



FLACSO
ARGENTINA

Área de Estado y Políticas Públicas

Tesis para optar por el Título de Magister en Políticas públicas y Desarrollo

**La Argentina en la globalización financiera y
los controles al ingreso de capitales como herramienta de política económica.**

Tesista: Carlos Santiago Cámpora

Director de Tesis: Darío Nicolás Federman

Cohorte: 2017-2019

Lugar y Fecha: San Andrés de Giles, 14 de julio de 2021.

“La irrealidad alcanzó tal extremo, que los estadistas medían los grados de nuestra riqueza por el monto de las deudas que los banqueros extranjeros nos permitían contraer.”

Raúl Scalabrini Ortiz, “Política Británica en el Río de la Plata” (1957).

Resumen:

La presente tesis de Maestría indaga alrededor del vínculo de la Argentina con la globalización financiera, focalizando en los controles al ingreso de capitales que impuso el país en el período 2005-2011.

Se repasan los antecedentes y el devenir de la globalización financiera y se constituye un marco teórico con los distintos enfoques sobre los movimientos del capital internacional y su control.

La metodología implementada combina aspectos cualitativos y cuantitativos. Se presenta un análisis histórico que permite extraer regularidades de la inserción argentina en la globalización financiera. Posteriormente, se examina el intento de morigerar este vínculo analizando la significatividad y efectividad de los controles implementados a partir de un enfoque metodológico cuantitativo, que consiste en el cálculo de una tasa equivalente. También se valora, a partir de datos estadísticos, el impacto de los controles sobre el volumen de ingreso de capitales y su composición.

En los hallazgos se destaca que la imposición de controles no estuvo correlacionada con una morigeración del volumen total de los flujos financieros que ingresaron al país. Sin embargo, se observa un descenso en el ingreso de aquellos de más corto plazo, favoreciendo su sustitución por activos de mayor duración.

Índice

I.	INTRODUCCIÓN.....	7
I.1	Palabras Introdutorias.....	7
I.2	Objetivo general y objetivos específicos.....	8
I.3	Estrategia Metodológica	9
I.4	Contribución y Originalidad	12
I.5	Vigencia.....	14
I.6	La Estructura del Trabajo.....	14
II.	CAPITULO I: Antecedentes históricos.....	16
II.1	El patrón oro	16
II.1.1	El patrón oro en Argentina.....	23
II.2	Los acuerdos de Bretton Woods	26
II.3	Capital extranjero y desarrollo. ¿Qué modelo para Argentina?.....	29
II.4	Desgaste y cambio de paradigma.....	35
III.	CAPITULO II. Marco teórico.	38
III.1	Flujos de capital: definición	38
III.2	El Trilema Monetario para Economías Abiertas	40
III.3	Funcionamiento de los Mercados Financieros: Eficiencia e Información.....	44
III.4	Tipología de los movimientos de capitales	48
III.5	Regulación: los controles de capital en las finanzas mundiales	52
IV.	CAPITULO III. Argentina en la globalización financiera.	60
IV.1	Globalización e Integración Financiera.....	60
IV.2	Las “experiencias del Cono Sur”	66
IV.3	La inserción de Argentina a un mundo financieramente globalizado: ¿Fin de los ciclos de “ <i>stop and go</i> ”?.....	70
IV.3.1	La experiencia de la convertibilidad	73
IV.3.2	Volver al mundo.....	76
IV.5	Conclusiones sobre objetivos específicos (I).	81
V.	CAPÍTULO IV: Argentina y los controles al ingreso de capital.....	83
V.1	El Cálculo del costo equivalente de la URR.....	83
V.2	Evaluación de los controles de capital.....	86
V.3	Los controles y su marco normativo.....	96
V.4	El costo equivalente: significatividad e impacto para Argentina.	98
V.5	Comparación con experiencias regionales asimilables.....	103
V.5.1	El caso de Chile	103
V.5.2	El caso de Colombia.....	106

V.6 Conclusiones sobre objetivos específicos (II).	108
VI. CAPÍTULO VI. Conclusiones.	110
VI.1 Revisión	110
VI.2 Futuras líneas de investigación	116
VI.2.1 Rigidez versus flexibilidad.	116
VI.2.2 ¿Trilema o dilema? Implicancias para economías periféricas.	118
VI.2.3 Recomendaciones: una estrategia.	119
VI.3 Palabras finales.	121
VII. Referencias	123
VII.2 Documentos	130
VII.3 Normativa	131
VII.4 Notas Periodísticas.	131
VII.5 Sitios webs	132
VIII. Anexos.	133
VIII.1 Evolución de la tasa aproximada equivalente al encaje no remunerado 2005-2011.	133
VIII.2 Excepciones a los controles.	135

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Ingreso Neto de Capitales en América Latina 1980-2019. En miles de millones de USD.	40
Gráfico 2. Rendimiento diario de títulos del tesoro de EE.UU. a 10 años, 1962-2020.	50
Gráfico 3. Argentina: Ratio Activos y Pasivos Externos en relación al PBI.	63
Gráfico 4. Ingreso Neto de Capitales en Latinoamérica. 1975-1998. Billones de USD.	69
Gráfico 5. Tasa de US Treasury Bills. Madurez 1 año. Mercado Secundario 1959-2001.	74
Gráfico 6. Evolución Stock Lebac 2016-2018 (millones de pesos).	77
Gráfico 7 Ingreso y Salida de Capitales Especulativos 2016-2019	80
Gráfico 8. Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral. Enero 2001 a diciembre 2005.	89
Gráfico 9. Evolución Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) junio 1998- julio 2006. (1993=100).	90
Gráfico 10. Evolución balanza comercial Argentina 1998-2005.	90
Gráfico 11. Evolución Reservas Internacionales 2003-2005.	91
Gráfico 12. Evolución stock de Lebac y Nobacs a 90 días y rendimiento anual (%) 2003-2005.	92
Gráfico 13. Evolución de la tasa de desocupación en Argentina 2003-2005.	93
Gráfico 14. Resultado Financiero Sector Público Nacional 2001-2005.	93
Gráfico 15. Argentina: evolución de la Tasa Equivalente aproximada al encaje no remunerado 2005-2011. Plazo 1 a 36 meses.	99

Gráfico 16. Evolución del ingreso de capitales. Inversión de Portafolio (no residentes) y Préstamos Financieros (residentes). 2003-2011. Millones de USD.	100
Gráfico 17. Evolución de la Composición de los Ingresos de Capital 2003-2011.	102
Gráfico 18. Cálculo del Costo Equivalente para distintos plazos (meses).	105
Gráfico 19. Evolución de la Deuda Externa de Chile y participación de la Deuda de Corto Plazo (eje der.) 1990-1998.	106
Gráfico 20. Colombia: Flujo de IED en millones de USD (1987-1997).	107
Gráfico 21. Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central. Millones de USD y % del PBI.	120

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Mecanismo de Flujo Especie-Dinero de Hume.	20
Ilustración 2: Esquema de Funcionamiento del Patrón Oro en Argentina.	24
Ilustración 3: Tasas mensuales y anuales de inflación en Estados Unidos 1960-1970.	36
Ilustración 4: Representación Gráfica del Trilema Monetario	42
Ilustración 5: Trilema Monetario en las Distintas Etapas Históricas	44
Ilustración 6: Diagrama para la Evaluación del Establecimiento de Controles de Capitales	58
Ilustración 7. Esquema de Decisión del Hacedor de Política Económica.	95
Ilustración 8: Matriz de tasas de interés en economías desarrolladas. Abril de 2021.	118

I. INTRODUCCIÓN

I.1 Palabras Introdutorias

Desde hace casi medio siglo vivimos en un mundo financieramente globalizado. Este hecho es el resultado de un proceso en el cual los distintos mercados financieros nacionales han ido levantado paulatinamente sus restricciones, permitiendo el libre flujo del capital entre las fronteras hasta convertirse en un solo gran mercado global (Arestis & Basu, 2004).

Si bien esta fase de creciente interconexión entre las economías nacionales posee sus antecedentes en la gran expansión del comercio y las inversiones internacionales hacia finales del Siglo XIX, con Gran Bretaña como principal protagonista, el actual proceso de globalización posee características distintivas.

Un aspecto diferencial es un sensible crecimiento en los montos financieros intermediados y su mayor alcance geográfico. Estos factores, junto a la emergencia y consolidación de las tecnologías de la información y la comunicación (TICs), han facilitado que las corrientes financieras se muevan con mayor ligereza.

Coincidentemente, buena parte de los países ha seguido un proceso de liberalización financiera que ha mostrado un potencial desestabilizador. La desestabilización se origina en la dimensión, velocidad y el creciente carácter especulativo de los movimientos de los flujos financieros (Obstfeld, 1998); (Stiglitz J. , 2010).

En este nuevo contexto, el desafío para la política económica ejecutada por los países radica en hacer concurrentes los objetivos de equilibrio externo (tipo de cambio, balanza de pagos) con los de equilibrio interno (producto, empleo), mitigando los potenciales efectos adversos de los movimientos internacionales de capital.

Como parte de su estrategia de inserción financiera ante la globalización, y tras la normalización que implicó la reestructuración de la deuda declarada en default en el año 2001, la Argentina

decidió implementar controles al ingreso de capital. Los mismos tenían por objetivo morigerar los potenciales aspectos disruptivos sobre un conjunto de variables de política económica.

En años recientes, dichos controles han sido levantados con el argumento de representar un obstáculo al normal funcionamiento de los mercados. Concurrentemente, la Argentina se ha encontrado nuevamente en una situación de inestabilidad económica, signada por serias dificultades para hacer frente a un nivel de endeudamiento que se ha evidenciado insustentable.

I.2 Objetivo general y objetivos específicos

El objetivo general de la investigación será examinar la relación entre el proceso de globalización financiera y la inserción de la Argentina en la misma, procurando evaluar las herramientas de política económica que permiten morigerar el vínculo.

Los objetivos específicos procurarán:

1. Analizar los principales rasgos y desafíos que plantea la globalización financiera, entendiendo su funcionamiento y estructura, elaborando alrededor de las tensiones existentes para economías periféricas como la argentina.
2. Evaluar la significatividad de los controles al ingreso de capital implementados en la Argentina en el período 2005-2011, examinando su impacto en el volumen y la composición de los flujos que finalmente ingresaron al país.

