que la relación es negativa y muy poco significativa. Si bien en el Anexo B encontramos todos nuestros estudios detallados, en el cuadro N° 17 representamos una síntesis.

En el mismo podemos observar que la variación en las distintas etapas ha sido muy similar. Si bien **hasta el momento de aplicación de los controles cambiarios este crecía a una tasa de 1,4% mensual promedio, en el período posterior esta disminuyó un 40%**. A diferencia de todos los sectores estudiados, este ha sido el único con comportamiento contra cíclico a partir de octubre de 2011.

Cuadro N°17: Variación promedio mensual de comercio e IGA

%	Ventas Desestacionalizadas	IGA
Media 2010-12	1,25	0,29
Media 2011-12	1,04	0,10
Antes	1,40	0,54
Post	1,00	-0,07

Siendo de pleno conocimiento que la política económica del gobierno oficialista se sustenta en el crecimiento del comercio como principal motor de la actividad, descartamos el comportamiento del mismo como referencia de posibles escenarios futuros de la coyuntura Argentina.

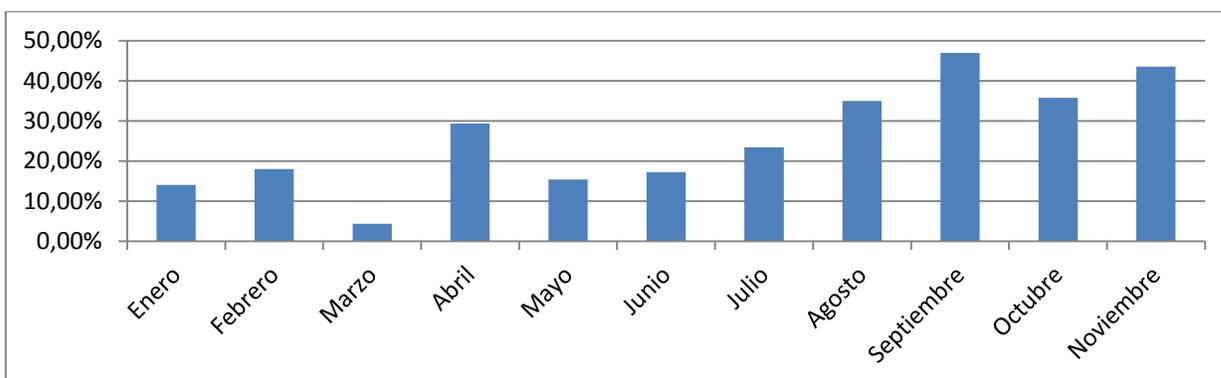
Otro sector muy afectado por los controles cambiarios es **el inmobiliario**. Si bien este mismo sigue representando aproximadamente el 12% del PBI Argentina, entre el 2011 y 2012 su desempeño ha sido nefasto. A pesar de no poder realizar un estudio semejante al realizado en los sectores anteriores debido falta de datos, simplemente alcanza con tomar las escrituras en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires como referencia y comparar.

En noviembre de 2012 el Colegio de Escribanos de la ciudad de Buenos Aires informó que las ventas de propiedades en el distrito cayeron 43,5 por ciento con respecto del mismo mes del año anterior, y que así se cumplieron doce meses consecutivos con números en rojo.

Los escribanos porteños precisaron que en noviembre se registraron 3.466 operaciones de compraventa de viviendas en la ciudad, por un total de \$ 1.561,3 millones, lo que implica una caída interanual en pesos del 43,5 por ciento.

El dato de la fecha de implementación de los controles cambiarios no es menor. De hecho, noviembre de 2011 fue el último mes que registró un crecimiento interanual en el número de operaciones inmobiliarias, lo que se explica por el hecho de que durante las primeras semanas se completaron las ventas que se habían iniciado en septiembre y octubre previos.

Grafico N°14: Disminución interanual de escrituras en CABA entre 2011-12.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del diario La Nación.

En relación a 2013, las expectativas no son favorables. Los pedidos para construir obras nuevas en la ciudad de Buenos Aires cerraron 2012 con una inédita caída del 25%, lo que anticipa que la construcción este año tendrá otro año para el olvido. **En el sector explican la baja por los problemas para acceder a los dólares y el impacto de la inflación en los costos de la construcción.**⁵²

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Hasta el momento, dado que recién nos encontramos en las primeras instancias en lo relativo a una sucesión de eventos correspondientes a un control cambiario, no es posible realizar una evaluación del período en términos relativos a países parecidos o desarrollados. De todas formas, podemos agregar algunas conclusiones respecto del futuro en función a los datos existentes hasta la actualidad.

En base a los cuatro sectores estudiados, el único que continuaría con crecimiento mensual promedio es el comercio. Lamentablemente, este mismo no es representativo dado su carácter contracíclico explicado e influenciado por el gran incentivo del gobierno oficialista a conservarlo activo. La construcción, tal como fue aclarado, no va a crecer a lo largo de 2013 ya que los pedidos de obras nuevas en CABA cerraron el 2012 con una caída de 25%. El sector industrial se encuentra operando con una utilización de la capacidad instalada del 80%, por lo tanto requeriría de mayor inversión para poder expandirse. Tal como puede observarse en el Anexo B, las importaciones de capital e insumos claves para el desarrollo representan el 70% de las importaciones totales (11,3% del PBI). De continuar las restricciones a las importaciones, la evolución del sector industrial continuaría estancada. Finalmente, el sector inmobiliario es el que requiere de un mercado más prolijo en lo relativo a la información. En

⁵² En el Anexo-B se presenta más información vinculada a las perspectivas de este sector.

tanto y en cuanto la compraventa de inmuebles en dólares continúe prohibida, y simultáneamente la existencia de una brecha cambiaria que distorsione la decisión del comprador generando incertidumbre, el mercado inmobiliario no se verá beneficiado por la compra-venta de inmuebles. Al proyectar la evolución de los sectores más importantes de la economía, resulta imposible afirmar que la variación del PBI será positiva.

De forma simultánea, la presión sobre la demanda de dólares continuará por dos motivos: el primero queda demostrado en el Anexo B donde podemos apreciar que las expectativas de devaluación para 2013 y 2014 son altas. A su vez, las expectativas de inflación (que no han podido ser corregidas con los controles de precios) continuarán presionando al tipo de cambio oficial.

El tipo de cambio real, tal como fue descrito, es el precio más importante de la economía. Si bien el mismo queda determinado por 5 variables, durante los próximos meses la única que no se mantendría constante con seguridad es el elevado gasto público. Este, al ser financiado con emisión monetaria y generalmente destinado al sector no transable de bienes y servicios, generará mayores efectos inflacionarios que hagan apreciar la moneda perdiendo competitividad (recordar que nos encontramos en un año electoral). Consecuentemente, el saldo de la cuenta corriente no mejoraría y por lo tanto no ingresarían divisas al país (a menos de que exista un gran aumento de los Términos de intercambio).

Tal como fue explicado, los controles cambiarios no atacan al verdadero problema: el gasto público. Para poder inferir sobre un posible escenario futuro alcanza con recurrir a la identidad macroeconómica fundamental:

$$(X-M) = (S-I) + (T-G)$$

Durante el período estudiado, ha existido un déficit público y tasas de interés real negativa que incentivan el consumo. Así, el primero fue financiado con ahorro privado (positivo dada las bajas tasas de inversión) y el superávit externo. El escenario futuro plantea una situación en la cual el escaso superávit privado no alcance para financiar el déficit externo y de gobierno. Teniendo en cuenta que la Argentina no tiene acceso al crédito internacional (significativo en relación al déficit) y que su moneda no es fuerte en el mercado financiero internacional, deberá continuar emitiendo en tanto y en cuanto no solucione sus problemas de caja (reducir gasto o aplicar fuertes subas de impuestos). Dado que esto no ocurrirá antes de octubre de 2013, los efectos nominales continuarán presionando sobre el tipo de cambio exigiendo una devaluación ante controles cambiarios que ya perdieron su efectividad.

CONCLUSIONES

Para poder concluir con el trabajo, debemos comenzar recordando que el problema de investigación es determinar la influencia de los controles cambiarios sobre el funcionamiento de la economía. Revisando las etapas más significativas, cuyo fin fue realizar una proyección del desenlace de la situación coyuntural actual, el trabajo nos indica que los controles cambiarios generan grandes distorsiones sobre el funcionamiento de la economía en el afán de lograr sus objetivos más próximos: cortar con la pérdida de reservas y fijar el tipo de cambio. De esta forma, la correspondiente reflexión sería preguntarse, ¿a cambio de qué?

Para poder cerrar las ideas relativas al problema de investigación, a continuación se responde las respectivas preguntas planteadas en la etapa inicial.

Cuadro N°18: Preguntas de investigación.

Etapas	1931-1937	1971-1976	2011-2013
¿Por qué se aplicaron?	Pérdida de Reservas	Pérdida de Reservas	Pérdida de Reservas
Efectividad.	Corto Plazo	Corto Plazo	Corto Plazo
Distorsiones.	Si	Si	Si
Influencia mundial.	Alta.	Baja.	Media.
Expectativas.	Fuga de capitales.	Fuga de Capitales	Fuga de Capitales.

Observando el cuadro comparativo queda en claro que el motivo por el cual se aplican controles cambiarios es único y se relaciona con un problema de caja. Cuando la pérdida de reservas por parte del BCRA se convierte insostenible e irremediable requiere de la aplicación de restricciones para evitar una crisis de balanza de pagos. Esta herramienta claramente es de corto plazo, lo único que logra es comprar tiempo para poder de alguna forma solucionar su hecho generador. Este mismo siempre ha estado vinculado con un déficit de gobierno financiado con crédito interno, y en tanto no se solucione el primero, la poca efectividad de los controles cambiarios en el mediano y largo plazo va a relucir.

De más está decir que este instrumento genera distorsiones sobre la economía y sus respectivos sectores. El solo hecho del surgimiento de un mercado paralelo, brechas cambiarias, múltiples cotizaciones, plazos para liquidar divisas, permisos para importar y el desconocimiento de alguna nueva medida discrecional; en la historia Argentina ha sido motivo de desconfianza y pocas expectativas favorables hacia el futuro. Dado que estas son el principal motivo para llevar a cabo un proyecto de inversión, sumado a todo tipo de restricción cuantitativa que limite a esta, no queda duda que el crecimiento de un país va afectarse de forma negativa.

La influencia del mundo a la hora de aplicar controles cambiarios presenta situaciones diferentes. En términos generales, el contexto internacional fomenta la aplicación de controles y, una vez efectivos, es determinante a la hora de sostenerlos o eliminarlos. Si bien los tres períodos comparten la particularidad de que el contexto internacional no ayudó, el hecho de haber tenido una situación interna desequilibrada tanto en lo económico como lo social fue determinante para la aplicación de controles. Es a la primer etapa a la que podemos atribuirle mayor influencia del contexto internacional ya que en términos relativos, la gran depresión no solo provocó la recesión de los principales países del mundo, sino también un cambio en sus políticas que tendieron a devaluar monedas abandonando el patrón oro, dejar de lado los sistemas liberales de división internacional del trabajo, y cerrándose al comercio para proteger sus respectivas industrias. A pesar de ello, habiéndose reorganizado el país, la desconfianza proveniente de un contexto social interno es lo que indujo a aplicar controles. De forma similar ocurrió en la segunda etapa estudiada, en la que el contexto internacional no favorecía, pero fue un hecho social interno el que comenzó a repercutir sobre la coyuntura económica del momento sobre las expectativas de la gente. A la tercer etapa estudiada no podemos asignarle ninguna culpa al mundo a la hora de explicar las fugas de capitales ya que la caída de los términos de intercambio únicamente provocó menor entrada por el sector exportador, el cual sostenía los desequilibrios internos, pero no salidas.

Las expectativas son el principal motivo por el cual se fugaron capitales en nuestro país a lo largo de la historia. Así sea en busca de mayor rentabilidad, por mayores rendimientos en el exterior, por desconfianza en la política llevada a cabo, o por algún hecho social impactante, el ánimo del público en general resulta determinante a la hora de aplicar controles cambiarios. En adición a esto, la experiencia nos indica que medidas tales como controles cambiarios, precios, etc. no corrigen este factor de desconfianza. De hecho lo refuerzan.

En coordinación a las preguntas anteriormente planteadas surgieron las principales hipótesis que este proyecto de investigación busca corroborar a la hora de concluir. Para ello, las volvemos a expresar con sus respectivas conclusiones:

“Existirían ciertas distorsiones sobre la economía cuando se aplica un control cambiario que afectan directamente a los indicadores macroeconómicos”

Si bien el estudio sectorial más minucioso lo llevamos a cabo durante la última etapa por la disponibilidad de datos, la conclusión es única: si se generan distorsiones en la economía. La mayor eficiencia se logra cuando se cumple, entre otros, el supuesto de la información perfecta. Siempre que se aplica un control cambiario surgen mercados paralelos, brechas cambiarias, restricciones a la compra de dólares, plazos de liquidación de divisas, e innumerables decretos que dependen de las necesidades de caja en cada momento. Esto no solo atenta contra la asignación de recursos en cuanto a la planificación de largo plazo, sino también por el lado de la disponibilidad de los mismos. Dada la estructura industrial de nuestro país, la mayor participación relativa dentro de las importaciones se ha explicado por los bienes de capital e intermedios. Ambos son factores productivos determinantes de la producción de largo plazo y por lo tanto de crecimiento.

“Los controles cambiarios serían una medida efectiva de corto plazo, pero no de largo”.

Ciertamente, si bien logran inmediatamente controlar la pérdida de reserva y fijar el tipo de cambio oficial, dentro de la medida en que no se resuelva la causa principal que genera distorsiones y lleva a la aplicación de estos, la efectividad no perdurará en el tiempo.

“La credibilidad de los agentes económicos sobre la política económica estaría directamente vinculada con el grado de independencia del Banco Central de un país”.

En cualquier tipo de bibliografía referida a macroeconomía o economía monetaria podemos encontrar que el hecho de que exista un Banco Central descentralizado y encargado de la política monetaria de forma independiente al gobierno es fundamental para conservar las expectativas de los agentes económicos neutralizadas, y Argentina no es excepción.

El BCRA fue creado en 1935, hacia finales de nuestra primera etapa de estudio. A pesar de que el contexto internacional fue favorable desde 1934, la prolija administración del mismo fue determinante para incentivar el ingreso de capitales externos. La esencia de esta entidad fue variando con el tiempo transformándose en el principal acreedor del gobierno. Hacia 1973, momento en el cual el sistema financiero incluyendo al BCRA sufrió un colapso importante, el 50% de los gastos de gobierno era financiado a través de altas tasas de emisión monetaria e inflación.