De esta forma, el trabajo intentará dar respuesta a los siguientes interrogantes: ¿Pueden reconocerse regularidades en el proceso de inserción de Argentina en la globalización financiera? ¿Han logrado los controles de capital implementados en el período 2005-2001 morigerar la “globalización financiera efectiva”, disminuyendo el ingreso de capital especulativo en el período bajo estudio? ¿Alteraron su composición temporal, en favor de

ingresos de más largo plazo? ¿Estos resultados están alineados con los obtenidos en otros estudios para experiencias similares en la región?

Para el objetivo específico número 2, el punto de partida del análisis es ubicado en el proceso de reestructuración de deuda en default que promovió la Argentina en el año 2005. Si bien quedaron tenedores de títulos de deuda pública fuera del canje, la aceptación superó el 76% de los pasivos a reestructurar en su primera oferta¹ y el 93% en la segunda oferta² del año 2010. Asimismo, se toma el año 2011 como fecha límite del análisis ya que a partir de fines de ese año la Argentina introdujo controles al egreso de capitales de manera concomitante a los ya existentes al ingreso.

I.3 Estrategia Metodológica

La estrategia metodológica que se implementará en el proyecto combinará aspectos cualitativos y cuantitativos.

El abordaje metodológico cualitativo viene definido por distintas actividades. Se parte de una revisión analítica de la globalización financiera y los puntos más destacados de su funcionamiento. De ahí se indagan las teorías económicas que se postulan sobre su dinámica y su regulación, dando lugar a la presentación de una tipología de los flujos y controles de capitales. Se discute el encuadre de la liberalización de la cuenta capital y el establecimiento de controles de capitales dentro de las distintas teorías o estrategias de desarrollo. Para el caso puntual de la Argentina y la región, se plantea la vinculación entre la administración de flujos de capitales y los denominados ciclos de *stop & go*. A partir de la revisión realizada, se agrupan los procesos de inserción de acuerdo a su intensidad, procurando identificar ciertas regularidades.

¹ Ver Documento República Argentina. Oferta de Canje. Anuncio Final. 18 de marzo 2005.

² Ver Documento República Argentina. Culminación de Liquidación Final. 27 de septiembre de 2010.

Asimismo, se identifica un marco de análisis constituido por un conjunto de variables macroeconómicas que permiten evaluar la conveniencia y oportunidad de tomar medidas para administrar el vínculo con la globalización financiera mediante el establecimiento de controles de capitales. En este orden, se contrasta este marco lógico para extraer conclusiones alrededor de la situación argentina en el período temporal bajo análisis.

Se realiza una revisión de la normativa que estableció los controles de capitales en la Argentina en el período seleccionado, mencionando sus puntos más salientes, así como las excepciones otorgadas.

Por el lado de la estrategia cuantitativa, también se ejecutan distintas acciones. Como aproximación preliminar, se analizarán en forma de series de tiempo variables como el nivel de actividad, el saldo de la balanza comercial, el nivel de reservas internacionales, el nivel de la tasa de interés y la tasa de desocupación. Este primer ejercicio permitirá hacer operativo el marco lógico anteriormente referenciado, testeando las condiciones económicas relevantes dentro del análisis propuesto, lo que arrojará elementos de juicio para indagar sobre la conveniencia de instrumentar controles.

En una segunda aproximación ya más precisa, se utilizará un método cuantitativo para evaluar la eficacia o significación del tipo de control de capital elegido por la Argentina. A estos fines, se seguirá el procedimiento propuesto por De Gregorio, Edwards y Valdés (2000) en su análisis de la experiencia chilena en la materia.

El mismo consiste en la estimación de una tasa de interés equivalente a la reserva no remunerada de capital o encaje, cuyo valor es derivado operacionalmente a partir de los valores que toman la tasa de interés internacional de referencia, el porcentaje de encaje fijado y el plazo de permanencia mínimo establecido por la autoridad de aplicación.

Una vez obtenidos los valores de la tasa de interés equivalente, se comparará para los años 2005 a 2011, cuál ha sido el comportamiento de esta variable, con la premisa de establecer si la misma ha tomado valores significativos.

Finalmente, con el objetivo de evaluar el comportamiento observado tras la medida, se realizará una contrastación empírica del volumen y la composición temporal de los flujos financieros que ingresaron al país en el período bajo análisis, realizando comparaciones con el período inmediato anterior y posterior a la implementación de la medida como así también con los resultados obtenidos en otros países de la región, sin el afán de representar un estudio de casos comparado.

Se presentan los datos estadísticos con la intención de observar el comportamiento de las variables objetivo antes y después del establecimiento de los controles, intentado obtener regularidades. Se parte del entendimiento que una correlación en las variables no implica ni identifica necesariamente una causalidad estricta entre las medidas implementadas y las modificaciones observadas. Se discuten separadamente las posibles interpretaciones de la correlación observada, tanto para el volumen de flujos que ingresaron como para la composición de los mismos.

La comparación regional apunta a complementar los resultados obtenidos para la experiencia del país, contrastando si la misma se encuentra alineada o no con otros ensayos similares.

Las fuentes de los datos estadísticos y documentales serán de carácter secundario y de diverso origen. Se destaca el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), de donde se recabará principalmente la información correspondiente a variables de tipo macroeconómica (nivel de actividad, tasa de desocupación, balanza comercial, etc.); y el Banco Central de la República Argentina (BCRA), de donde se obtendrá la información referida al ingreso de capitales, su origen, fecha, tipo, monto y composición como también aquella información de índole

financiera como la posición de reservas internacionales y los niveles de la tasa de interés doméstica e internacional. La referencia exhaustiva de las fuentes estadísticas y documentales consultadas a lo largo de este trabajo pueden ser hallados en el Capítulo VII de esta tesis.

I.4 Contribución y Originalidad

En el presente trabajo se indagará de manera general el vínculo de Argentina con la globalización financiera y de manera particular el impacto que tuvieron los controles al ingreso de capitales implementados entre 2005 y 2011 sobre el volumen y la morfología de los flujos de divisas financieras que arribaron al país.

En la literatura internacional existen diversos estudios que han abordan la temática de los flujos y los controles de capital, aunque su aproximación, alcance y conclusiones son bastante heterogéneos.

No obstante el contexto generalizado de liberalización, ciertos países, durante las últimas décadas, han implementado algún tipo de restricción sobre la cuenta capital de su balance de pagos. Trabajos como los de Chinn & Itto (2005), Quinn & Tayoda (2008) y Lane & Milesi-Ferretti (2017) -más recientemente- procuran analizar la relación entre el crecimiento económico y el grado de integración financiera.

Estos trabajos constituyen un aporte significativo sobre el alcance de la integración financiera a nivel global. Sin embargo, son de carácter agregado y no se detienen en la distinción entre los controles que afectan a los flujos de ingreso o de egreso de capitales, como tampoco en si las medidas que afectan a la cuenta capital son controles *per se* o medidas macroprudenciales³.

³ En líneas generales la distinción entre los controles de capital y las medidas macroprudenciales es que los primeros son implementados mediante el criterio de residencia mientras que las segundas no poseen esa distinción y están orientadas principalmente a prevenir riesgos financieros sistémicos (cambiarío, liquidez, de descalce de monedas, etc.).

En años recientes, varios países en vías de desarrollo han implementado controles sobre los flujos financieros que ingresan a su economía: Brasil, Chile, Colombia, Croacia, Malasia, Tailandia y la Argentina entre otros han experimentado con medidas de este tipo.

Para Latinoamérica, Bastourre & Zeolla (2017) examinan la experiencia agregada de un conjunto de países de la región. En ese trabajo, publicado por la CEPAL, se aplica una metodología análoga a la prevista en el presente, pero el examen no aborda particularmente el ensayo de la Argentina con este tipo de instrumento.

El trabajo de De Gregorio, Edwards y Valdés (2000) provee un análisis pormenorizado de la experiencia chilena con los controles al ingreso de capital, evaluando su impacto sobre el nivel y composición de los flujos de ingreso, las tasas de interés domésticas, y el tipo de cambio real. Otros trabajos abordan la experiencia de Colombia durante la década de los 90s, los cuales serán referenciados en el apartado correspondiente. Ambas experiencias constituyen el antecedente más asimilable al presente estudio.

Para el caso de Argentina en particular, el énfasis en los trabajos ha sido puesto comúnmente sobre los efectos nocivos de los ciclos de endeudamiento y salida de capitales (comúnmente referenciada como “fuga de capitales”); (Comisión Especial de la Cámara de Diputados 2001, 2005); (Basualdo & Kulfas, 2002). (Arceo, 2005); (Barrera, Bona, Manzanelli, & Wainer, 2015).

En este sentido, existe espacio para aportar mayor exhaustividad sobre los vínculos y experiencia de Argentina en la globalización financiera, y en particular en el manejo del ingreso de flujos de capital durante los últimos años. Determinar si los controles fueron efectivos contribuirá a validar la herramienta como parte del instrumental disponible por parte del hacedor de política económica. Caso contrario, también es de interés determinar si su ineffectividad puede responder a un error de diseño, de implementación o de oportunidad.

I.5 Vigencia

Las conclusiones que se obtienen en este trabajo mantienen su vigencia. La estrategia de inserción financiera para economías periféricas continúa siendo un desafío para países como la Argentina. Desde el inicio de la globalización financiera, la nación experimentó distintas etapas que van desde la inserción plena hasta el aislamiento total de los mercados financieros internacionales.

Las sucesivas crisis y defaults que ha experimentado nuestro país desde ese entonces evidencian que la discusión sobre el modelo de desarrollo no ha sido saldada por la posibilidad de financiar temporalmente los desequilibrios macroeconómicos, sino que, en muchos casos, el propio mercado financiero internacional se ha vuelto fuente de inestabilidad.

I.6 La Estructura del Trabajo

La estructura del trabajo de investigación se organizará de la siguiente manera: en el capítulo I se presentarán los antecedentes históricos relativos a esta investigación. Se repasará el funcionamiento del sistema financiero internacional, desde el régimen del Patrón Oro hasta los acuerdos de Bretton Woods. Se hará mención a cómo participó la Argentina en cada una de esas etapas, destacando las tensiones que surgen entre el grado de integración financiera frente a la persecución de objetivos económicos domésticos y el modelo de desarrollo escogido.

En el siguiente capítulo se presentará el marco teórico que permitirá darle abordaje a la problemática planteada, procurando revisar exhaustivamente las distintas visiones y enfoques teóricos existentes alrededor de la morfología e interacción entre los flujos de capital y su vinculación con ciertas variables económicas domésticas, así como los supuestos que garantizan su correcto funcionamiento.

En el capítulo III se dará abordaje al primer objetivo específico de la investigación, revisando y problematizando alrededor de los conceptos de globalización e integración financiera se procurará identificar regularidades de la experiencia argentina en su proceso de inserción. Se buscará comprender de manera más detallada los desafíos del proceso para economías menos desarrolladas.

Seguidamente, en el capítulo IV, se abordará el segundo objetivo específico del trabajo: examinar el intento de la Argentina de morigerar su inserción financiera mediante la implementación de controles al ingreso de capital. Así, se desplegará una línea metodológica que permita evaluarla significatividad y observar los cambios sobre un conjunto de variables para el período 2005-2011.

Se presentarán los aspectos normativos más relevantes de los controles de capitales establecidos, se realizarán los cálculos correspondientes y presentará la evidencia relativa a la significatividad de la herramienta como a la morfología observada de los flujos, comparándolos con los antecedentes regionales más relevantes.

Finalmente, en el capítulo V se presentará una síntesis analítica de los principales hallazgos, señalando las limitaciones de los mismos como también posibles líneas de investigación futuras. A manera de conclusión se esgrimirán las reflexiones finales.

II. CAPITULO I: Antecedentes históricos.

Resulta relevante, de manera preliminar, analizar el proceso que ha llevado a consolidar un mundo financiero totalmente globalizado. Comprender el devenir de las distintas configuraciones que ha ido tomando el sistema monetario y financiero internacional contribuye a un análisis comprensivo de las dificultades que enfrentan los estados nacionales en sus intentos por hacer consistentes sus objetivos domésticos *vis a vis* su inserción económica internacional.

Subyace al análisis presentado la noción que tanto los arreglos monetarios internacionales como la forma en que cada nación los adopta, según su grado de inserción, son el resultado de procesos de construcción social que no pueden aislarse del contexto imperante.

II.1 El patrón oro

El análisis exhaustivo de donde proviene la adopción del oro como moneda internacional excede el alcance de este trabajo, pero se puede señalar que este metal ha venido utilizándose para realizar transacciones comerciales desde tiempos remotos por diferentes pueblos que preexistieron largamente al surgimiento de los Estados Nacionales.

El imperio Bizantino fue uno de los precursores en la utilización del oro mediante la introducción de una moneda llamada “bizante”. Por su parte el mundo europeo y otras civilizaciones precolombinas utilizaban con más frecuencia la plata como dinero, cuestión natural dada la existencia de grandes yacimientos de este mineral en ciudades de sus colonias como Potosí y Zacatecas. Si bien en la Edad Antigua ya era utilizado, el apogeo del dinero metálico con el consecuente desplazamiento de los demás “dineros mercancía” tuvo lugar durante la Edad Media.

Más allá de su origen histórico, es interesante revisar porqué el oro se convirtió en moneda internacional. De acuerdo al análisis de McKinnon (1993), el oro asumió su papel de divisa internacional debido a que no existía ninguna autoridad monetaria que emitiera una moneda independiente que pueda ser utilizada para el comercio a través de las fronteras.

Existía en cambio un sistema de monedas nacionales que, con defectos y virtudes, trabajan conjuntamente para actuar como:

- 1) Medio de cambio
- 2) Unidad de cuenta
- 3) Reserva de valor
- 4) Medio de pago diferido

Gran Bretaña, dado su incipiente proceso de industrialización y su poderío comercial, se configuró como país hegemónico a nivel internacional a partir del siglo XVIII. Tanto el comercio como las finanzas pasaron a estar fuertemente centralizadas en Londres, siendo Inglaterra el país que deliberadamente impulsó la utilización del oro como patrón del sistema monetario internacional.

Desde principios del siglo XVIII, Gran Bretaña priorizó la utilización del oro sobre la plata, que de hecho era un metal mucho más frecuentemente utilizado en Europa durante la época medieval⁴.

A partir de este cambio, muchos países vinculados comercial y financieramente con Inglaterra se “ataron” al oro por cuestiones de simplicidad e interés, por ejemplo, para recibir capitales.

⁴ La adopción obedeció a un error en el proceso de acuñación de las monedas. En 1771 Inglaterra estableció un ratio muy bajo para la plata en términos de oro. Esto produjo que las monedas relativamente más valiosas (plata) salieran de circulación, utilizándose las relativamente más baratas (oro), para transaccionar (Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of The International Monetary System*, 2019, p. 5).

Eichengreen (2019) señala que en el sistema monetario internacional existe una “dependencia a la trayectoria”. En este sentido, la adopción de un sistema por parte de países interdependientes está influenciada no sólo por la existencia de externalidades de red (mientras más lo utilicen, mayor su beneficio conjunto) sino a su vez por lo acontecido en el pasado, debiendo entenderse como un proceso histórico.

De acuerdo a esta configuración cabe preguntarse cuáles han sido los factores que influyeron para que el mundo se pasara masivamente al oro. La oferta de oro comenzó a crecer a partir de importantes descubrimientos realizados alrededor de 1850. Entre estos descubrimientos, se destacaron los de la llamada “fiebre del oro” californiano y algunos hallazgos importantes en el continente africano.

Además del crecimiento en su oferta, otro factor que influyó fue la observada estabilidad en su precio: teniendo en cuenta que los bancos centrales nacionales tenían en su poder gran parte del stock de metales en existencia, y en particular los de oro, un pequeño flujo difícilmente pudiera modificar su precio. Incluso cuando las variaciones en la oferta de metales alteraran los precios relativos, los Bancos Centrales tenían suficiente respaldo como para estabilizarlo.

De esta forma, encontramos tres motivos relevantes para su adopción a nivel internacional:

- ❖ Utilizado por Gran Bretaña (país hegemónico).
- ❖ Oferta creciente y abundante.
- ❖ Estabilidad en su precio.

Como señala McKinnon, el sistema conocido como patrón oro se desarrollaba bajo una serie de reglas que garantizaban su funcionamiento. En primer lugar, cada país debía fijar una paridad oficial de dinero doméstico con respecto al oro y convertir libremente a la tasa fijada. Esta primera regla puede interpretarse como “tipo de cambio fijo”, donde un tipo de cambio fijo es

aquel que surge del compromiso de la autoridad monetaria de mantenerlo inalterado a lo largo del tiempo.

En segundo lugar, no se debía restringir la importación ni la exportación de oro. Asimismo, la emisión de dinero fiduciario como el crecimiento del circulante debía estar respaldada por reservas de oro, lo puede interpretarse como la inhabilitación a realizar políticas monetarias discrecionales. Finalmente, cada país debía permitir que el nivel general de precios sea endógenamente determinado por la oferta y demanda mundial de oro.

Justamente el hecho de que ninguna autoridad monetaria de ningún país en particular fuera responsable por monitorear el crecimiento del nivel agregado de dinero fiduciario (ya que este en última instancia dependía de la oferta y demanda de oro) hizo que el nivel general de precios haya sido sorprendentemente variable en el corto y mediano plazo.

El patrón oro ofrecía un orden simétrico en el cual todos los países aplicaban al mismo conjunto de reglas, resolviendo el “problema de la redundancia”⁵ (Mundell, *Monetary Problems of the International Economy*, 1969). Si todos los países menos uno adoptaban estas reglas, el último país quedaba automáticamente dentro de las reglas.

No obstante, esta misma ventaja era también su principal debilidad. Los gobiernos no poseían ningún mecanismo discrecional para contrarrestar los súbitos cambios en la demanda y oferta de oro, ni para hacer frente a eventualidades.

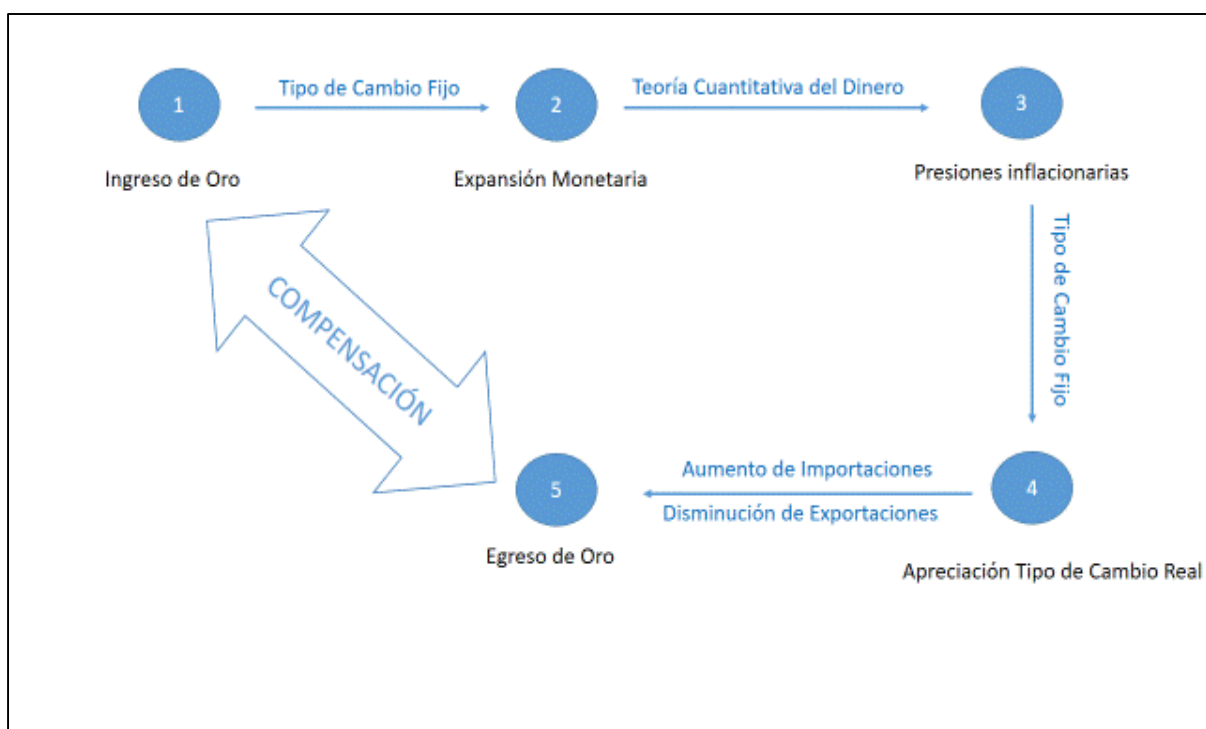
El cariz atractivo que este tipo de sistema proveía era la supuesta automaticidad que brindaba respecto a los equilibrios interno y externo, junto a una adopción simétrica por parte del conjunto de naciones.