En función de esto y la larga tradición inflacionaria de nuestro país, no resulta extraño que las expectativas del público respecto al aumento de precios se hayan fortalecido desde comienzos de 2012, momento en el cual se reformó la carta orgánica del BCRA. Concluimos que las expectativas están directamente vinculadas con el grado de descentralización del mismo.

“Las expectativas de devaluación incentivarían la aplicación de controles cambiarios”.

La demanda de dólares depende de tres grandes componentes: tasa de interés en el mercado internacional, tasa de depreciación esperada de la moneda, y una prima de riesgo. De esta forma, si se espera que el tipo de cambio vaya a aumentar, el público comienza a dolarizar su portafolio generando mayores presiones sobre el precio del dólar. El BCRA, en su afán de sostener invariable el tipo de cambio con el fin de que no exploten las expectativas inflacionarias debe compensar esta demanda de dólares con una mayor oferta, y de esta forma perder reservas. Una vez que las mismas comienzan a ser escasas para esta entidad, dado que la dolarización de portafolios no se frena, la única alternativa que tiene es aplicar controles en caso de que no desee devaluar la moneda. Esto es lo que ocurrió en las tres etapas estudiadas, donde no casualmente el sistema cambiario era fijo o intervenido.

“La prolija actividad del Estado sobre la política económica y las cuentas públicas evitarían la aplicación de controles cambiarios”.

No es casual que en las tres etapas estudiadas, en el momento en que se aplican controles cambiarios las cuentas públicas presentaban déficit. Si bien en estas el desequilibrio del gobierno fue financiado con crédito interno, es durante las últimas dos en las cuales el problema inflacionario relució como consecuencia de un modelo económico agotado. Dada las distorsiones de precios que genera la inflación y su respectiva presión sobre el dólar, en la medida que siga existiendo un déficit a financiar, los controles cambiarios van a tener altas probabilidades de existir.

Finalmente, y para concluir el trabajo repasaremos los objetivos que fueron planteados y corroboraremos si cumplimos con los mismos.

El **objetivo general** buscaba generalizar las causas y consecuencias de los controles cambiarios. Si bien los controles se aplican con el fin de evitar la pérdida de reservas internacionales y sostener fija la paridad cambiaria, la causa de fondo es otra. Independientemente de un contexto internacional desfavorable, *el desequilibrio de las cuentas públicas* implica una mayor vulnerabilidad para hacer frente a las mismas, por lo tanto lo reconocemos como el principal problema. En un modelo que se encuentra agotado dado que su capacidad instalada se encuentra al máximo, la financiación mediante emisión monetaria tarde a temprano se va a traducir en precios, entre ellos el del dólar. Esto es así, ya que con una desprolija situación interna, el acceso al crédito internacional se hace prácticamente imposible.

De esta forma, siendo *el déficit de gobierno la principal causa*, la fuga de capitales toma el rol de consecuencia. Planteado de esta manera, resulta imposible pensar en que la efectividad de mediano o largo plazo de los controles cambiarios exista dado que se está atacando a las consecuencias y no a las causas.

Dentro de los **objetivos específicos** el trabajo busca encontrar:

- Similitudes del contexto en el cual se aplicaron controles cambiarios: Déficit de gobierno financiado con emisión y un desfavorable contexto internacional.
- Régimen cambiario que prevalecía en dichos momentos: Tipos de cambio intervenidos.
- Realizar una proyección de la situación actual: aplicación sistemas múltiples con devaluaciones encubiertas.

Para poder realizar una proyección de la situación actual, debemos tomar en cuenta las particularidades en común que presenta cada etapa respecto a la actual.

En lo relativo a la primera etapa (inexperiencia y desconocimiento) y la última, y a pesar del déficit público, la situación internacional resultaba más desfavorable para la primera. La principal coincidencia la encontramos en la forma en que se toman las medidas discrecionales y la idea de poder “controlarlo todo”. Comparando la secuencia de medidas, coincide la situación de crear organismos especiales para controlar el comercio externo tomando medidas que parecieran desconocer los mercados, como por ejemplo, los plazos de liquidación de divisas y autorizaciones para importar. Hacia 1934 se realizaron modificaciones sobre esta estructura reconociendo las fallas de base en las mismas, y reorganizado un sistema que reforzara las cuentas públicas fortaleciendo al sector exportador en medio de un contexto internacional creciente. En lo relativo a la situación actual, esperamos las mejoras en los términos de intercambio para poder encontrar mayor competitividad dentro del principal sector que ingresa divisas (externo) ya que las presiones tributarias e inflacionarias generan un saldo positivo ínfimo y decreciente en la cuenta corriente. En base a esto, sería esperable una legalización de la segmentación de las cotizaciones del tipo de cambio, dando origen a un sistema de tipo de cambio múltiple donde las devaluaciones encubiertas sea parte del mismo.

Entre la segunda etapa estudiada y la actual, la situación coyuntural es más comparable dado que el contexto internacional no es determinante en la aplicación de controles, si lo es el problema inflacionario.

Si bien entre 1971 y 1975 lo que se llevó a cabo fue el clásico sistema múltiple de cambios donde existía un tipo de cambio oficial fijo, un financiero intervenido y un paralelo flexible, las devaluaciones encubiertas quitaron presión sobre la baja competitividad del sector exportador, producto de la inflación. Durante este período, en 1973, se buscó fortalecer la demanda de dinero y restringir la oferta, lo que inicialmente tuvo éxito. Pero como consecuencia de factores internos y externos, la inestabilidad recobró sus fuerzas y el déficit financiado por el BCRA retomó su senda de crecimiento.

De esta forma se tuvo que incurrir tanto a grandes devaluaciones y ajustes de variables, como modificaciones de sistema cambiario múltiple mientras que la inflación no cediera.

En función a esto, la reflexión que deberíamos realizar es que: en la medida que los gastos de gobiernos superen a los ingresos de forma mensual (fomentado aun por un año electoral), el crecimiento económico siga estancado debido a los magros resultados en los sectores más influyentes, y en la medida que el sector externo no pueda proveer de divisas al país, sumado con el aporte del análisis histórico: deberíamos concluir que la próxima hoja dentro de la historia del actual control cambiario sea la **instauración legal de un sistema de tipo de cambio múltiple con sus respectivas devaluaciones encubiertas.**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BORDO, M., 2003, *Exchange rate regime choice in historical perspective*, National Bureau of Economic research.
- DORNBUSCH, R. , 1981, *Open Economy Macroeconomics*; Antoni Bosch.
- DORNBUSCH, R. , 1985, *Special exchange rates for capital account transactions*, Nber working paper series, Working Paper No. 1659, Cambridge.
- DORNBUSCH, R., 1975, *The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy*, M.I.T.
- FIEL, 1989; *El control de cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento*; Ediciones Manantial.
- GERCHUNOFF, P. Y LLACH, L., 1998, *El ciclo de la ilusión y el desencanto*, Ariel Sociedad Económica, Buenos Aires.
- GUERRA, J.; PINEDA, J., 2004, *Temas de política cambiaria en Venezuela*, Colección de Economía y Finanzas, BCV.
- IERAL. (Junio de 2010). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 610, año 19). Mendoza, Argentina.
- IERAL. (Junio de 2011). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 674, año 19). Mendoza, Argentina.
- IERAL. (Octubre de 2011). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 696, año 20). Mendoza, Argentina.
- IERAL. (Noviembre de 2011). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 702, año 20). Mendoza, Argentina.
- IERAL. (Diciembre de 2011). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 708, año 20). Mendoza, Argentina.
- IERAL. (Marzo de 2012). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 718, año 21). Mendoza, Argentina.

- IERAL. (Mayo de 2012). *Informe coyuntural mensual de IERAL*. (Edición N° 735, año 21). Mendoza, Argentina.
- KIGUEL, M., 1995, *Parallel exchange rate regime in developing countries*, the World B Bank Research Obsenier, vol. 10, no 1.
- LARRAIN, F., 2003, *¿Importa la opción del régimen cambiario? Evidencia para países en desarrollo*. Cuadernos de Economía, Año 40, N° 121, pp. 635-645,.
- LEVY-YEYATI,E.;STURZENEGGER, F. , 2001, *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, IMF Staff Papers.
- LEVY-YEYATI,E.;STURZENEGGER, F., 2002, *To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella.
- LEVY-YEYATI, E.; STURZENEGGER, F., 2004, *classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words*, Business School; Universidad Torcuato Di Tella.
- MASTRONARDI, M.E., 2008, *Sistemas cambiarios y desempeño Macroeconómico*, anales. Asociación Argentina de Economía Política, XLIII Reunión Anual.
- SOSA ESCUDERO, W., 2011, *Econometría de Datos de Panel*; Universidad de San Andrés.
- STURZENEGGER, F., 2003, *¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo? El efecto de los sudden stops*, Cuadernos de Economía, Año 40, N° 121, pp. 646-655.
- TRAPÉ, A., 2005, *Períodos de políticas económica en Argentina (1800-2000)*, versión n°1, mimeo.
- TRAPÉ, A., 2010, *Cien años de des economía Argentina .: Cómo perder el tren de crecimiento, dos veces*, versión N°1, memeo.

Páginas WEB consultadas

<http://www.bea.gov/>

<http://www.bcra.gob.ar/>

<http://www.federalreserve.gov/>

<http://www.ieco.clarin.com/economia/>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

<http://www.indec.gob.ar/>

<http://www.lanacion.com.ar/>

<http://www.lanacion.com.ar/economia>

<http://www.losandes.com.ar/>

<http://www.mecon.gov.ar/>

ANEXOS

ANEXO A

Cuadro N°19: Estimación por efectos fijos.

Dependent Variable: DPBIR?

Method: Pooled Least Squares

Date: 03/02/13 Time: 11:17

Sample: 1980 2012

Included observations: 33

Cross-sections included: 11

Total pool (balanced) observations: 363

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.118419	1.177587	3.497336	0.0005
DINV?	0.129917	0.013423	9.678686	0.0000
DES?	-0.229426	0.076808	-2.986991	0.0030
INF?	-0.001039	0.000239	-4.351377	0.0000
CC?	0.002311	0.000876	2.637735	0.0088
AHORRO?	0.043567	0.043576	0.999774	0.3182
CONTROLES?	0.246939	0.534624	0.461893	0.6445
Fixed Effects (Cross)				
ARGENTINA--C	0.260904			
BOLIVIA--C	-0.108811			
BRAZIL--C	-0.129724			
CHILE--C	1.978174			
MEXICO--C	0.707995			
PARAGUAY--C	-0.020020			
PERU--C	-1.371327			
URUGUAY--C	-0.632185			
VENEZUELA--C	0.358124			
COLOMBIA--C	0.478458			
ECUADOR--C	-1.521588			
Fixed Effects (Period)				
1980--C	1.206079			
1981--C	-1.913442			
1982--C	-4.873315			
1983--C	-2.853701			
1984--C	-0.511302			
1985--C	-0.797882			
1986--C	1.960489			
1987--C	-0.764017			
1988--C	-1.186928			

1989--C	-1.654062
1990--C	0.477791
1991--C	0.065841
1992--C	1.247419
1993--C	-0.155438
1994--C	2.053190
1995--C	-0.633456
1996--C	1.113487
1997--C	0.775800
1998--C	-1.155286
1999--C	-1.899372
2000--C	-0.314201
2001--C	-1.318261
2002--C	-1.848161
2003--C	0.484045
2004--C	2.932273
2005--C	2.431928
2006--C	1.920232
2007--C	2.259104
2008--C	0.017340
2009--C	-0.184388
2010--C	1.351223
2011--C	1.029075
2012--C	0.737895

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.544382	Mean dependent var	3.045758
Adjusted R-squared	0.474733	S.D. dependent var	4.488233
S.E. of regression	3.252861	Akaike info criterion	5.321910
Sum squared resid	3322.467	Schwarz criterion	5.847600
Log likelihood	-916.9266	Hannan-Quinn criter.	5.530869
F-statistic	7.816107	Durbin-Watson stat	1.830500
Prob(F-statistic)	0.000000		

Cuadro N°20: Estimación por efectos aleatorios.

Dependent Variable: DPBIR?

Method: Pooled EGLS (Two-way random effects)

Date: 03/02/13 Time: 11:20

Sample: 1980 2012

Included observations: 33

Cross-sections included: 11

Total pool (balanced) observations: 363

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.550666	0.973996	3.645461	0.0003
DINV?	0.144909	0.012606	11.49498	0.0000
DES?	-0.187404	0.061385	-3.052921	0.0024
INF?	-0.001076	0.000229	-4.688799	0.0000

CC?	0.002437	0.000879	2.771377	0.0059
AHORRO?	0.066091	0.035257	1.874552	0.0617
CONTROLES?	-0.475353	0.447318	-1.062672	0.2887
Random Effects (Cross)				
ARGENTINA--C	0.244778			
BOLIVIA--C	0.065752			
BRAZIL--C	0.005859			
CHILE--C	1.124715			
MEXICO--C	0.276153			
PARAGUAY--C	-0.172658			
PERU--C	-0.721759			
URUGUAY--C	-0.325105			
VENEZUELA--C	0.168962			
COLOMBIA--C	0.162729			
ECUADOR--C	-0.829427			
Random Effects (Period)				
1980--C	0.675715			
1981--C	-0.787822			
1982--C	-2.153906			
1983--C	-1.128802			
1984--C	-0.179738			
1985--C	-0.234130			
1986--C	1.164981			
1987--C	-0.324415			
1988--C	-0.474785			
1989--C	-0.623727			
1990--C	0.385155			
1991--C	0.029479			
1992--C	0.654316			
1993--C	-0.135362			
1994--C	0.990389			
1995--C	-0.307690			
1996--C	0.530688			
1997--C	0.258449			
1998--C	-0.624287			
1999--C	-0.877847			
2000--C	-0.274575			
2001--C	-0.695127			
2002--C	-0.970447			
2003--C	0.136920			
2004--C	1.213152			
2005--C	0.998660			
2006--C	0.739235			
2007--C	0.932020			
2008--C	-0.137747			
2009--C	-0.052171			
2010--C	0.552991			
2011--C	0.415548			
2012--C	0.304879			

	Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random		0.666971	0.0373
Period random		0.947318	0.0753
Idiosyncratic random		3.252861	0.8874