⁵ Sintéticamente, el planteo de Mundell señala que si $n-1$ mercados están en equilibrio, el mercado n automáticamente lo estará. Trasladado al mundo de la economía internacional, si $n-1$ países fijan su tipo de cambio en relación al país “ n ”, la paridad dicho país quedará automáticamente determinada.

El funcionamiento estaba basado en el “mecanismo de flujo especie-dinero” oportunamente desarrollado por el filósofo y economista escocés David Hume (1751) durante el siglo XVIII. El ajuste propuesto por Hume suponía que siempre se alcanzarían los equilibrios interno y externo.

Si un país recibe un ingreso extraordinario de oro, como mantiene un tipo de cambio fijo, tendrá una expansión monetaria que generará, a través de la Teoría Cuantitativa del Dinero, presiones al alza de precios. Al subir los precios internos, pero mantener un tipo de cambio fijo, se encarecen los productos locales medidos en oro, retrayendo las exportaciones, aumentando las importaciones y compensando entonces el ingreso extraordinario de oro.

Ilustración 1: Mecanismo de Flujo Especie-Dinero de Hume



Fuente: elaboración propia

Estas ideas de Hume relativas a los mecanismos de ajuste y transmisión de los equilibrios externos en las economías domésticas, serán retomadas más adelante en este trabajo cuando se aborde el “trilema monetario” que vincula justamente los tipos de cambios fijos, la política monetaria interna y la movilidad de capitales.

Se hizo mención a la “Teoría Cuantitativa del Dinero”, teoría que formalmente fue presentada por Fisher (1911) en su libro “*The Purchasing Power of Money*”. La misma establece una relación de causalidad entre la cantidad de dinero existente en la economía y el nivel de precios.

Analíticamente:

$$P*Y = M*V$$

Siendo:

P: el nivel de precios de la economía

Y: El producto/ingreso de la economía

M: La cantidad de dinero de la economía

V: la velocidad de circulación del dinero

Como en el corto plazo, tanto el producto como la velocidad de circulación del dinero se consideran constantes, la ecuación plantea una relación directa entre la evolución de la cantidad de dinero (M) y el nivel general de precios (P).

De este modo se sustenta el ajuste de Hume. Si un país evidenciaba un incremento de exportaciones acumularía oro y tendría un incremento de dinero en circulación hacia dentro de sus fronteras. Ese aumento del dinero produciría un incremento de precios, que ubicaría al país en una posición desventajosa para exportar.

Puede plantearse el caso inverso, si un país mostraba un incremento en las importaciones reduciría sus tenencias de oro y de dinero doméstico. Esta reducción del dinero en circulación produciría una reducción de los precios, favoreciendo las exportaciones y compensando el movimiento inicial.

Trabajos como el de Whale (1937) apuntaron a señalar la esfera financiera por la cual el mecanismo operaba en la práctica. Así, un desbalance en la balanza de pagos que significase una salida de oro resultaría en un detrimento en los saldos monetarios, redundando en una contracción en la cantidad de dinero agregada de la economía. La menor cantidad de dinero en circulación generaría un encarecimiento del crédito, con su correspondiente suba en la tasa de interés doméstica. Este incremento de la tasa de interés, a su vez, induciría a un movimiento de oro hacia el interior de esta economía, en la búsqueda de la mayor rentabilidad. Con este ingreso la economía reestablecería, al menos temporalmente, el equilibrio externo.

En este punto, la diferencia con el “mecanismo de flujo-especie-dinero” radicaría en que los movimientos de oro dejarían de ser considerados causa de los movimientos de las mercancías para transformarse en consecuencia de la política monetaria y, más específicamente, de tasa de interés implementada.

En el mecanismo de Hume el ajuste externo-interno se produce en la esfera real (bienes y servicios) mientras que en el ajuste propuesto por Whale, el equilibrio se obtiene por la esfera financiera, mediante el proceso de ajuste y arbitraje de los capitales que circulan por el mundo en búsqueda de mayores rendimientos.

En la práctica, el accionar de los Bancos Centrales “anticipaba” los incipientes movimientos de las reservas de oro, de manera que su intervención mediante el manejo de la tasa de descuento (o interés) propiciaba un ajuste más rápido y anticipado, sin que el oro se moviese en magnitudes considerables entre los países.

Además del mecanismo de ajuste mencionado, lo que nutría al sistema de un funcionamiento armónico era su credibilidad y adopción cooperativa (Eichengreen, 1989). Resumidamente, si los miembros del sistema creían en las bases de su funcionamiento y actuaban en consecuencia, la necesidad de estabilizaciones “exógenas” se tornaba en buena medida innecesaria.

Como también destaca el autor, si bien las reglas del sistema eran las mismas para todos los países, aquellos menos desarrollados (sin Bancos Centrales o escasa profundidad de sus mercados de capitales) debían soportar la carga del proceso de estabilización principalmente mediante la corrección de sus variables reales, en particular el producto y el empleo.

Si un país subdesarrollado sufría una salida de capitales, la suba en la tasa de interés doméstica no satisfacía necesariamente un ingreso de capitales financieros que compensara el movimiento inicial. Por el contrario, el racionamiento y encarecimiento del crédito podía afectar el comercio y la producción, relativizando las posibilidades del ajuste automático por esta vía.

En definitiva, existía un orden basado en normas, algunas expresas y otras tácitas, donde se confiaba en la capacidad del sistema de auto estabilizarse. Pero tanto o más importante era el compromiso político de las autoridades económicas de darle prioridad al mantenimiento del orden por sobre otros objetivos. Esta priorización se contraponía claramente al orden que se instauraría tras los acuerdos de Bretton Woods, y que será abordado más adelante.

II.1.1 El patrón oro en Argentina.

Nuestro país no fue ajeno a la vigencia del patrón oro. En aquel momento, como en otras economías periféricas, se implementó con sus idas y vueltas un sistema monetario doméstico basado en aquel metal.

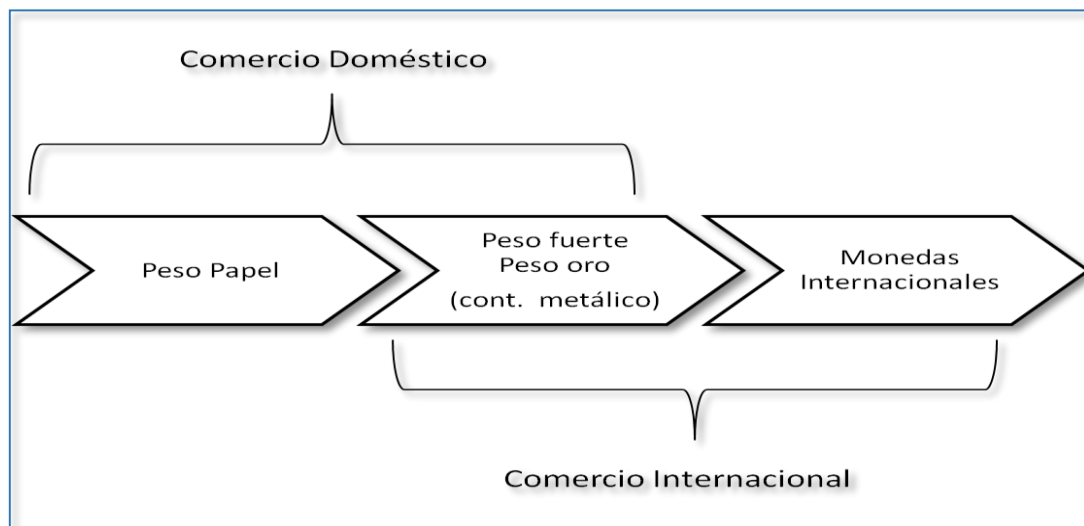
Junto a la consolidación de un modelo agroexportador, sustentado sobre la incorporación de extensos territorios aptos para el cultivo a partir de la década de 1870, y la organización de la infraestructura necesaria para el comercio exterior, se desarrolló también el andamiaje institucional que hizo posible la consolidación de la inserción internacional de la Argentina.

Es así que se configuró a nivel nacional un sistema monetario que respetaba los preceptos del patrón oro. Sin embargo, como señala Rapoport (2010), no fue hasta la sanción de la llamada

“ley general de monedas”, que nuestro país comenzó a contar con cierto orden monetario y financiero que le permitiera el desarrollo de un sistema bancario y por ende de crédito doméstico.

La ley, sancionada en 1881, estableció la emisión de una moneda nacional con alcance territorial en base a un patrón bimetálico (oro y plata), así como también la prohibición del uso y circulación de monedas extranjeras, práctica muy extendida por aquél entonces.

Ilustración 2: Esquema de Funcionamiento del Patrón Oro en Argentina.



Fuente: elaboración Propia en base a Rapoport (2010)

El patrón oro operó en la Argentina durante períodos intermitentes, muchas veces interrumpidos por crisis internacionales. Las crisis externas obligaban a las autoridades nacionales a fluctuar las paridades de la moneda doméstica (peso papel) *vis a vis* aquellas utilizadas para el intercambio con el resto de las monedas internacionales (con contenido metálico), llegando incluso en algunos casos a suspender totalmente la convertibilidad de las mismas.

Según Rapoport (2010), el sistema no se encontraba exento de obstáculos ya que “*El mantenimiento de la convertibilidad dependía de diversos factores que estuvieron lejos de concretarse. Un país cuya economía estaba tan estrechamente ligada al desarrollo del*

comercio exterior y no era productor de oro sólo podía tener una moneda convertible con una balanza de pagos permanentemente favorable...”.

Eichengreen (2019) también señala algunas de estas dificultades para países alejados, económica y geográficamente, de Europa. En primer lugar, la disposición a la cooperación hacia las naciones periféricas no era la misma que hacia las naciones centrales, ya que las últimas no revestían un riesgo “sistémico”.