Weighted Statistics

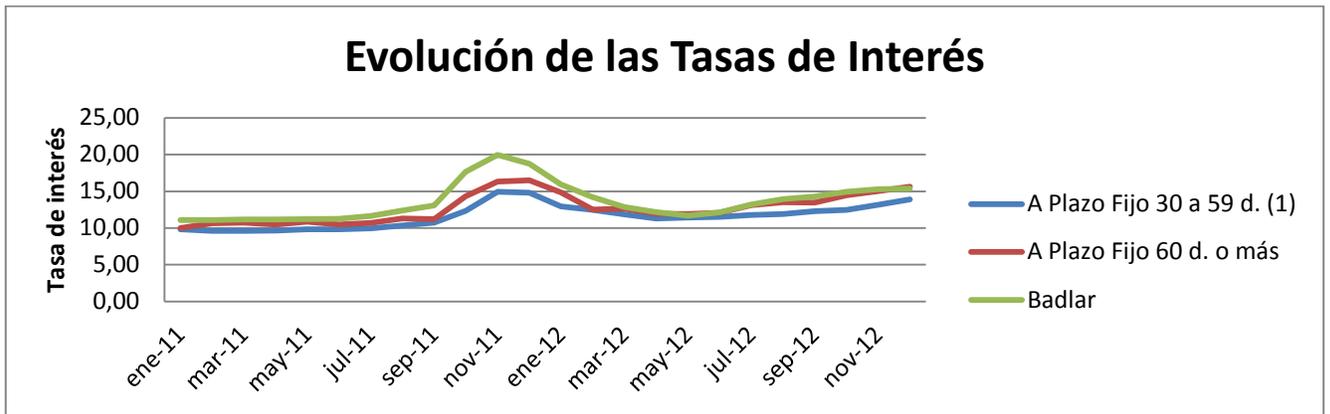
R-squared	0.353826	Mean dependent var	1.671496
Adjusted R-squared	0.342935	S.D. dependent var	4.095027
S.E. of regression	3.319410	Sum squared resid	3922.580
F-statistic	32.48915	Durbin-Watson stat	1.708240
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.382953	Mean dependent var	3.045758
Sum squared resid	4499.640	Durbin-Watson stat	1.601748

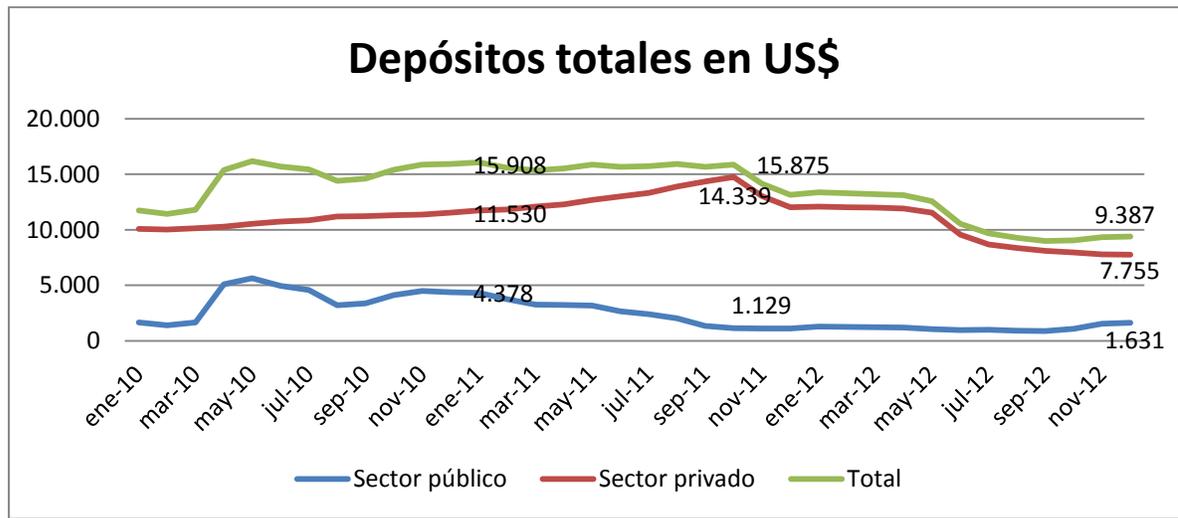
ANEXO B

Grafico N° 15: Evolución de las principales tasas de interés locales.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 16: Evolución de los depósitos en dólares expresados en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Cuadro N° 20: Variación promedio de los depósitos en dólares.

%	S. Público	S. Privado	Total
MEDIA 2010-12	3,817	-0,642	-0,417
MEDIA 2011-12	-3,03919993	-1,49867068	-2,06676786
ANTES	4,057	1,831	1,662
POST	3,458	-4,351	-3,537

Tabla N° 1: Cotización del dólar oficial, tarjeta, blue y brecha.

Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)	Dólar Tarjeta (\$/US\$)	Dólar Informal (\$/US\$)	Brecha	Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)	Dólar Tarjeta (\$/US\$)	Dólar Informal (\$/US\$)	Brecha	Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)
01/03/11	3,97	3,97	4,11	3%	3/29/2011	4,05	4,05	4,17	3%	6/22/2011	4,10
01/04/11	3,97	3,97	4,12	4%	3/30/2011	4,05	4,05	4,16	3%	6/23/2011	4,10
01/05/11	3,97	3,97	4,14	4%	3/31/2011	4,05	4,05	4,16	3%	6/24/2011	4,10
01/06/11	3,97	3,97	4,14	4%	04/01/11	4,05	4,05	4,16	2%	6/27/2011	4,10
01/07/11	3,97	3,97	4,12	4%	04/04/11	4,05	4,05	4,16	3%	6/28/2011	4,10
01/10/11	3,98	3,98	4,11	3%	04/05/11	4,05	4,05	4,16	3%	6/29/2011	4,11
01/11/11	3,98	3,98	4,13	4%	04/06/11	4,05	4,05	4,16	3%	6/30/2011	4,11
01/12/11	3,98	3,98	4,13	4%	04/07/11	4,05	4,05	4,16	3%	07/01/11	4,11
1/13/2011	3,98	3,98	4,14	4%	04/08/11	4,05	4,05	4,16	3%	07/04/11	4,11
1/14/2011	3,98	3,98	4,14	4%	04/11/11	4,05	4,05	4,16	3%	07/05/11	4,12
1/17/2011	3,98	3,98	4,13	4%	04/12/11	4,05	4,05	4,17	3%	07/06/11	4,12
1/18/2011	3,98	3,98	4,15	4%	4/13/2011	4,06	4,06	4,18	3%	07/07/11	4,12
1/19/2011	3,98	3,98	4,15	4%	4/14/2011	4,07	4,07	4,20	3%	07/08/11	4,12
1/20/2011	3,98	3,98	4,15	4%	4/15/2011	4,07	4,07	4,20	3%	07/11/11	4,12
1/21/2011	3,98	3,98	4,15	4%	4/18/2011	4,07	4,07	4,20	3%	07/12/11	4,12
1/24/2011	3,98	3,98	4,14	4%	4/19/2011	4,08	4,08	4,22	3%	7/13/2011	4,12
1/25/2011	3,99	3,99	4,14	4%	4/20/2011	4,08	4,08	4,22	4%	7/14/2011	4,12
1/26/2011	3,99	3,99	4,15	4%	4/25/2011	4,08	4,08	4,25	4%	7/15/2011	4,12
1/27/2011	3,99	3,99	4,15	4%	4/26/2011	4,08	4,08	4,28	5%	7/18/2011	4,13
1/28/2011	4,00	4,00	4,15	4%	4/27/2011	4,08	4,08	4,29	5%	7/19/2011	4,13
1/31/2011	4,00	4,00	4,14	3%	4/28/2011	4,08	4,08	4,33	6%	7/20/2011	4,14
02/01/11	4,01	4,01	4,13	3%	4/29/2011	4,08	4,08	4,31	6%	7/21/2011	4,14
02/02/11	4,01	4,01	4,12	3%	05/02/11	4,08	4,08	4,27	5%	7/22/2011	4,14
02/03/11	4,01	4,01	4,12	3%	05/03/11	4,08	4,08	4,29	5%	7/25/2011	4,14
02/04/11	4,02	4,02	4,12	2%	05/04/11	4,08	4,08	4,27	5%	7/26/2011	4,14
02/07/11	4,02	4,02	4,12	2%	05/05/11	4,08	4,08	4,27	5%	7/27/2011	4,14
02/08/11	4,02	4,02	4,14	3%	05/06/11	4,08	4,08	4,27	5%	7/28/2011	4,14
02/09/11	4,02	4,02	4,14	3%	05/09/11	4,08	4,08	4,27	5%	7/29/2011	4,14
02/10/11	4,02	4,02	4,14	3%	05/10/11	4,08	4,08	4,28	5%	08/01/11	4,15
02/11/11	4,02	4,02	4,15	3%	05/11/11	4,08	4,08	4,28	5%	08/02/11	4,15
2/14/2011	4,02	4,02	4,14	3%	05/12/11	4,08	4,08	4,29	5%	08/03/11	4,15
2/15/2011	4,02	4,02	4,16	3%	5/13/2011	4,08	4,08	4,29	5%	08/04/11	4,15
2/16/2011	4,02	4,02	4,17	4%	5/16/2011	4,08	4,08	4,29	5%	08/05/11	4,15
2/17/2011	4,02	4,02	4,18	4%	5/17/2011	4,09	4,09	4,32	6%	08/08/11	4,16
2/18/2011	4,02	4,02	4,18	4%	5/18/2011	4,09	4,09	4,32	6%	08/09/11	4,16
2/21/2011	4,03	4,03	4,16	3%	5/19/2011	4,09	4,09	4,33	6%	08/10/11	4,16
2/22/2011	4,03	4,03	4,16	3%	5/20/2011	4,09	4,09	4,33	6%	08/11/11	4,16
2/23/2011	4,03	4,03	4,17	3%	5/23/2011	4,09	4,09	4,34	6%	08/12/11	4,16
2/24/2011	4,03	4,03	4,17	4%	5/24/2011	4,09	4,09	4,35	6%	8/15/2011	4,16
2/25/2011	4,03	4,03	4,17	3%	5/26/2011	4,09	4,09	4,34	6%	8/16/2011	4,16
2/28/2011	4,03	4,03	4,15	3%	5/27/2011	4,09	4,09	4,34	6%	8/17/2011	4,17
03/01/11	4,03	4,03	4,15	3%	5/30/2011	4,09	4,09	4,33	6%	8/18/2011	4,17
03/02/11	4,03	4,03	4,15	3%	5/31/2011	4,09	4,09	4,30	5%	8/19/2011	4,18
03/03/11	4,03	4,03	4,14	3%	06/01/11	4,09	4,09	4,31	5%	8/23/2011	4,18
03/04/11	4,03	4,03	4,13	3%	06/02/11	4,09	4,09	4,30	5%	8/24/2011	4,19
03/09/11	4,03	4,03	4,12	2%	06/03/11	4,09	4,09	4,28	5%	8/25/2011	4,19
03/10/11	4,03	4,03	4,11	2%	06/06/11	4,09	4,09	4,27	4%	8/26/2011	4,19
03/11/11	4,03	4,03	4,14	3%	06/07/11	4,09	4,09	4,26	4%	8/29/2011	4,19
3/14/2011	4,03	4,03	4,14	3%	06/08/11	4,09	4,09	4,28	4%	8/30/2011	4,19
3/15/2011	4,03	4,03	4,16	3%	06/09/11	4,09	4,09	4,26	4%	8/31/2011	4,20
3/16/2011	4,04	4,04	4,17	3%	06/10/11	4,09	4,09	4,26	4%	09/01/11	4,21
3/17/2011	4,04	4,04	4,16	3%	6/13/2011	4,09	4,09	4,26	4%	09/02/11	4,22
3/18/2011	4,04	4,04	4,16	3%	6/14/2011	4,09	4,09	4,29	5%	09/05/11	4,21
3/21/2011	4,04	4,04	4,16	3%	6/15/2011	4,09	4,09	4,31	5%	09/06/11	4,21
3/22/2011	4,04	4,04	4,16	3%	6/16/2011	4,09	4,09	4,31	5%	09/07/11	4,21
3/23/2011	4,04	4,04	4,17	3%	6/17/2011	4,09	4,09	4,30	5%	09/08/11	4,21
3/28/2011	4,04	4,04	4,17	3%	6/21/2011	4,10	4,10	4,29	5%	09/09/11	4,20

Tabla N° 1: Cotización del dólar oficial, tarjeta, blue y brecha.

Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)	Dólar Tarjeta (\$/US\$)	Dólar Informal (\$/US\$)	Brecha	Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)	Dólar Tarjeta (\$/US\$)	Dólar Informal (\$/US\$)	Brecha	Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)
09/12/11	4,20	4,20	4,43	5%	01/09/12	4,32	4,32	4,79	11%	05/09/12	4,44
9/13/2011	4,20	4,20	4,44	6%	01/10/12	4,31	4,31	4,79	11%	05/10/12	4,44
9/14/2011	4,20	4,20	4,44	6%	01/11/12	4,31	4,31	4,80	11%	05/11/12	4,44
9/15/2011	4,20	4,20	4,44	6%	01/12/12	4,31	4,31	4,80	11%	5/14/2012	4,44
9/16/2011	4,20	4,20	4,44	6%	1/13/2012	4,31	4,31	4,81	11%	5/15/2012	4,44
9/19/2011	4,20	4,20	4,44	6%	1/16/2012	4,31	4,31	4,81	11%	5/16/2012	4,44
9/20/2011	4,20	4,20	4,44	6%	1/17/2012	4,32	4,32	4,81	11%	5/17/2012	4,45
9/21/2011	4,19	4,19	4,44	6%	1/18/2012	4,32	4,32	4,83	12%	5/18/2012	4,45
9/22/2011	4,20	4,20	4,45	6%	1/19/2012	4,32	4,32	4,84	12%	5/21/2012	4,46
9/23/2011	4,20	4,20	4,49	7%	1/20/2012	4,32	4,32	4,84	12%	5/22/2012	4,47
9/26/2011	4,20	4,20	4,47	6%	1/23/2012	4,33	4,33	4,85	12%	5/23/2012	4,47
9/27/2011	4,20	4,20	4,45	6%	1/24/2012	4,33	4,33	4,84	12%	5/24/2012	4,47
9/28/2011	4,20	4,20	4,45	6%	1/25/2012	4,34	4,34	4,84	12%	5/28/2012	4,48
9/29/2011	4,20	4,20	4,43	5%	1/26/2012	4,33	4,33	4,85	12%	5/29/2012	4,47
9/30/2011	4,20	4,20	4,43	5%	1/27/2012	4,34	4,34	4,84	11%	5/30/2012	4,47
10/03/11	4,20	4,20	4,42	5%	1/30/2012	4,33	4,33	4,81	11%	5/31/2012	4,47
10/04/11	4,20	4,20	4,44	6%	1/31/2012	4,34	4,34	4,79	10%	06/01/12	4,47
10/05/11	4,21	4,21	4,43	5%	02/01/12	4,34	4,34	4,78	10%	06/04/12	4,47
10/06/11	4,21	4,21	4,41	5%	02/02/12	4,33	4,33	4,78	10%	06/05/12	4,48
10/07/11	4,21	4,21	4,40	4%	02/03/12	4,33	4,33	4,78	10%	06/06/12	4,49
10/11/11	4,21	4,21	4,39	4%	02/06/12	4,33	4,33	4,77	10%	06/07/12	4,49
10/12/11	4,21	4,21	4,38	4%	02/07/12	4,34	4,34	4,73	9%	06/08/12	4,49
10/13/2011	4,21	4,21	4,43	5%	02/08/12	4,34	4,34	4,73	9%	06/11/12	4,49
10/14/2011	4,21	4,21	4,43	5%	02/09/12	4,34	4,34	4,76	10%	06/12/12	4,49
10/17/2011	4,22	4,22	4,41	5%	02/10/12	4,35	4,35	4,76	10%	6/13/2012	4,49
10/18/2011	4,22	4,22	4,42	5%	2/13/2012	4,35	4,35	4,74	9%	6/14/2012	4,50
10/19/2011	4,23	4,23	4,45	5%	2/14/2012	4,35	4,35	4,74	9%	6/15/2012	4,50
10/20/2011	4,23	4,23	4,47	6%	2/15/2012	4,35	4,35	4,76	9%	6/18/2012	4,50
10/21/2011	4,23	4,23	4,47	6%	2/16/2012	4,35	4,35	4,74	9%	6/19/2012	4,50
10/24/2011	4,24	4,24	4,46	5%	2/17/2012	4,36	4,36	4,76	9%	6/21/2012	4,51
10/25/2011	4,24	4,24	4,47	5%	2/22/2012	4,36	4,36	4,74	9%	6/22/2012	4,51
10/26/2011	4,24	4,24	4,48	6%	2/23/2012	4,36	4,36	4,73	9%	6/25/2012	4,51
10/27/2011	4,24	4,24	4,50	6%	2/24/2012	4,35	4,35	4,73	9%	6/26/2012	4,52
10/28/2011	4,24	4,24	4,49	6%	2/28/2012	4,36	4,36	4,73	8%	6/27/2012	4,52
10/31/2011	4,24	4,24	4,49	6%	2/29/2012	4,36	4,36	4,72	8%	6/28/2012	4,52
11/01/11	4,24	4,24	4,62	9%	03/01/12	4,35	4,35	4,70	8%	6/29/2012	4,53
11/02/11	4,25	4,25	4,69	10%	03/02/12	4,34	4,34	4,69	8%	07/02/12	4,53
11/03/11	4,25	4,25	4,68	10%	03/05/12	4,33	4,33	4,69	8%	07/03/12	4,53
11/04/11	4,25	4,25	4,67	10%	03/06/12	4,34	4,34	4,69	8%	07/04/12	4,53
11/07/11	4,26	4,26	4,68	10%	03/07/12	4,34	4,34	4,71	9%	07/05/12	4,53
11/08/11	4,26	4,26	4,75	12%	03/08/12	4,34	4,34	4,71	9%	07/06/12	4,53
11/09/11	4,26	4,26	4,87	14%	03/09/12	4,34	4,34	4,71	9%	07/10/12	4,54
11/10/11	4,26	4,26	5,00	17%	03/12/12	4,35	4,35	4,71	8%	07/11/12	4,54
11/11/11	4,26	4,26	4,99	17%	3/13/2012	4,35	4,35	4,72	9%	07/12/12	4,54
11/14/2011	4,27	4,27	4,79	12%	3/14/2012	4,36	4,36	4,74	9%	7/13/2012	4,55
11/15/2011	4,27	4,27	4,75	11%	3/15/2012	4,36	4,36	4,79	10%	7/16/2012	4,55
11/16/2011	4,26	4,26	4,75	12%	3/16/2012	4,35	4,35	4,82	11%	7/17/2012	4,55
11/17/2011	4,26	4,26	4,70	10%	3/19/2012	4,36	4,36	4,79	10%	7/18/2012	4,55
11/18/2011	4,26	4,26	4,75	12%	3/20/2012	4,36	4,36	4,82	10%	7/19/2012	4,56
11/21/2011	4,26	4,26	4,70	10%	3/21/2012	4,37	4,37	4,86	11%	7/20/2012	4,56
11/22/2011	4,26	4,26	4,70	10%	3/22/2012	4,37	4,37	4,87	12%	7/23/2012	4,57
11/23/2011	4,26	4,26	4,70	10%	3/23/2012	4,37	4,37	4,89	12%	7/24/2012	4,57
11/24/2011	4,26	4,26	4,73	11%	3/26/2012	4,37	4,37	4,91	12%	7/25/2012	4,57
11/25/2011	4,26	4,26	4,75	11%	3/27/2012	4,37	4,37	4,93	13%	7/26/2012	4,57
11/29/2011	4,27	4,27	4,75	11%	3/28/2012	4,37	4,37	4,93	13%	7/27/2012	4,58
11/30/2011	4,28	4,28	4,74	11%	3/29/2012	4,38	4,38	4,94	13%	7/30/2012	4,58
12/01/11	4,28	4,28	4,75	11%	3/30/2012	4,38	4,38	4,93	13%	7/31/2012	4,58

Tabla N° 1: Cotización del dólar oficial, tarjeta, blue y brecha.

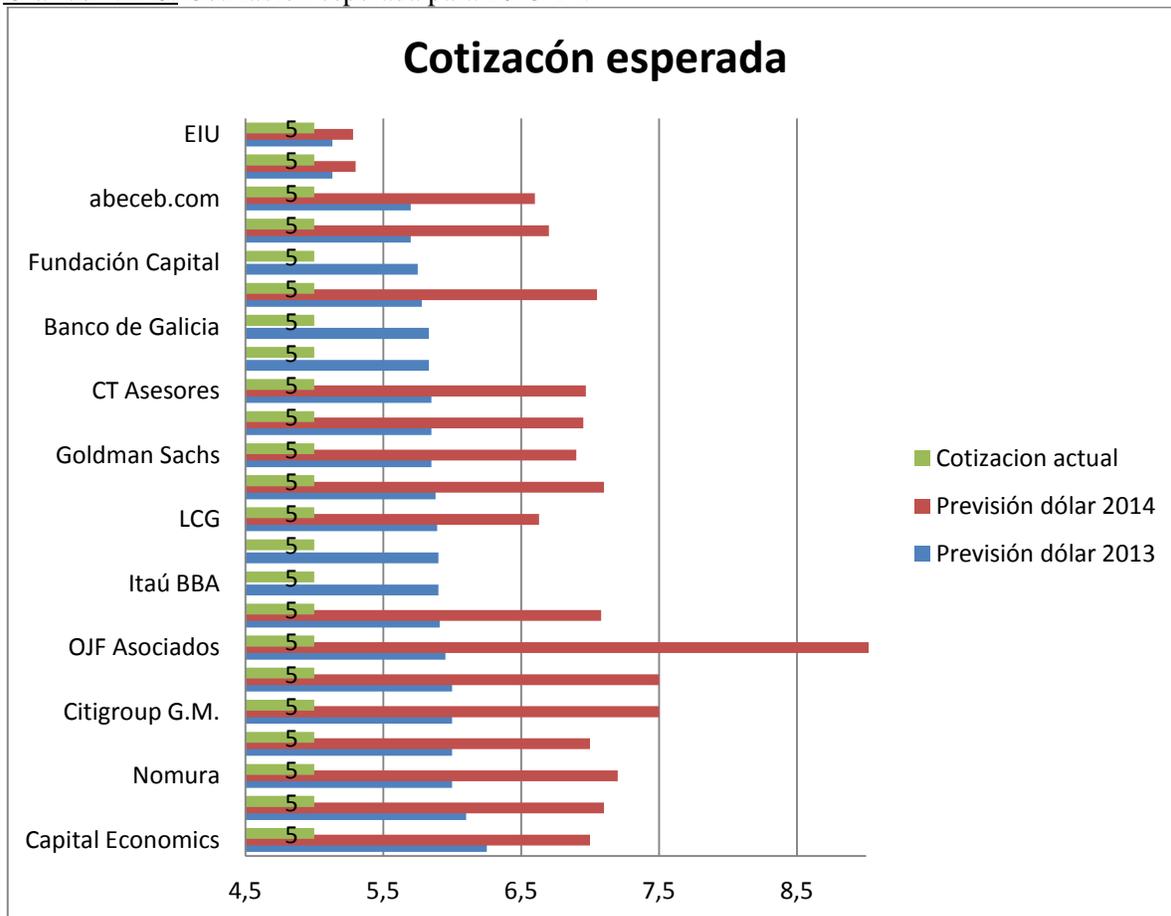
Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)	Dólar Tarjeta (\$/US\$)	Dólar Informal (\$/US\$)	Brecha	Fecha	Dólar oficial (\$/US\$)	Dólar Tarjeta (\$/US\$)	Dólar Informal (\$/US\$)	Brecha
09/03/12	4,64	5,34	6,34	19%	11/15/2012	4,79	5,51	6,35	15%
09/04/12	4,64	5,34	6,35	19%	11/16/2012	4,80	5,52	6,40	16%
09/05/12	4,65	5,35	6,35	19%	11/19/2012	4,80	5,52	6,36	15%
09/06/12	4,65	5,35	6,34	18%	11/20/2012	4,81	5,53	6,36	15%
09/07/12	4,66	5,36	6,33	18%	11/21/2012	4,81	5,53	6,38	15%
09/10/12	4,66	5,36	6,33	18%	11/22/2012	4,82	5,55	6,41	16%
09/11/12	4,66	5,36	6,30	18%	11/23/2012	4,82	5,54	6,46	17%
09/12/12	4,66	5,36	6,32	18%	11/27/2012	4,82	5,55	6,45	16%
9/13/2012	4,66	5,36	6,30	17%	11/28/2012	4,83	5,55	6,47	17%
9/14/2012	4,67	5,37	6,31	18%	11/13/2012	4,78	5,50	6,32	15%
9/17/2012	4,67	5,37	6,30	17%	11/14/2012	4,79	5,50	6,35	15%
9/18/2012	4,68	5,38	6,31	17%	11/29/2012	4,83	5,55	6,44	16%
9/19/2012	4,68	5,38	6,31	17%	11/30/2012	4,83	5,56	6,44	16%
9/20/2012	4,68	5,38	6,32	17%	12/03/12	4,84	5,57	6,44	16%
9/21/2012	4,68	5,39	6,32	17%	12/04/12	4,84	5,57	6,44	16%
9/25/2012	4,69	5,39	6,32	17%	12/05/12	4,85	5,58	6,44	15%
9/26/2012	4,69	5,39	6,29	17%	12/06/12	4,85	5,58	6,44	15%
9/27/2012	4,69	5,40	6,30	17%	12/07/12	4,86	5,59	6,47	16%
9/28/2012	4,69	5,40	6,30	17%	12/10/12	4,86	5,59	6,45	15%
10/01/12	4,70	5,40	6,26	16%	12/11/12	4,87	5,60	6,44	15%
10/02/12	4,70	5,40	6,26	16%	12/12/12	4,87	5,60	6,48	16%
10/03/12	4,70	5,41	6,25	16%	12/13/2012	4,87	5,60	6,52	16%
10/04/12	4,70	5,41	6,19	14%	12/14/2012	4,88	5,61	6,53	16%
10/05/12	4,71	5,41	6,18	14%	12/17/2012	4,88	5,62	6,52	16%
10/09/12	4,71	5,42	6,20	14%	12/18/2012	4,89	5,62	6,53	16%
10/10/12	4,71	5,42	6,21	15%	12/19/2012	4,89	5,63	6,55	16%
10/11/12	4,72	5,43	6,21	14%	12/20/2012	4,90	5,63	6,63	18%
10/12/12	4,72	5,43	6,20	14%	12/21/2012	4,90	5,64	6,61	17%
10/15/2012	4,73	5,43	6,20	14%	12/26/2012	4,91	5,65	6,64	18%
10/16/2012	4,73	5,44	6,22	14%	12/27/2012	4,91	5,65	6,78	20%
10/17/2012	4,73	5,44	6,33	16%	12/28/2012	4,91	5,65	6,80	20%
10/18/2012	4,73	5,44	6,32	16%	12/31/2012	4,92	5,65	6,80	20%
10/19/2012	4,74	5,45	6,31	16%	01/02/13	4,92	5,66	6,91	22%
10/22/2012	4,74	5,45	6,28	15%	01/03/13	4,93	5,67	7,07	25%
10/23/2012	4,74	5,46	6,32	16%	01/04/13	4,93	5,67	7,04	24%
10/24/2012	4,75	5,46	6,37	17%	01/07/13	4,93	5,67	7,04	24%
10/25/2012	4,75	5,46	6,37	17%	01/08/13	4,93	5,67	7,05	24%
10/26/2012	4,75	5,47	6,38	17%	01/09/13	4,94	5,68	7,12	25%
10/29/2012	4,76	5,47	6,35	16%	01/10/13	4,94	5,68	7,25	28%
10/30/2012	4,76	5,47	6,36	16%	01/11/13	4,94	5,68	7,20	27%
10/31/2012	4,77	5,48	6,34	16%	1/14/2013	4,95	5,69	7,25	27%
11/01/12	4,77	5,49	6,34	16%	1/15/2013	4,95	5,69	7,36	29%
11/02/12	4,77	5,49	6,33	15%	1/16/2013	4,95	5,69	7,50	32%
11/05/12	4,77	5,49	6,34	16%	1/17/2013	4,95	5,69	7,51	32%
11/07/12	4,77	5,49	6,30	15%	1/18/2013	4,95	5,69	7,48	31%
11/08/12	4,77	5,49	6,33	15%	1/21/2013	4,96	5,70	7,44	31%
11/09/12	4,78	5,49	6,33	15%	1/22/2013	4,96	5,70	7,43	30%
11/12/12	4,78	5,50	6,32	15%	1/23/2013	4,96	5,70	7,52	32%

Gráfico N° 17: Brecha cambiaria



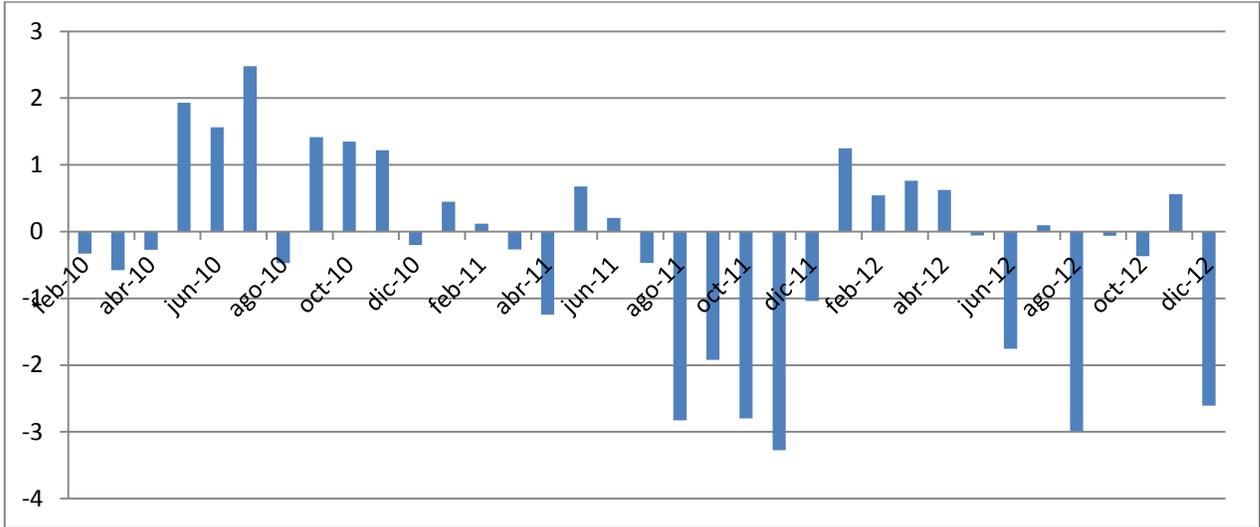
Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 18: Cotización esperada para 2013-14.