Por otro lado, la ausencia de una autoridad monetaria nacional (la formación del Banco Central en la Argentina data de 1935), y el escaso desarrollo y profundidad de los mercados financieros de la época hacían muy difícil que se pudieran armonizar los equilibrios domésticos y externos.

En el mismo sentido, la inserción de las economías periféricas en el comercio internacional, especializándose como exportadores de materias primas, propagaba la volatilidad que la esfera financiera podía suscitar.

A diferencia de lo que ocurría en el centro, los flujos comerciales y financieros en la periferia no tendían a compensarse, sino que se reforzaban, haciendo el ciclo económico más frágil y cambiante. Gran Bretaña por ejemplo, gozaba de complementariedad en sus flujos comerciales y financieros. La salida de divisas en la forma de préstamos e inversiones fuera de sus fronteras era compensada por la exportación de manufacturas y bienes de capital, factor que equilibraba sus cuentas externas.

Pero una disminución súbita de los flujos de capital que ingresaban a los países periféricos no era necesariamente compensada por un incremento en la demanda de bienes exportados al resto del mundo. Sin embargo, una baja en el volumen exportado de dichos países (por precio o cantidad) muy probablemente disminuyera el atractivo para que las inversiones financieras de países centrales continuaran arribando.

Por lo expuesto, la noción de un único patrón oro al que todos los países asentían en igualdad de condiciones luce inconducente para los países subdesarrollados. Más bien, el patrón oro significó un arreglo monetario y financiero en el cuál, tal como sucede en la esfera comercial, países centrales y periféricos no contaban con los mismos recursos y capacidades para garantizar su funcionamiento armónico.

De esta forma, la construcción y funcionamiento del sistema obedeció a factores económicos, políticos y sociales no sólo específicos a la época, sino que también particulares al grado de desarrollo de los países partícipes.

No deja de sorprender para el caso de Argentina, la semejanza entre aquel sistema y el que se implementaría un siglo más tarde bajo el llamado “régimen de convertibilidad”. En ambos casos, la súbita reversión del flujo de capitales proveniente del exterior marcó el *ultimátum*, desencadenando una profunda crisis económica, política y social.

II.2 Los acuerdos de Bretton Woods

El período de entreguerras (1914-1944) estuvo marcado por la inestabilidad macroeconómica. Al conflicto bélico y la caída del comercio exterior le siguió una marcada descoordinación entre las naciones en el plano monetario internacional.

Puntualmente, durante la Segunda Guerra Mundial, la convertibilidad con el oro quedó suspendida y las naciones emitieron dinero fiduciario sin respaldo (en metálico) para solventar sus crecientes gastos bélicos. Una vez superado el conflicto, esta fractura del patrón oro se tradujo en una elevada volatilidad entre los tipos de cambio y un incremento de la tasa de inflación que, en algunos casos, tuvo la magnitud de hiperinflación.

En este punto de los antecedentes históricos encontramos la primera referencia al rol de los flujos de capital como factores desestabilizantes del normal funcionamiento del sistema

monetario internacional. Un estudio del economista Ragnar Nurkse (1947), manifestaba de manera primigenia los peligros de los movimientos de capital especulativos. Estos movimientos, a diferencia de lo que ocurría bajo el patrón oro, actuaban como amplificadores, y no como correctores, de desajustes en el balance de pagos.

Ante esta realidad, las naciones centrales procuraron reconstruir el viejo esquema del patrón oro, pero las condiciones económicas y financieras globales que una vez lo hicieron posible ya no estaban vigentes. Entre las cuestiones más determinantes, el ascenso de una clase trabajadora a nivel mundial, con un conjunto de demandas organizadas a través de la sindicalización, planteaban un serio interrogante sobre la capacidad de los gobiernos de mantener una paridad cambiaria fija supeditando variables como el producto y el empleo (Eichengreen, 2019).

Así, los acuerdos de Bretton Woods emergieron como un cambio sustancial al orden monetario anterior. Sus conclusiones y lineamientos son producto de las diferentes visiones que existían respecto a cuál sería el mejor esquema para encauzar las relaciones económicas y financieras entre los Estados Nacionales tras el período de entreguerras. Así, este nuevo esquema pondría un mayor énfasis sobre los objetivos domésticos.

Gran Bretaña había experimentado una fallida restauración del régimen de patrón oro que hundió su economía en una profunda recesión. Buscaba a través de su portavoz, John Maynard Keynes, un arreglo que le permitiera un mayor grado de flexibilidad en la búsqueda de sus equilibrios económicos internos. Resultaba imperioso dotar al Estado de herramientas que permitan estimular la economía, principalmente la actividad y el empleo.

Los Estados Unidos por su parte, con el recuerdo fresco de la crisis financiera de 1930, impulsaban un sistema que brindara estabilidad monetaria y financiera en el mediano plazo. A su vez, el nuevo esquema debía promover el comercio y la producción como pilares para el desenvolvimiento económico.

Existían visiones contrapuestas entre las naciones, lo cual hizo que el nuevo orden naciente resultara de un proceso de negociación y síntesis, en el cuál se incorporaran elementos de las distintas posturas.

En primer lugar, los acuerdos de Bretton Woods establecieron tipos de cambio fijos tal cual era el deseo de los Estados Unidos. Pero estos tipos de cambios fijos eran ajustables en el mediano plazo, de modo de permitir la corrección de desajustes estructurales en las economías y más precisamente en sus cuentas externas. Éste último, era el planteo de Gran Bretaña.

En términos teóricos no existía ningún compromiso explícito a mantener una paridad fija de las monedas nacionales con respecto al oro. Pero Estados Unidos por su parte mantuvo en la práctica una relación estable del oro con respecto al dólar a una paridad de 35 dólares la onza para sus acreedores externos. El dólar asumió el rol del oro como divisa de cambio a nivel internacional.

Con respecto al manejo de los flujos de capitales, también se arribó a una propuesta intermedia. Por un lado, se liberalizaron los pagos y transferencias entre naciones vinculadas a los rubros de la cuenta corriente del balance de pagos. Vale recordar que en la cuenta corriente se registran los movimientos de divisas como contraprestación de las exportaciones e importaciones, como así también el pago de distintas rentas (intereses, dividendos, etc.).

Por otro lado, se establecieron controles sobre la cuenta capital. En la cuenta capital se registran los movimientos de divisas que se originan en operaciones financieras típicas (colocación y cancelación de deuda con el extranjero, inversión extranjera directa, movimientos de cartera de activos y pasivos financieros, etc.).

Este trato diferenciado de acuerdo a la génesis de los movimientos de divisas tenía como objetivo de garantizar el normal financiamiento de las actividades de la economía real a través

del comercio exterior. Pero a la vez reducir las presiones desestabilizadoras que podrían originarse con una liberalización total de los movimientos de capitales.

Para asegurar la apertura de la cuenta corriente, en el marco de los acuerdos de Bretton Woods surgió el Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT) que tenía como objetivo impulsar el desmantelamiento de los aranceles y barreras al comercio internacional que habían establecido los países en los años anteriores.

Para la cuenta capital y financiera, surgió el Fondo Monetario Internacional (FMI). El FMI asumió la misión de estabilizar a los países que sufrieran una crisis en su balanza de pagos producto de problemas económicos estructurales. A cambio de esta asistencia, los países deberían acordar medidas económicas para su estabilización.

En conclusión, los acuerdos de Bretton Woods se apoyaron sobre tipos de cambio fijos pero ajustables, la liberalización de los flujos de divisas originados en la transacción de bienes y servicios; y los controles a los movimientos de capitales financieros.

II.3 Capital extranjero y desarrollo. ¿Qué modelo para Argentina?

La Argentina atravesó los vaivenes económicos y sociales de las dos guerras mundiales con la inestabilidad propia de ese contexto. Con el paso del tiempo fue creciendo la certeza que, tanto el patrón de especialización productiva como el orden monetario implementado a principio de siglo no eran garantía de estabilidad ni crecimiento.

Junto con otros autores pioneros, Raúl Prebisch (1949), uno de los mayores exponentes de la escuela de la CEPAL, identificó tempranamente los desafíos que la insuficiencia de capital planteaba en el camino al desarrollo económico para economías periféricas. En este sentido, no se descartaba la posibilidad de acudir al capital extranjero para resolver la baja capacidad de ahorro doméstico.

Señalaba una paradoja que envolvía a aquellos países que emprendían el proceso de industrialización y desarrollo. La acumulación de capital necesaria para encarar dicho proceso se encontraba supeditada a la generación de excedentes de la economía, factor que a su vez dependía de un incremento de la productividad que ampliara los márgenes de acumulación. Pero este incremento de la productividad sólo podía conseguirse con un aumento del capital empleado.

La insuficiencia señalada se encontraba por otra parte íntimamente relacionada con una distribución funcional de los ingresos esencialmente inequitativa, que llevaba a una acumulación de excedentes en sectores donde los incrementos potenciales de productividad eran relativamente escasos.

En sus estudios Prebisch postuló la famosa “teoría del deterioro secular de los términos de intercambio”. Esta teoría explicaba que la especialización en la producción y exportación de bienes primarios conduce a un deterioro secular de los términos de intercambio y una posterior restricción externa. Este deterioro se produce porque la elasticidad ingreso de los bienes primarios es inferior a aquella evidenciada por los bienes manufacturados. Esto significa que, al crecer el ingreso de la población mundial, crece más la demanda de bienes manufacturados *vis a vis* la demanda de bienes primarios, generando un incremento de precios en los primeros proporcionalmente más grande que en los segundos.

En su visión, que surge del análisis histórico y estructural de las economías latinoamericanas en general y la Argentina en particular, destaca como la industrialización se convierte en el camino unívoco e ineludible en la búsqueda de una distribución más equitativa de los frutos del comercio, la producción y del progreso técnico.

En nuestro país, estas visiones decantaron en la puesta en funcionamiento de un modelo de desarrollo autóctono, donde el Estado cumplió un rol fundamental, conocido como

“industrialización por sustitución de importaciones” (ISI). El modelo ISI en Argentina tuvo su inicio en 1933 con el “Plan de Acción Económica” elaborado por Federico Pinedo, con el asesoramiento de Prebisch, bajo la Presidencia de Agustín P. Justo. El inicio de la etapa ISI pone fin al modelo agroexportador.