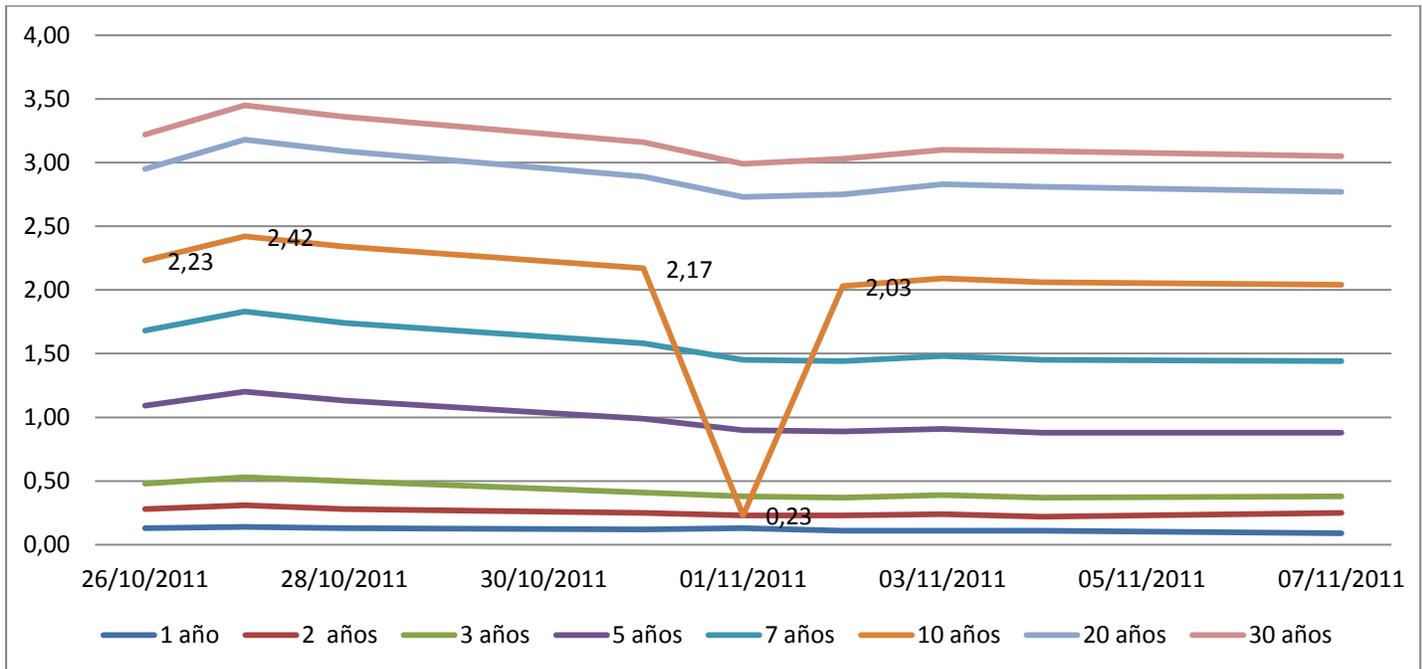
Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 19: Variación mensual de las reservas internacionales del BCRA.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 20: Rendimiento de los bonos de tesorería de EEUU.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

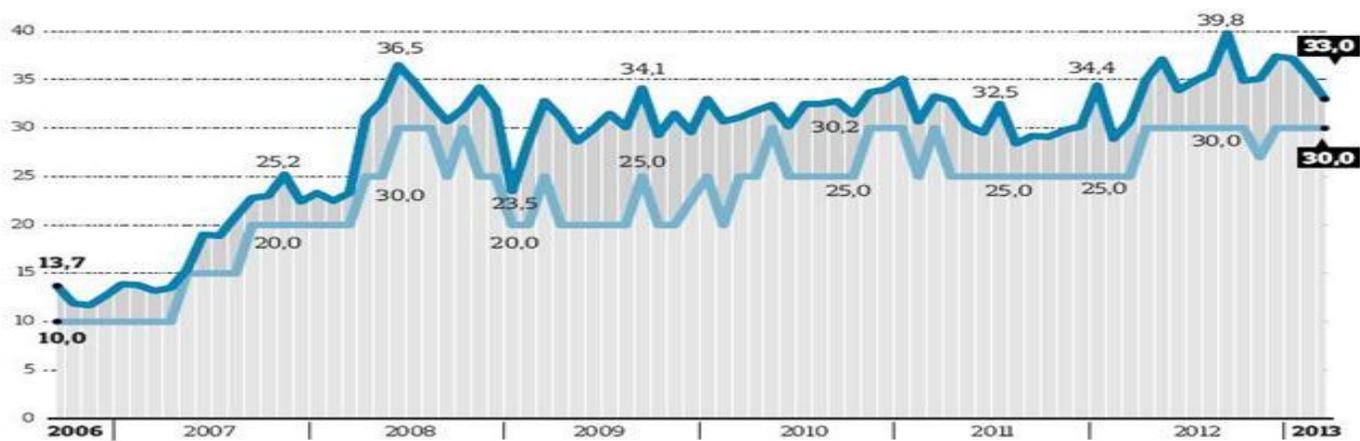
Tabla N° 2: Inflación estimada por INDEC y CONGRESO.

Fecha	INDEC	Congreso
1/31/2011	0,7	1,7
2/28/2011	0,7	1,5
3/31/2011	0,8	2
4/30/2011	0,8	2
5/31/2011	0,7	1,5
6/30/2011	0,7	1,6
7/30/2011	0,8	1,52
8/31/2011	0,8	1,87
9/30/2011	0,8	1,89
10/31/2011	0,6	1,49
11/30/2011	0,6	1,44
12/31/2011	0,8	1,9
1/31/2012	0,9	1,9
2/29/2012	0,7	1,65
3/31/2012	0,9	2,31
4/30/2012	0,8	2,16
5/31/2012	0,8	1,71
6/30/2012	0,7	1,63
7/31/2012	0,8	1,76
8/31/2012	0,9	1,91
9/30/2012	0,9	1,93
10/31/2012	0,8	1,82
11/30/2012	0,9	1,81
12/31/2012	1	2,1

Gráfico N° 21: Inflación esperada.

Expectativas de inflación

En porcentaje anual — Mediana — Promedio



Fuente: UTDT/LA NACION

Gráfico N° 22: Índice de tipo de cambio real.

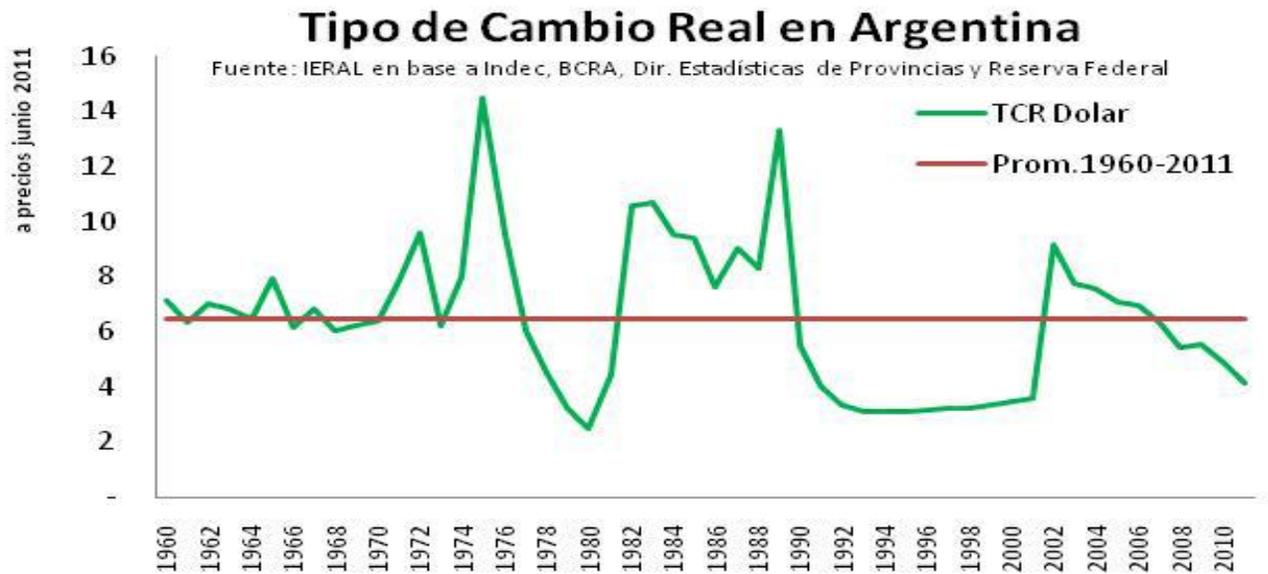
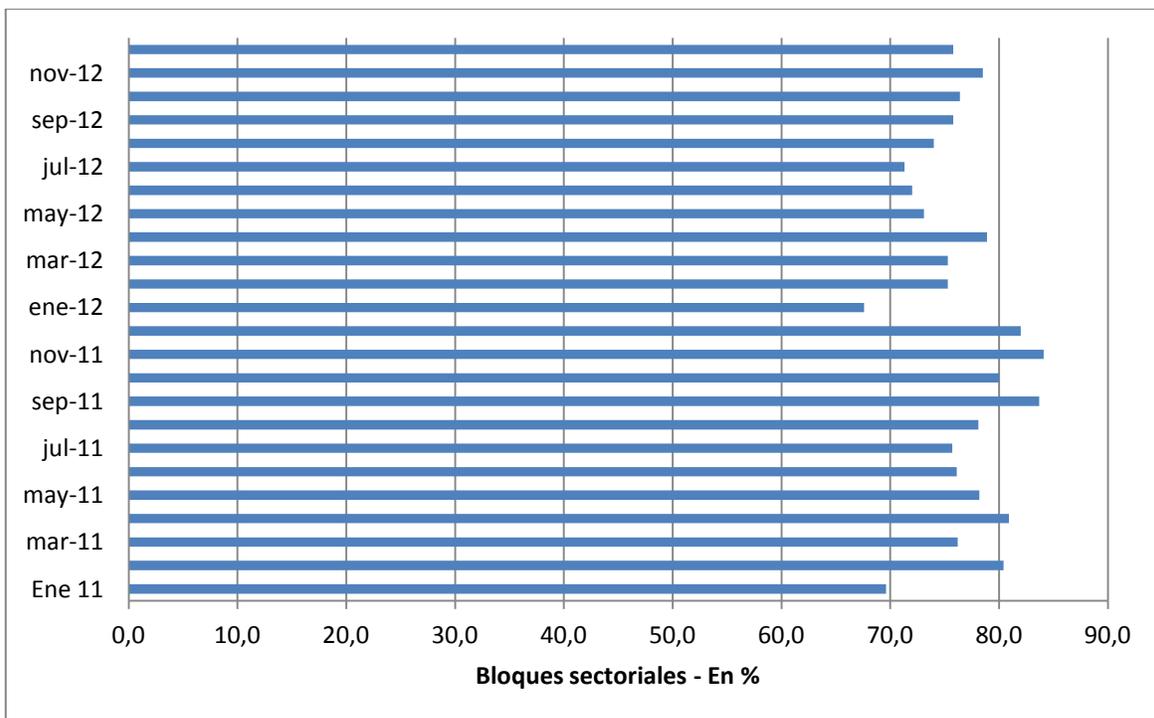


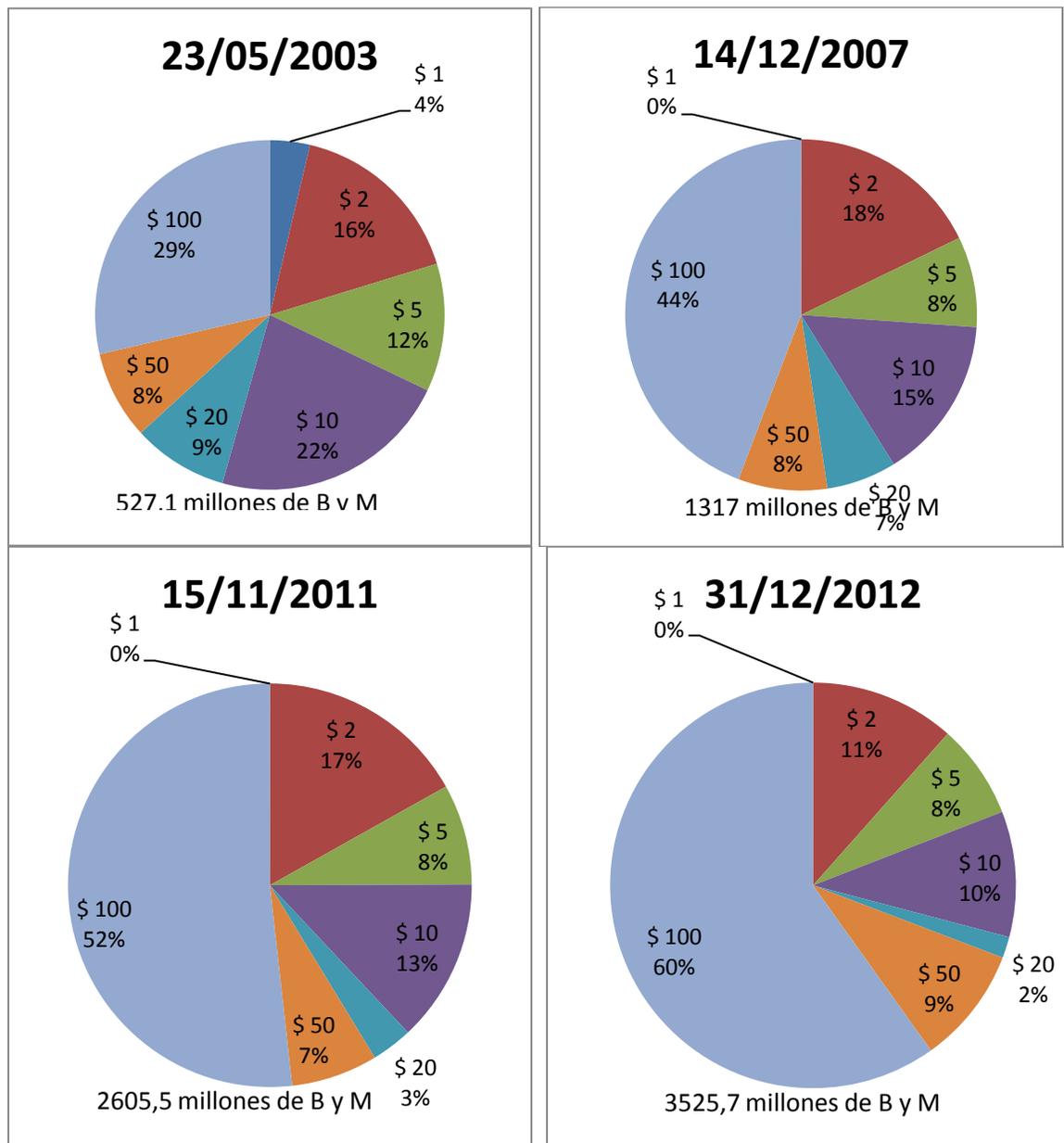
Gráfico N° 23: Utilización de la capacidad instalada en la Industria.



Media 2007-11	75,4228521
Media 2011-12	76,6
Antes	77,9
Despues	75,7

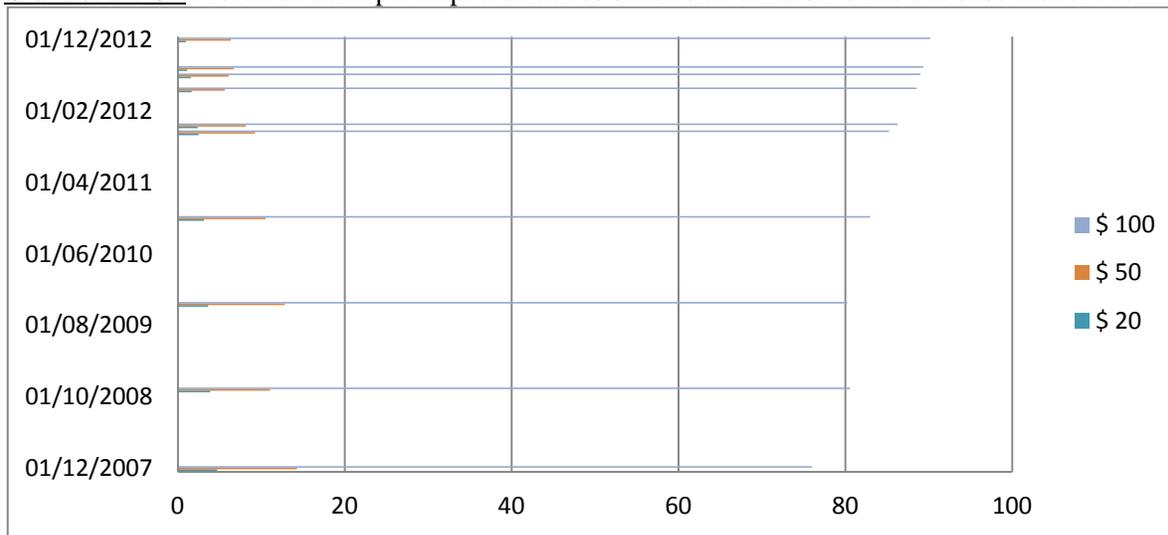
Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC.

Gráfico N° 24: Evolución de la participación de los billetes sobre la cantidad total.



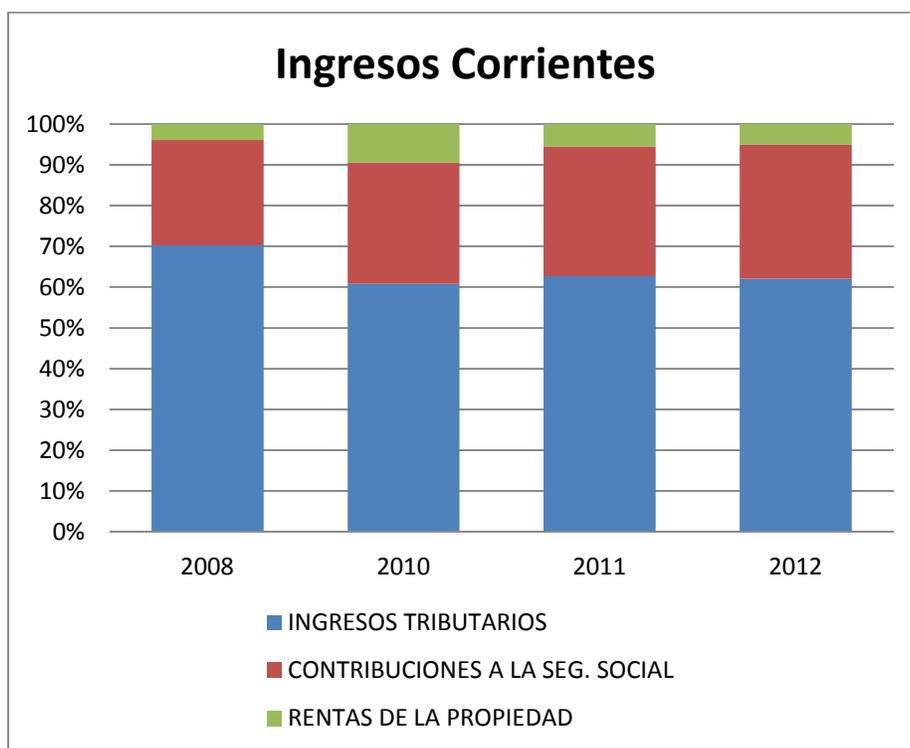
Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC.

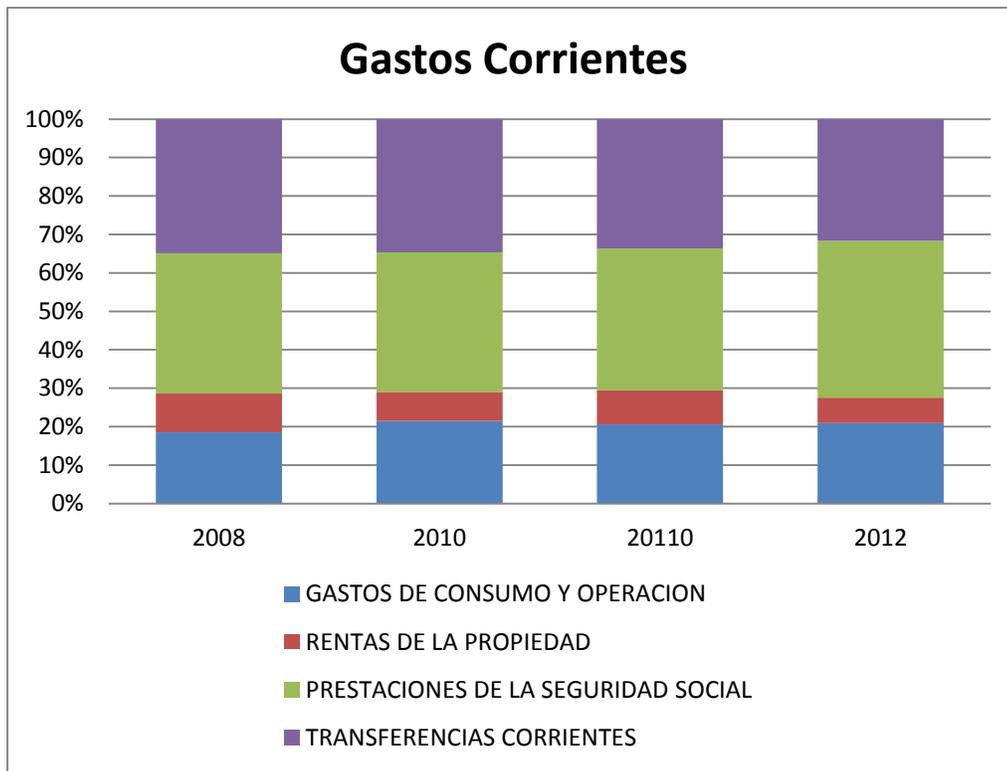
Gráfico N° 25: Evolución de la participación de los billetes en el valor total de la base monetaria.



Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC.

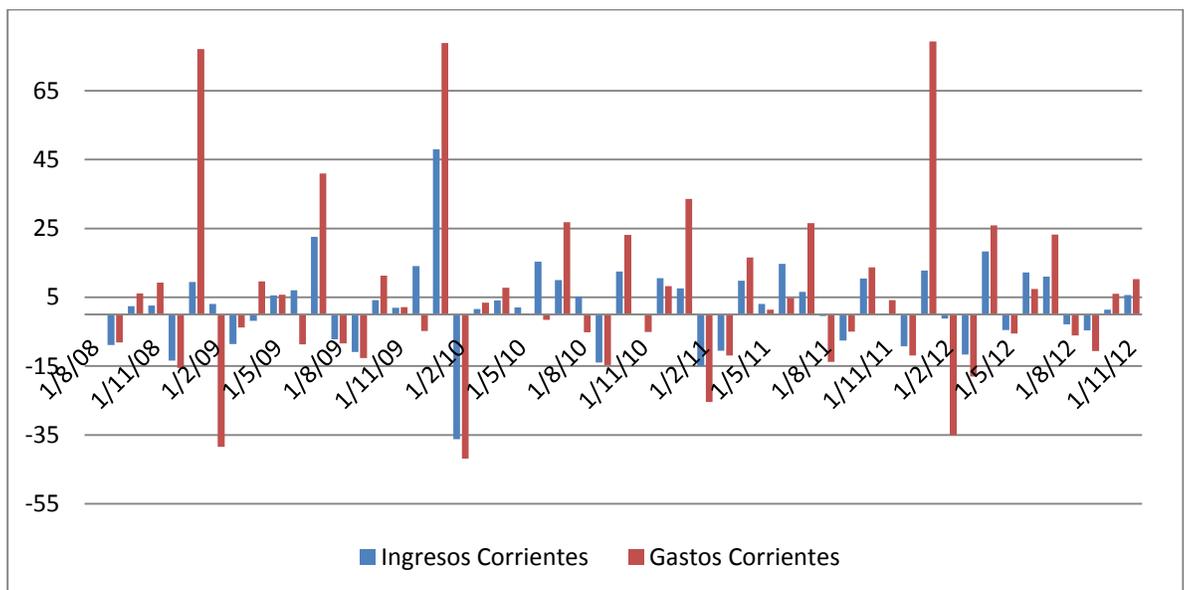
Gráfico N° 26 Y 27: Evolución de la composición de los ingresos y gastos primarios.





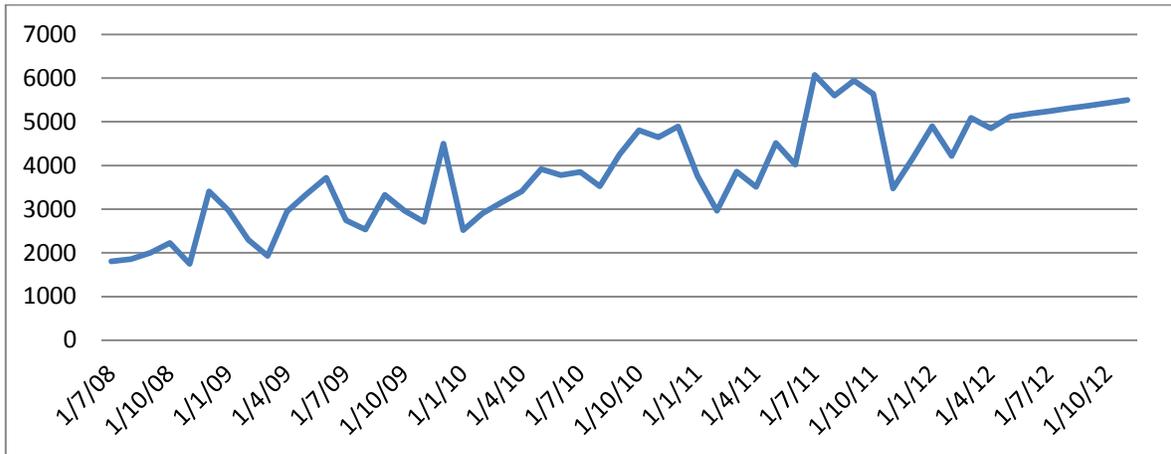
Fuente: Elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal, Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

Gráfico N° 28: Variación mensual de los ingresos y gastos corrientes.



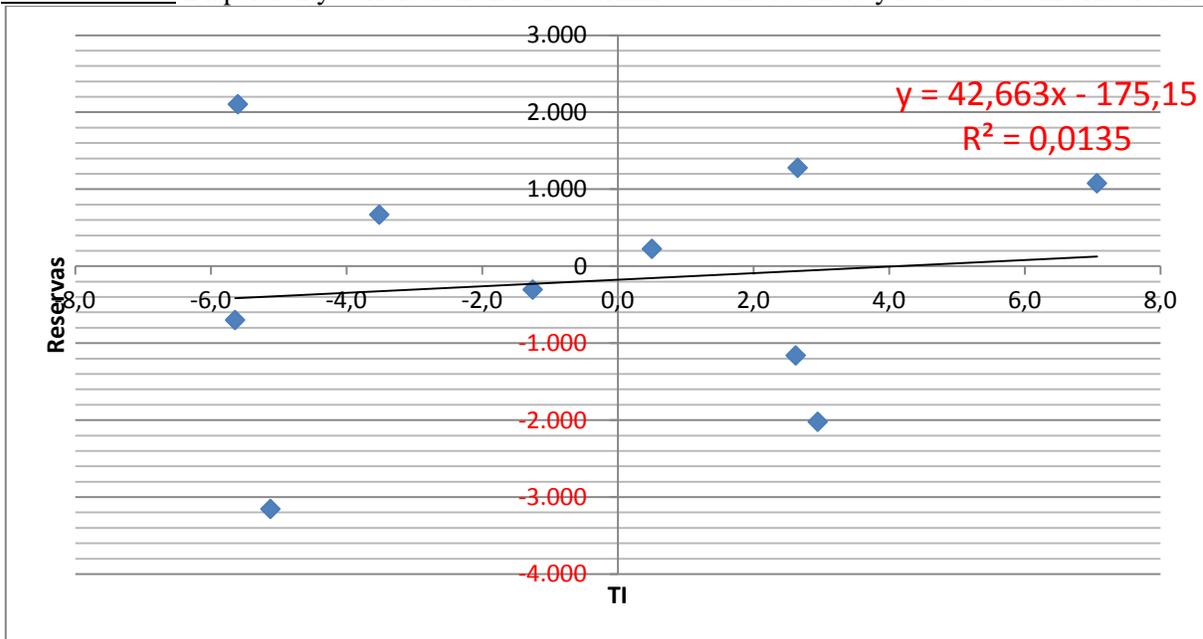
Fuente: Elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal, Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

Gráfico N° 29: Evolución del gasto total en capital expresado en millones de pesos corrientes.