Este modelo intentó escapar a las directrices de las escuelas clásicas de la economía que pregonaban, a través de su “teoría de las ventajas comparativas”, la especialización en la producción y exportación de bienes primarios. Esta teoría fue propuesta por David Ricardo (1817/2015) y sostiene que un país debe especializarse en aquellos bienes sobre los cuales tiene una ventaja comparativa, siendo esta la capacidad de producir un bien utilizando relativamente menos recursos que otros.

En la implementación de este modelo, y si bien el capital extranjero tuvo su participación en el incipiente proceso de industrialización, el rumbo económico se encontraba supervisado y regulado por un Estado que organizaba por “vía administrativa” el proceso de acumulación (Faletto, 1989)

Celso Furtado (1963) complementó la visión mencionada de Raúl Prebisch. Durante varios años se dedicó al estudio de las implicancias estructurales de una economía con características coloniales como lo fue Brasil. Pudo constatar las dificultades que acarrearán las naciones periféricas por poseer estructuras productivas poco diversificadas, y con marcadas heterogeneidades en sus niveles de productividad entre sectores.

Identificó con claridad una faceta que preocupaba en el análisis de los incipientes procesos de industrialización de las economías latinoamericanas: el de la persistencia de un elevado número de personas desempleadas o subempleadas. Aún con ganancias de productividad en los sectores modernos, la marcada brecha tecnológica observada impide que estos sectores más dinámicos de la economía absorban el excedente de trabajadores que los sectores primarios expulsan. Se

registra en definitiva un fenómeno de subempleo estructural, con su consecuente impacto en la distribución funcional de los ingresos y en los niveles de inequidad social.

Por otro lado, el autor planteó que la búsqueda al capital extranjero no era una solución deseable al problema de la insuficiencia del capital necesario para impulsar el desarrollo. La continua recurrencia a fondos externos para impulsar el crecimiento desembocaba en un proceso de dependencia económica. En su visión, al interrogante sobre la financiación del desarrollo pareciera corresponderle una respuesta clara: los senderos del desarrollo económico no son neutrales al patrón de acumulación, especialización y comercio elegido, sino que existe una dependencia o condicionalidad.

Esta idea se sustenta en la evidencia del accionar del capital trasnacional en las economías latinoamericanas, al menos en las décadas posteriores a la posguerra. Las funciones de producción, la configuración y las disposiciones de las plantas productivas que se instalaban en la región, replicaban la dualidad productiva anteriormente señalada.

Al escaso nivel de transferencia tecnológica percibido, por tratarse de procesos productivos muchas veces obsoletos o en desuso para las economías desarrolladas, se le suma un tamaño y configuraciones de unidades productivas no adaptadas a una dotación de factores relativos esencialmente distinta. En otras palabras, no se tuvo en cuenta la mayor disponibilidad –y por ende ponderación- del trabajo intensivo que se evidencia en los países periféricos.

Hacia la década del sesenta, Cardoso y Faletto (1969) hicieron un aporte valioso a la discusión sobre el desarrollo dentro del marco de ideas llamado “teoría de la dependencia”. Desde allí plantearon una revisión crítica sobre los primeros pensamientos esbozados por Prebisch y sus sucesores.

En particular, discutieron la ausencia de una sistematicidad en el camino hacia el desarrollo. El subdesarrollo latinoamericano no debía percibirse como una fase previa al camino que habían

recorrido las naciones desarrolladas, sino que representaba un estadio propio, con sus características y limitaciones.

Desde este diagnóstico, aplicar las mismas recetas empleadas en los países centrales no garantizaría un camino similar al experimentado por aquellos. Más bien, sostienen, es probable que el subdesarrollo sea una condición necesaria para el funcionamiento del sistema capitalista en su conjunto. Adicionalmente, los autores complejizan el análisis al incorporar la dinámica social y política. En definitiva, integran el grado de conflicto existente hacia dentro de las sociedades como condicionante del grado de avance o retroceso hacia el objetivo planteado.

Analizan como la relación entre desarrollo y modernización no se verifica necesariamente. Pudiéndose dar el caso que la sociedad se modernice en sus pautas de consumo, educación, etc., sin que en forma correlativa se logre un desarrollo efectivo, si por ello se entiende una menor dependencia y un desplazamiento del sistema económico del centro a la periferia.

Describen como la dependencia evidenciada en Latinoamérica tiene un correlato claro con la forma de vinculación histórica de los grupos sociales dominantes a nivel nacional con el extranjero. En este punto, si bien el concepto de subdesarrollo es una categoría válida para describir la situación imperante, su significado pareciera circunscribirse a cuestiones de índole productiva, señalando que la “dependencia” posee un alcance más amplio al hacer referencia al sistema de dominación social a nivel interno, factor que posibilita que sean los objetivos de los países centrales los que prevalezcan.

A su vez, proponen de manera germinal una aproximación al fenómeno de la globalización y en este punto abordan la cuestión del relacionamiento entre desarrollo y el capital extranjero. A partir del análisis de lo que denominan “internacionalización del mercado interno” promueven el análisis y diagnóstico de las implicancias de la alianza que se advertía entre el capital nacional

e internacional, fruto del incipiente proceso de relocalización mundial de las cadenas de valor que se comenzaba a observar con fuerza hacia comienzos de la década del setenta.

En Argentina, el proceso de industrialización mostró distintas etapas. De manera inicial, se propuso el objetivo de reducir paulatinamente la dependencia al capital extranjero a partir de un modelo de desarrollo propio cuyo principal motor de crecimiento fuera el mercado interno.

Este propósito fue acompañado con medidas que tendieron a garantizar el financiamiento del proceso, como la creación del Banco Industrial (luego BANADE) en el año 1944, junto a la reforma financiera de 1946, que buscó, a través de la nacionalización de los depósitos, ganar margen de acción para direccionar el crédito hacia actividades industriales.

En una segunda etapa, el capital extranjero pasó a desempeñar un rol más importante en el proceso de industrialización, radicándose numerosas empresas en sectores como el automotor y el petroquímico, consolidando la sustitución de importaciones y el paso hacia una industria más “pesada” en las décadas de 1960 y 1970.

A pesar de la bienvenida ganancia de productividad experimentada debido a las transferencias de tecnología, su aporte a la generación neta de divisas en el mediano plazo no parece haber sido considerable (Katz & Kosacoff, 1989).

De la mano de autores como Marcelo Diamand (1972; 1983) surgieron análisis alrededor del esquema económico que mejor satisfacía un conjunto de objetivos políticos, económicos y sociales, destacando las especificidades y desafíos de la industrialización en economías periféricas.

De manera sintética, al teorizar sobre la “estructura productiva desequilibrada” de la Argentina se plantean las dificultades del desarrollo ante la co-existencia de dos sectores como el agro y la industria con brechas tecnológicas tan dispares, que en definitiva derivan en una insuficiencia

crónica de divisas y ciclos de “stop & go”. Estos vaivenes en el ciclo económico contribuyen a abonar la existencia de lo que en términos políticos fue denominado un “empate hegemónico” entre las distintas posturas (Portantiero, 1973).

En este contexto de tensión, se produce el quiebre del orden monetario internacional de 1971. Mientras que Bretton Woods proponía la liberalización comercial, América Latina y en particular la Argentina planteaban su intento de desarrollo a partir de un modelo de sustitución de importaciones. Estos esquemas que se apoyaban fuertemente sobre un “comercio administrado” y controles a la cuenta corriente, en clara contradicción con el orden propuesto.

Por el lado de los movimientos de capital, América Latina pensaba en su limitación buscando eludir la dependencia y centrar el desarrollo desde el impulso doméstico. Este punto no entraba en conflicto con Bretton Woods en tanto estaban previstos los controles en la cuenta capital.

II.4 Desgaste y cambio de paradigma

Si bien los acuerdos alcanzados en Bretton Woods habían cumplido con el objetivo de dinamizar las economías nacionales otorgando un marco de estabilidad en el plano internacional, su sistema de paridades fijas y ajustables en el largo plazo era demasiado rígido para los deseos de los Estados Unidos de recobrar competitividad para sus exportaciones. La capacidad exportadora de los Estados Unidos se venía deteriorando desde hacía ya varios años con respecto al avance de algunas economías europeas y asiáticas, en particular Japón.

A esta restricción externa se le sumaba el hecho que en los últimos años dicho país se había embarcado en una serie de iniciativas, entre las que se pueden mencionar “la gran sociedad”, propuesta por el entonces Presidente Lindon Johnson. La gran sociedad consistió en un conjunto de reformas en el plano social ejecutadas entre 1964 y 1965, con el objetivo de eliminar la pobreza y las discriminaciones raciales. Catalizó un fuerte incremento del gasto en servicios

públicos como educación y salud, entre otros. Además, otras acciones, como el ingreso de EEUU a la Guerra de Vietnam en 1964, requirieron de un extensivo financiamiento público, lo que fue empeorando las cuentas fiscales y poniendo cierta presión inflacionaria sobre el segundo lustro de la década.

Ilustración 3: Tasas mensuales y anuales de inflación en Estados Unidos 1960-1970.

Año	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sep.	Octubre	Nov.	Dic.	Promedio
1960	1.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.0	1.4	1.4	1.4	1.7
1961	1.7	1.4	1.4	1.0	1.0	0.7	1.4	1.0	1.4	0.7	0.7	0.7	1.0
1962	0.7	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0
1963	1.3	1.0	1.3	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3	1.3	1.6	1.3
1964	1.6	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3	1.0	1.3	1.0	1.3
1965	1.0	1.0	1.3	1.6	1.6	1.9	1.6	1.9	1.6	1.9	1.6	1.9	1.6
1966	1.9	2.6	2.6	2.9	2.9	2.5	2.8	3.5	3.5	3.8	3.8	3.5	2.9
1967	3.5	2.8	2.8	2.5	2.8	2.8	2.8	2.4	2.8	2.4	2.7	3.0	3.1
1968	3.6	4.0	3.9	3.9	3.9	4.2	4.5	4.5	4.5	4.7	4.7	4.7	4.2
1969	4.4	4.7	5.2	5.5	5.5	5.5	5.4	5.7	5.7	5.7	5.9	6.2	5.5
1970	6.2	6.1	5.8	6.1	6.0	6.0	6.0	5.4	5.7	5.6	5.6	5.6	5.7

Fuente: Índice de precios al consumidor. Bureau of Labour Statistics (BLS).

El persistente déficit fiscal obligó al tesoro de los Estados Unidos a recurrir al financiamiento, ya sea incrementando la emisión de dólares o bien a través de un incremento de la demanda de crédito por parte del sector público, con su posterior suba de la tasa de interés.

Ante este panorama algunos países comenzaron a dudar de la solvencia de Estados Unidos para honrar su compromiso de convertibilidad hacia el oro. En un contexto de oferta limitada del metal, las reservas de oro en poder de los Estados Unidos cayeron a la mitad desde mediados de 1940 hacia mediados de 1960 (Eichengreen, 2004).

De esta manera, ni Estados Unidos en su rol de proveedor de liquidez mundial (a través de la emisión de dólares), ni los principales demandantes de la misma, estaban convencidos de continuar con el arreglo. La situación evidenciaba un *trade-off* entre confianza y liquidez que fue puesto de manifiesto originalmente por el economista Robert Triffin (1960) y luego se conocería como “dilema de Triffin”: los Estados Unidos podían cumplir con su rol de proveedor

mundial de liquidez, pero a costa de mantenerse pasivo en sus objetivos de balanza de pagos, o bien podía tomar medidas para ajustar su balanza de pagos, otorgando confianza al sistema, pero a costa de reducir la provisión de dólares para el funcionamiento del sistema financiero mundial.

Finalmente, en agosto de 1971 el presidente Richard Nixon decidió decretar la inconvertibilidad del dólar con el oro poniendo fin al período de paridades fijas. El fin de la convertibilidad del dólar frente al oro es reconocido como el inicio del período de globalización financiera contemporánea.

III. CAPITULO II. Marco teórico.

III.1 Flujos de capital: definición

Una primera aproximación a los controles de capital requiere definir a que se hace referencia cuando se habla de los flujos de capital. De allí sigue el abordaje de su regulación, donde los controles constituyen uno de los objetos centrales de estudio de este trabajo.

Se define como “flujos de capital” a aquellas transacciones que son registradas en la cuenta financiera del balance de pagos, a veces conocida como cuenta capital y financiera.

Mientras que la cuenta corriente del balance registra los flujos transaccionales del comercio de bienes y mercancías y del ingreso primario y secundario entre residentes y no residentes, la cuenta financiera del balance de pagos muestra la adquisición y disposición neta de activos y pasivos financieros.⁶

Asimismo, resulta de utilidad al análisis distinguir el sentido o dirección que pueden adoptar los movimientos de capital. En otras palabras, separar los flujos de ingreso de los flujos de egreso de capital.

Ingresos de capital: adquisición de activos domésticos por parte de no residentes + la venta y repatriación de activos externos por parte de residentes.

Egresos de capital: venta de activos domésticos por parte de no residentes + la compra de activos externos por parte de residentes.

El foco del presente trabajo estará puesto en los flujos de ingreso de capital, para lo cual se analizarán aquellas medidas de política económica (controles) destinadas específicamente a la regulación de movimientos con ese sentido o dirección.

⁶ Ver Documento Fondo Monetario Internacional (FMI). *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*.

Una de las principales dificultades que puede generar un abultado ingreso de capitales, y a la que muchos países están atentos, es que impulse un proceso de apreciación cambiaria por fuera de sus valores fundamentales o de largo plazo.

Estos movimientos podrían afectar la competitividad del sistema productivo exportador⁷. La apreciación del tipo de cambio real podría darse por la revaluación del tipo de cambio nominal, en un escenario de tipo de cambio flexible o por el agotamiento de las posibilidades de administración del incremento de la oferta monetaria, en un escenario de tipo de cambio fijo.

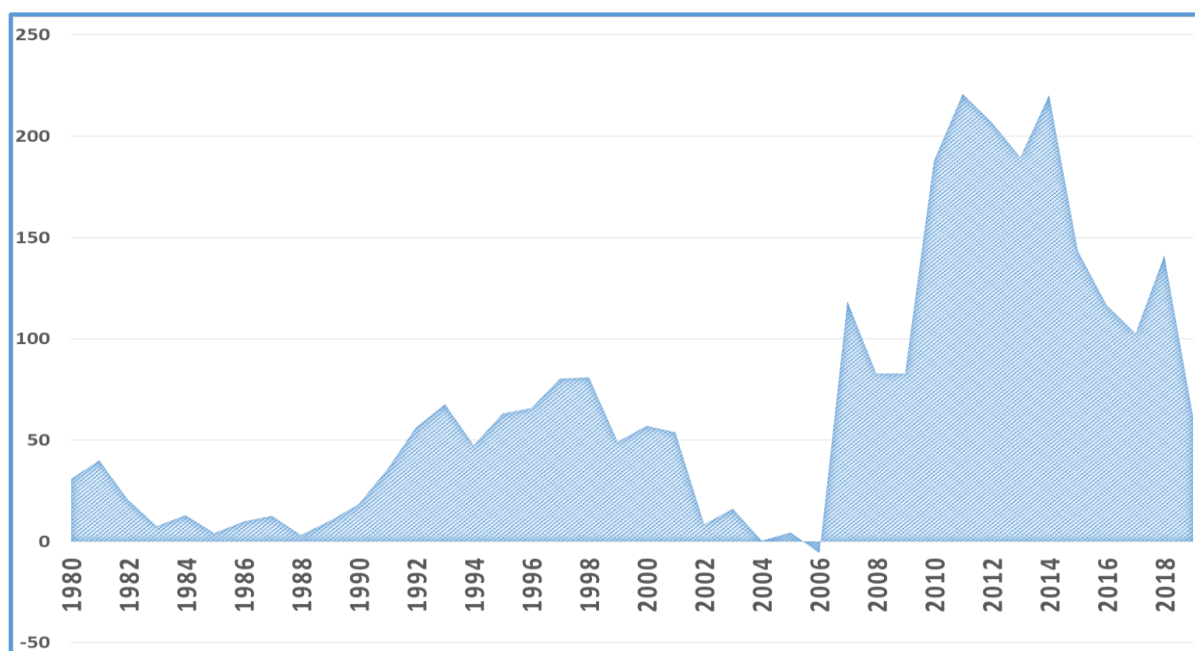
Pero los ingresos de capitales también se regulan y controlan por su volatilidad, es decir, por la posibilidad de que estos mismos capitales decidan salir repentinamente, generando una brusca devaluación, con la consecuente inestabilidad e impacto sobre la inflación. En la sección III.5 se abordará con mayor profundidad la presente discusión sobre controles al ingreso, sus motivaciones y sus diferencias versus controles a la salida de capitales.

En cuanto a su magnitud y alcance, los flujos de ingreso de capital constituyen un fenómeno generalizado y significativo desde hace varias décadas. En particular, América Latina ha sido un asiduo receptor de este tipo de movimientos financieros. Tal como se expone en el gráfico a continuación, los ingresos de capitales netos (ingresos de capital menos egresos de capital) llegaron a superar los 200 mil millones de USD en algunos años.

También puede observarse que, en otros, los ingresos netos llegaron incluso a valores negativos, con salidas superiores a las entradas, mostrando en efecto una marcada variabilidad.

⁷ Para una discusión sobre el vínculo entre tipo de cambio y competitividad de las exportaciones pueden consultarse los trabajos de Frenkel (2004), para una aproximación de la experiencia latinoamericana o Freund & Pierola (2008) para un análisis más global.

Gráfico 1: Ingreso Neto de Capitales en América Latina 1980-2019. En miles de millones de USD.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

III.2 El Trilema Monetario para Economías Abiertas

El trilema monetario para economías abiertas⁸, fue planteado originalmente por Robert Mundell (1963) y J. Marcus Fleming (1962), aunque puede identificarse su vínculo con el trabajo de Jan Tinbergen (1952), quien planteaba la existencia de ciertas restricciones que enfrenta el hacedor de política económica en términos generales, al encontrarse frente a más objetivos que herramientas.

El modelo de Mundell-Fleming otorga un marco conceptual para comprender el funcionamiento de las finanzas internacionales y su interacción con las herramientas nacionales de política económica. De la descripción de esta interacción se desprenden también las limitaciones.

⁸ A este trilema se lo conoce de distintas maneras, como “trilema de la imposibilidad”, “trinidad imposible”, “trinidad irreconciliable”, “triángulo de la imposibilidad”, entre otros.

Resumidamente, la proposición señala que para las economías nacionales las siguientes tres condiciones no pueden cumplirse simultáneamente:

- Libre movilidad de capitales
- Tipo de cambio fijo
- Política monetaria autónoma orientada a objetivos domésticos

De hecho, estas condiciones se cumplen de a pares. Esto significa que un país puede alcanzar dos de estas tres condiciones, pero nunca las tres de manera simultánea. Por ejemplo, si un país establece su tipo de cambio como fijo y permite la libre movilidad de capitales no podrá disponer de una política monetaria doméstica.

Esto es así ya que si expandiera la oferta monetaria tendría lugar un descenso de la tasa de interés, lo que resultaría menos atractivo a los capitales, sufriendo una salida que compensaría la expansión original. Lo inverso sucedería si se redujese la oferta monetaria, factor que impulsaría una suba de tasas y un ingreso de capitales, que nuevamente compensaría el estímulo original.

Pero se podría optar por flexibilizar el tipo de cambio, y en ese caso podría alcanzarse el objetivo de política monetaria autónoma y libre movilidad de capitales. En ese caso, la expansión monetaria y su correspondiente baja en la tasa de interés, produciría una devaluación del tipo de cambio frente a la salida de capitales. En el caso opuesto, una restricción monetaria y su consecuente suba de tasas de interés, redundarían en una apreciación cambiaria debido al ingreso de capitales.