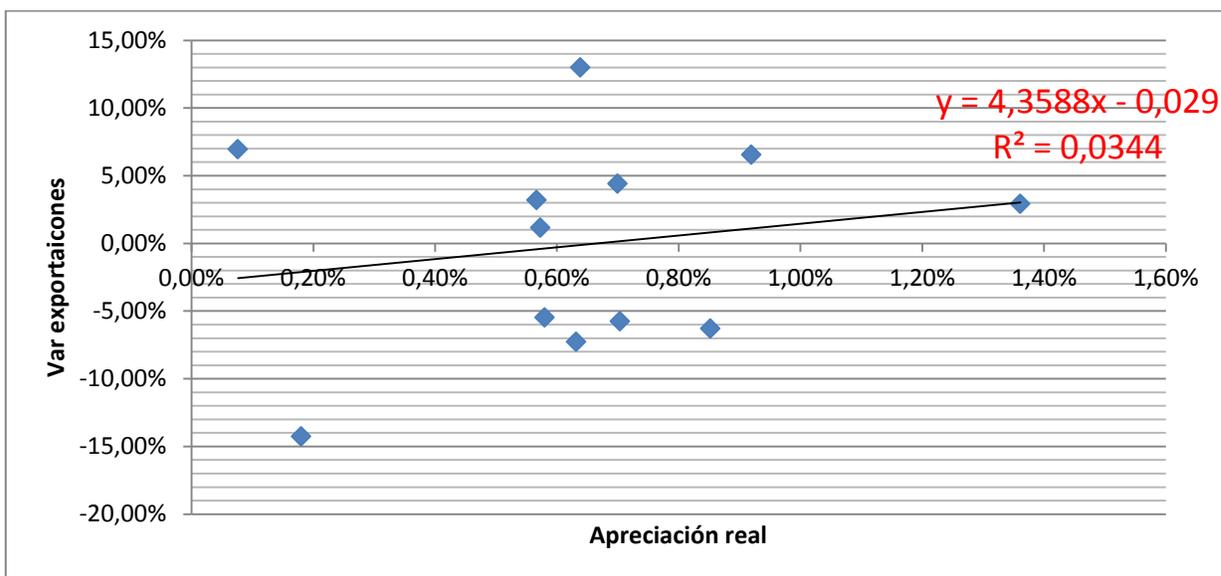
Fuente: Elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal, Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

Gráfico N° 30: Dispersión y correlación entre los términos de intercambio y las reservas internacionales.



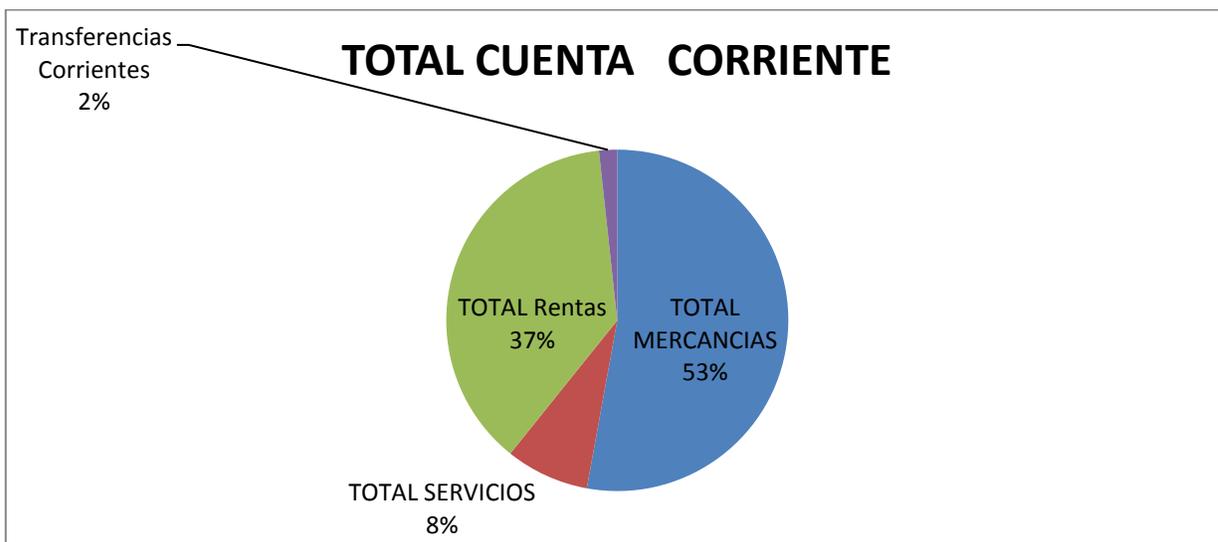
Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 31: Evolución mensual de la balanza comercio en millones de dólares para el 2012.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 32: Composición de la cuenta corriente en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Gráfico N° 33: Riesgo país y monedas internacionales.

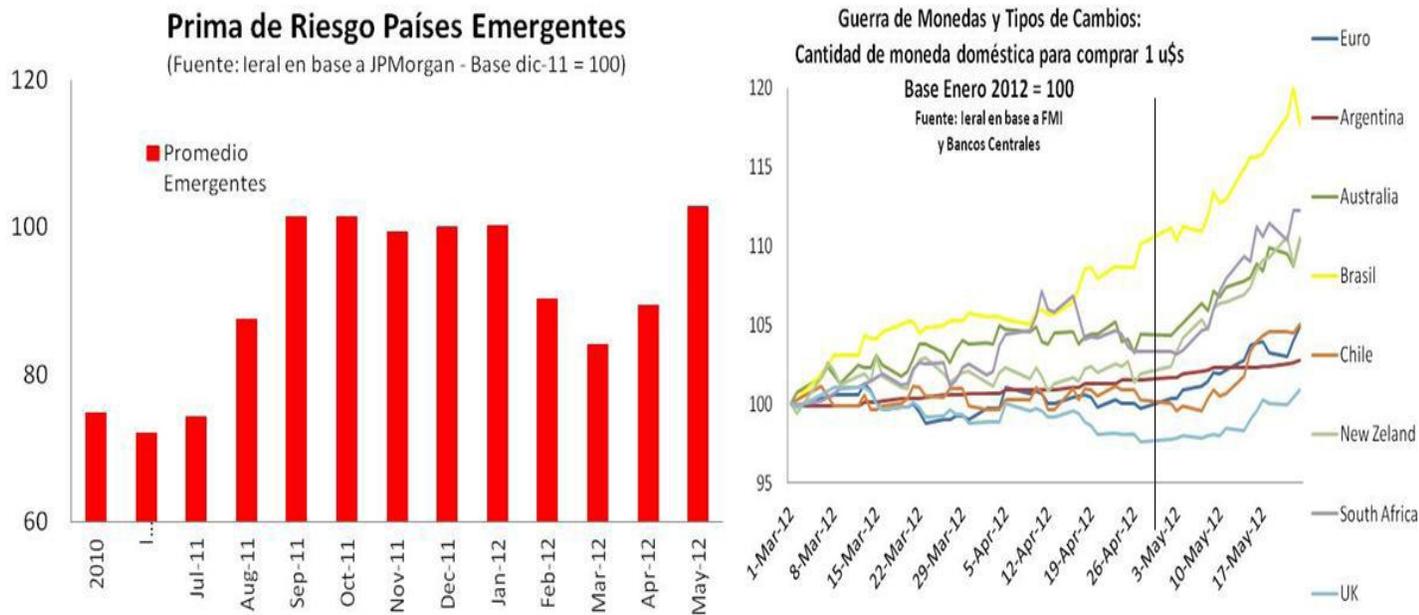
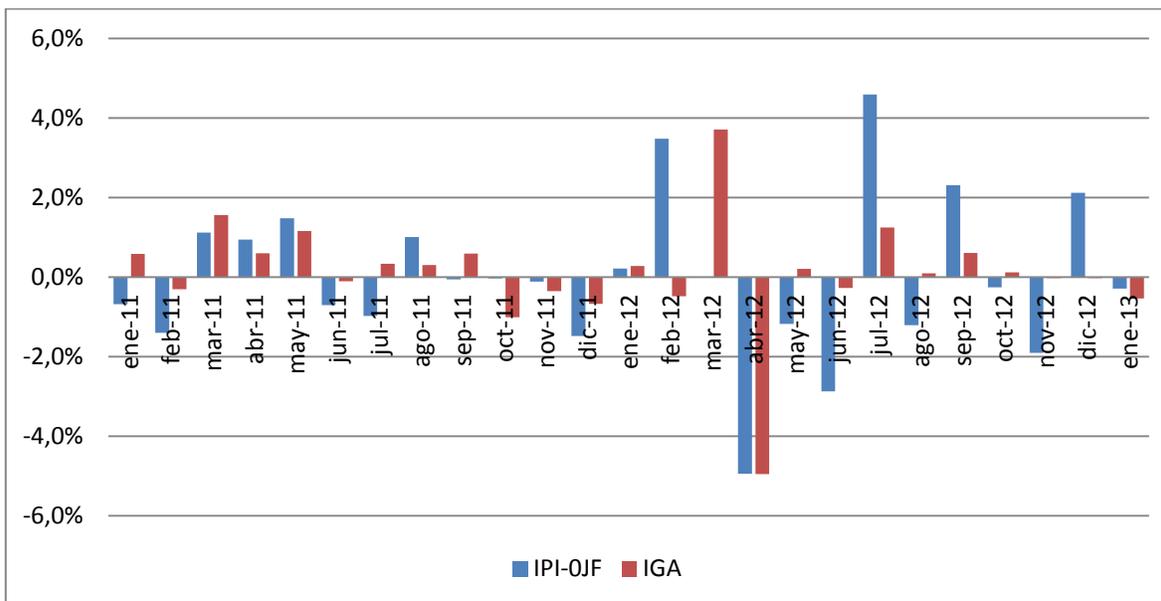


Gráfico N° 34: Dolarización de portafolio y cotización del peso.

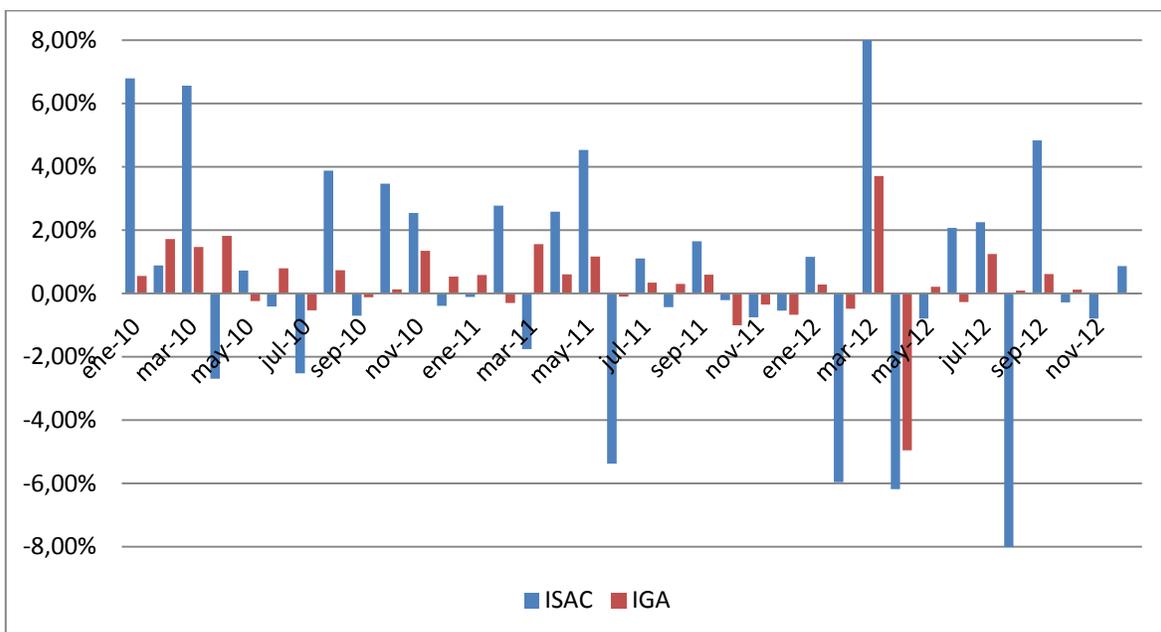


Gráfico N° 35: Variación mensual de la actividad industrial y económica.



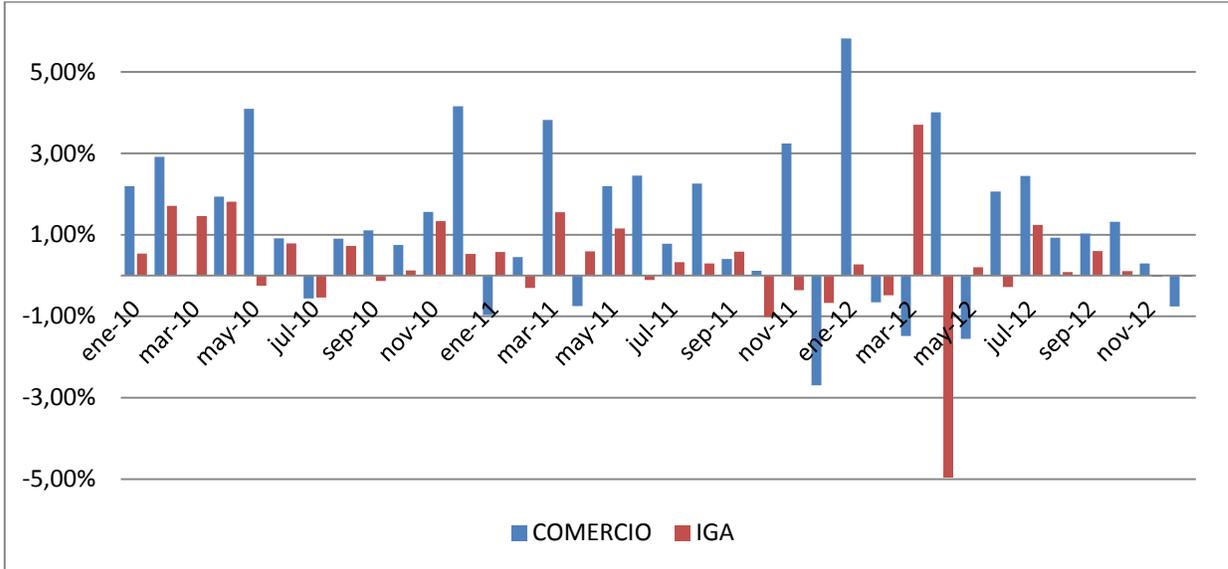
Fuente: Elaboración propia con datos de OJ-Freres & Asociados.

Gráfico N° 36: Variación mensual del sector construcción y actividad económica.



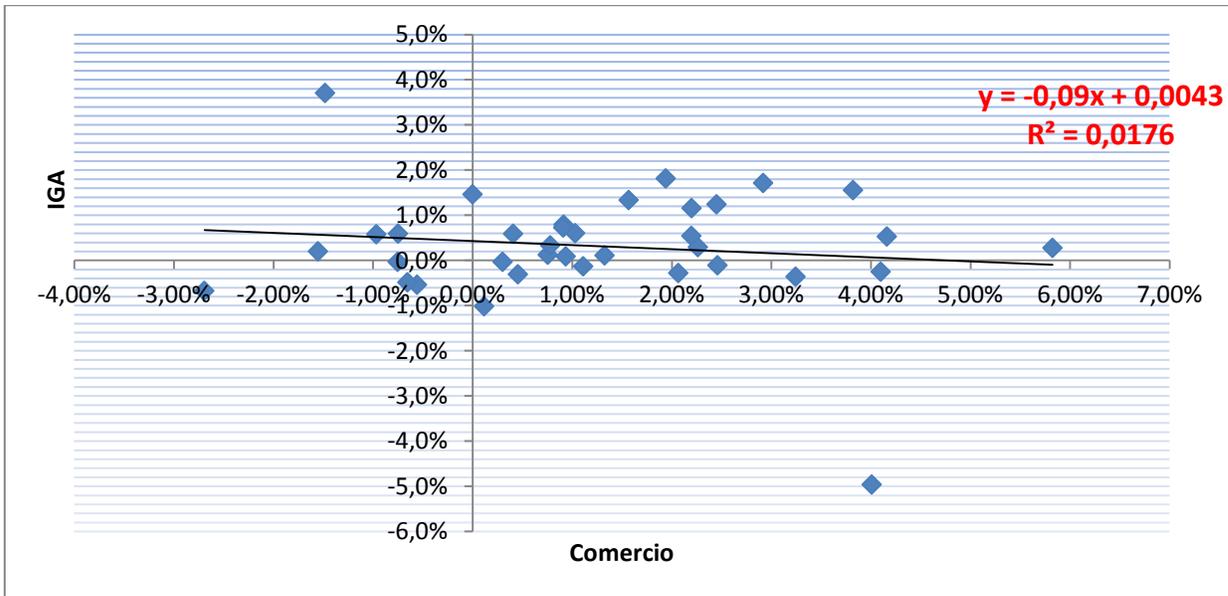
Fuente: Elaboración propia con datos de OJ-Freres & Asociados e INDEC.

Gráfico N° 37: Variación mensual del sector comercio y actividad económica.



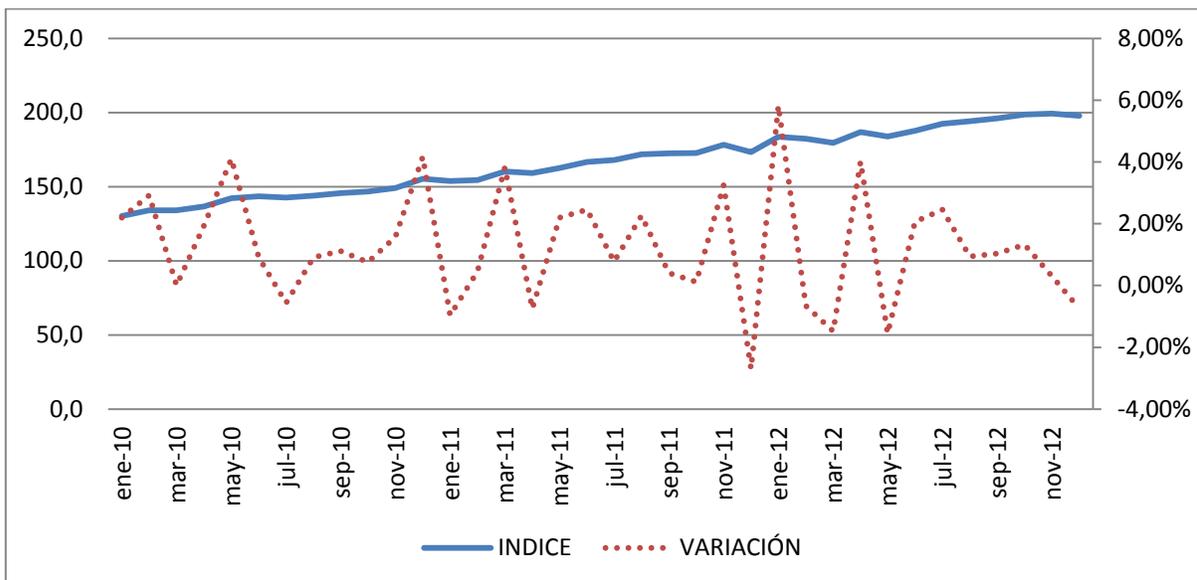
Fuente: Elaboración propia con datos de OJ-Freres & Asociados e INDEC.

Gráfico N° 38: Correlación entre el crecimiento del sector comercio y actividad económica.



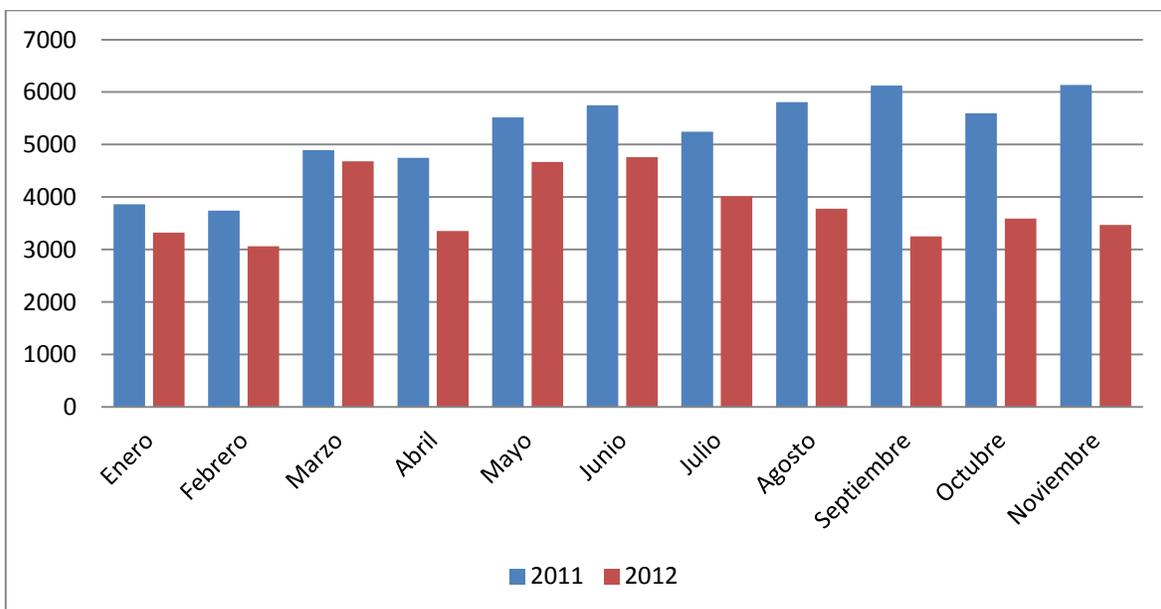
Fuente: Elaboración propia con datos de OJ-Freres & Asociados e INDEC.

Gráfico N° 39: Evolución del sector comercio.



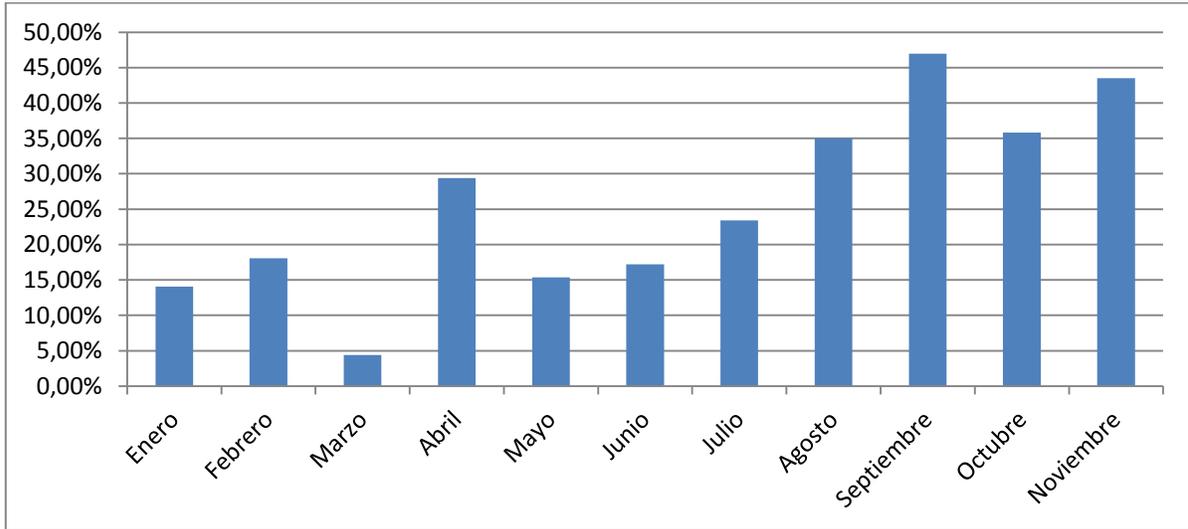
Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC.

Gráfico N° 40: Evolución de las escrituras en CABA entre 2011-12 en cantidades.



Fuente: Elaboración propia con datos de Diario La Nación.

Gráfico N° 41: Variación interanual de la cantidad de escrituras en CABA.

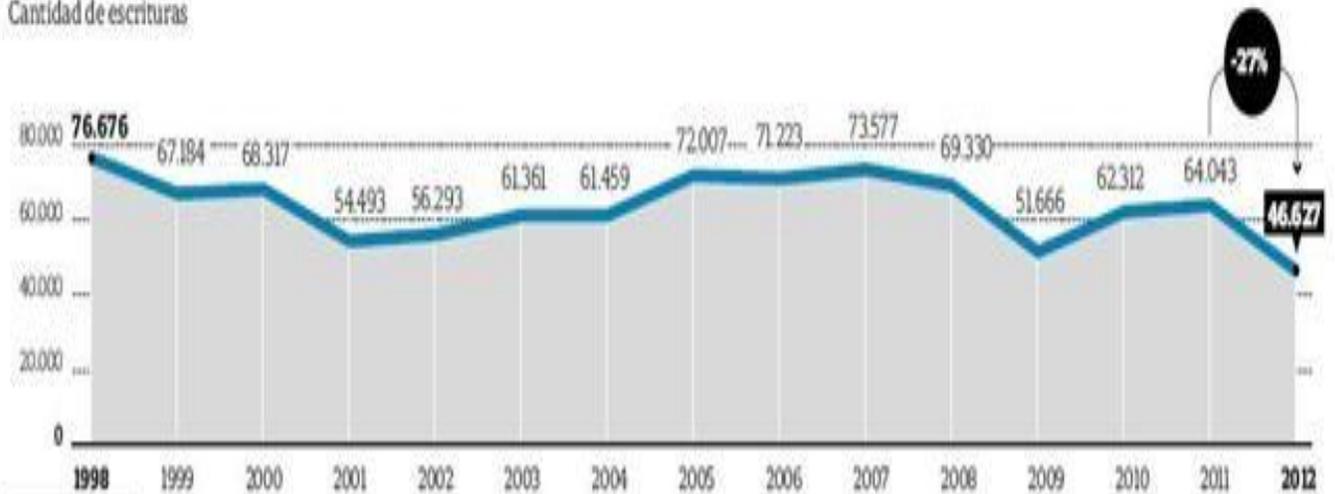


Fuente: Elaboración propia con datos de Diario La Nación.

Gráfico N° 42: Evolución anual de las escrituras en CABA.

Compraventa de inmuebles en Buenos Aires

Cantidad de escrituras

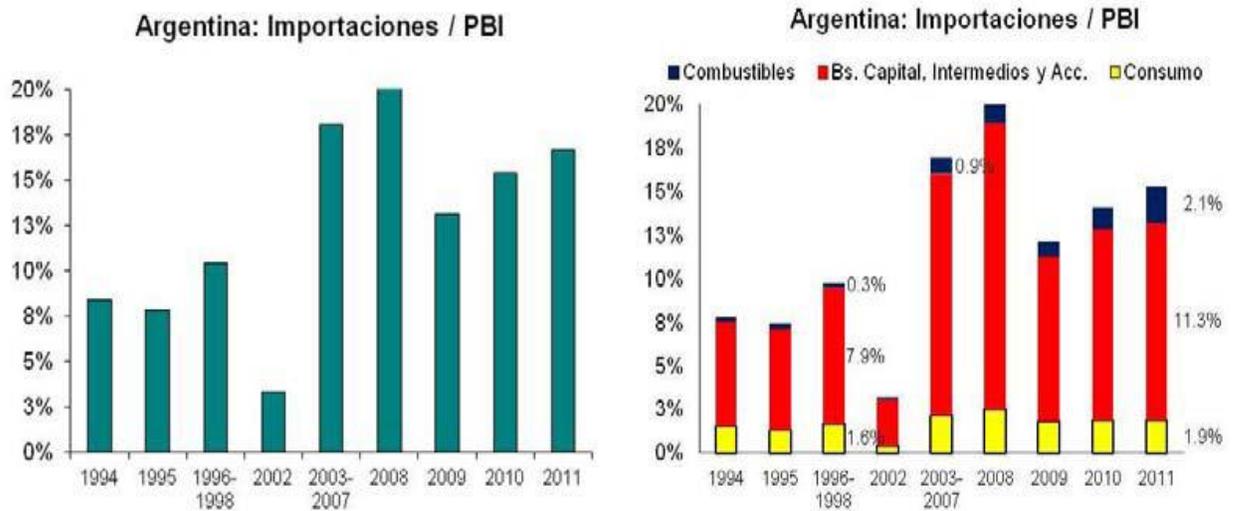


Fuente: Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires / LA NACION

Gráfico N°43: Proyección del mercado inmobiliario para 2013.



Gráfico N° 44: Importaciones de la Argentina.



Fuente: IERAL 2012, Informe económico mensual de marzo.

DECLARACION JURADA – Res. 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”.

Mendoza, 14 de Mayo del 2013

Apellido y Nombre

Pino Sebastián

Nº de Registro

25802

Firma