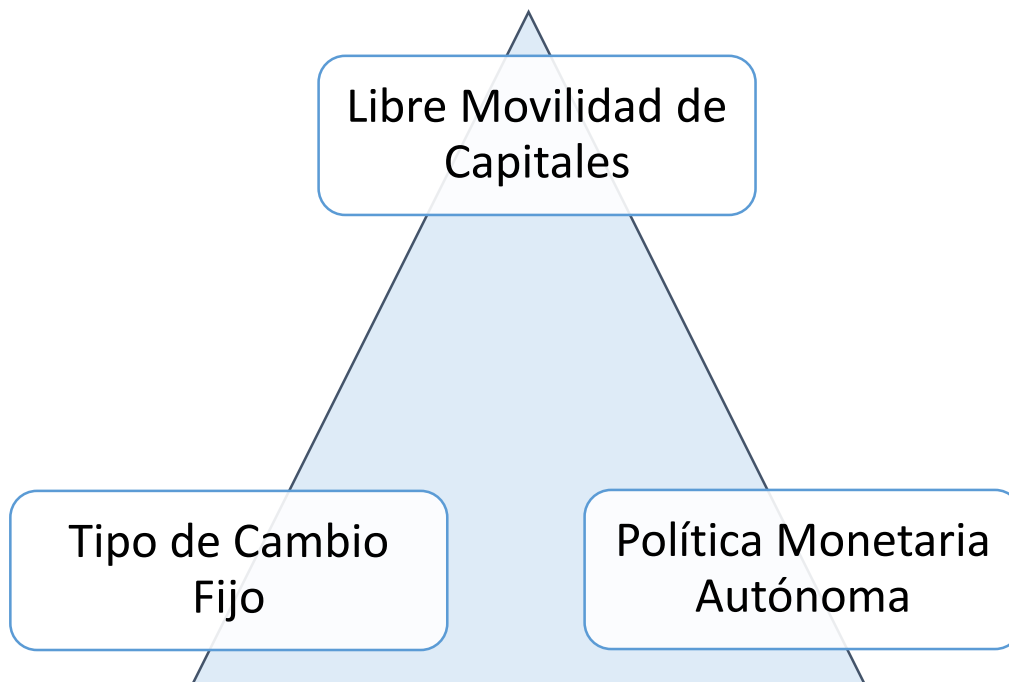
A la vez, puede observarse que las oscilaciones de tasas de interés y de tipo de cambio podrían ser morigerados si se restringiera de alguna manera el ingreso y egreso de capitales que se corresponden con los mencionados movimientos. Por lo cual la relación existente no debe

entenderse en un sentido discreto sino más bien como la existencia de un *trade -off* o compensación entre las variables de política económica bajo análisis.

Lo señalado implica que se pueden alcanzar los tres objetivos a la vez si los mismos son flexibilizados. Un país podría tener un tipo de cambio flotante pero administrado con una cotización relativamente estable, en la medida que aplique al menos algunas limitaciones a los movimientos de capitales, combinación que permitiría un margen de acción en su política monetaria.

En la siguiente figura se expone un triángulo en el que cada uno de sus vértices contiene uno de los tres postulados del trilema. Resulta didáctico pensar que la política económica es una soga más pequeña que el perímetro del triángulo. Con esa soga se pueden cubrir dos objetivos (cualquier par de dos objetivos), pero la misma no es lo suficientemente extensa para cubrir los tres, excepto se limite su alcance (un triángulo más pequeño, por ejemplo).

Ilustración 4: Representación Gráfica del Trilema Monetario



Fuente: Elaboración Propia

Por este límite que se postula es que en algunas ocasiones se lo denomina “Trilema de la Imposibilidad”, en referencia a la imposibilidad de alcanzar los tres objetivos simultáneamente. Es pertinente reiterar que dentro de cada uno de los objetivos (o vértices del triángulo) existen una variedad de estados intermedios.

Habiendo explicado esta restricción, se puede observar como los diferentes períodos por los que atravesó el orden monetario internacional, y que fueron abordados en el Capítulo I, se ajustaron a esta restricción.

En el caso del patrón oro, existía una paridad fija *per se*, ya que todos los países fijaban sus paridades con respecto al oro además de regir la libre movilidad de capitales. Naturalmente esta situación dejaba a las economías domésticas sin la posibilidad de aplicar una política monetaria autónoma.

Era justamente el cumplimiento del trilema, mediante la resignación de una política monetaria autónoma la que tornaba “atractivo” el sistema de patrón oro, ya que implicaba un mecanismo automático de ajuste de los desequilibrios externos.

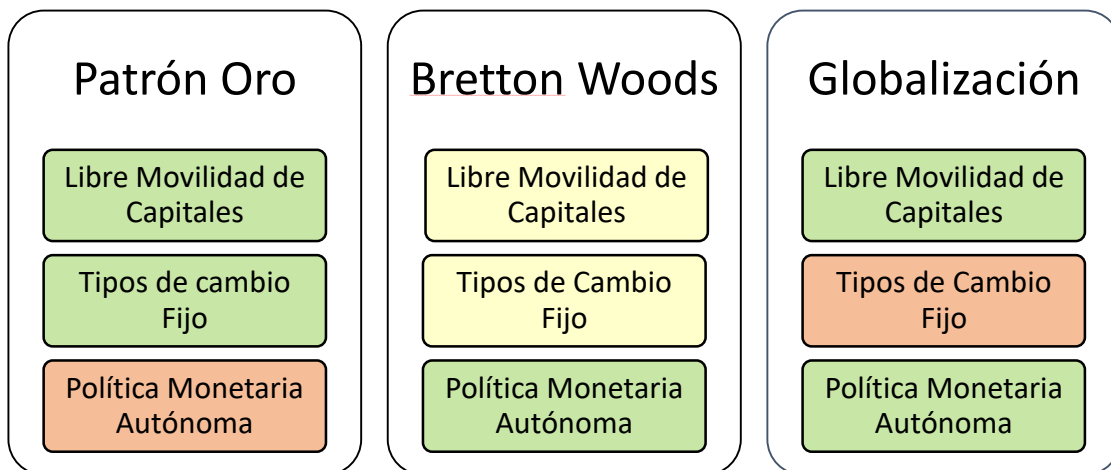
Por su parte, el régimen de Bretton Woods aproximó el trilema poniendo a los Estados Nacionales en el centro de la escena. Tras la severa crisis mundial de 1930 y la debacle en términos sociales y económicos que significó la segunda guerra mundial, existía cierto consenso entre los líderes mundiales de que era imperioso contar con el ejercicio de una política económica (entre ellas la monetaria) en favor de la creación de empleo, del comercio y la producción.

Con los restantes dos elementos del trilema, se logró un *trade off* equilibrado, si bien las paridades cambiarias continuaron siendo fijas, las mismas eran ajustables en el largo plazo, lo cual implicaba un grado mayor de libertad. Por el lado de los movimientos de capital, si bien se impusieron restricciones, las mismas se limitaban principalmente a la cuenta capital del

balance de pagos, permitiendo la movilidad de flujos financieros que tuviesen por objeto la financiación del comercio y a la inversión extranjera directa.

Por su parte, el período de globalización financiera estimuló la liberalización de los movimientos de capital alrededor del mundo y mantuvo la soberanía de los gobiernos nacionales en lo referido al establecimiento de una política monetaria autónoma. La conclusión fue el abandono de los regímenes de tipos de cambio fijos y la proliferación de tipos de cambios libres o de flotación administrada. El cumplimiento del trilema en las distintas etapas de los arreglos monetarios puede observarse en la siguiente figura construida a modo de semáforo.

Ilustración 5: Trilema Monetario en las Distintas Etapas Históricas



Fuente: Elaboración Propia

III.3 Funcionamiento de los Mercados Financieros: Eficiencia e Información.

Tras las numerosas crisis económicas durante el período de globalización financiera, existen abundantes trabajos que intentan explicar los escollos del enfoque de la liberalización del capital para transformarse en un mecanismo dinamizador de la convergencia en el nivel de desarrollo de las distintas economías del mundo.

Para comenzar, es oportuno destacar cómo fue concebido el funcionamiento de los mercados en la escuela clásica. La importancia de los mercados financieros se basa en que los mismos

están involucrados en el mecanismo de asignación de recursos de una economía. De esta forma, captan los recursos excedentes de la sociedad y los canalizan hacia inversiones productivas.

Desde este enfoque, los mercados de capital podrían desempeñar un rol dentro de la economía análogo al rol que el cerebro tiene dentro del organismo del ser humano. Si los mercados financieros fallan, el sistema económico en su conjunto se resiente.

Una de las conclusiones más generales de la obra de Adam Smith, autor de referencia del liberalismo económico, en su obra “La riqueza de las Naciones” (originalmente publicada en 1776), ha sido que los mercados se auto regulan. En un mercado con exceso de demanda (las cantidades demandadas por la población superan a las ofrecidas) se produce un incremento de precio, que no sólo desalienta a una porción de los demandantes, sino que también impulsa a los oferentes a producir más. En el sentido contrario, en un mercado con exceso de oferta (las cantidades ofrecidas por la población superan a las demandadas) se produce un descenso del precio, estimulando la aparición de nuevos demandantes y desalentando la producción.

Este mecanismo puede ser aplicado a lo que ocurren en los mercados financieros, donde la tasa de interés puede interpretarse como el precio del dinero. En un mercado con exceso de demanda de crédito, la tasa de interés sube, incentivando a la población ahorrar y desalentando a los inversores a tomar prestado. En el sentido contrario, en un mercado con exceso de oferta de crédito, la tasa de interés se reducirá de modo de desanimar a los ahorristas e inducir a los inversores a endeudarse.

Esta visión clásica de los mercados autosuficientes prescinde de la intervención del Estado, dejando toda la operatoria económica en manos del sector privado. No obstante, existen otras corrientes de pensamiento económico alternativas que dan lugar al Estado como articulador de las relaciones sociales y económicas, interviniendo para intentar solucionar resultados inesperados, comúnmente conocidas como “fallas de mercado”.

Joseph Stiglitz (1993), señala algunas de las fallas más comunes en los mercados financieros y destaca la necesidad de una intervención estatal para corregir estos efectos. El rol de los mercados también se encuentra relacionado con la selección de proyectos, el monitoreo, el *enforcing* (capacidad de hacer cumplir) de los contratos, la transferencia de riesgos y la provisión de un medio para que las transacciones puedan realizarse. En este punto, no sólo están relacionados con una elección de inversión y ahorro inter-temporal, sino que también están ligados con la información y el riesgo.

Una forma simple de interpretar esto, es que un dólar invertido hoy es una promesa de la devolución de un dólar más un interés en el futuro. Al ser un contrato siempre existe un riesgo de “default”, de no pago o incumplimiento. Por lo cual la información acerca de la capacidad de repago es crítica. Así, estos tres conceptos ahorro-inversión, riesgo e información están íntimamente relacionados y son los pilares constitutivos de los mercados financieros.

Por su parte las teorías acerca de la eficiencia de los mercados están sustentadas en la premisa fundamental que exige a la información cumplir con los siguientes requisitos:

- Libre: comprende la gratuidad.
- Perfecta: todos los “jugadores” conocen los movimientos que han efectuado previamente todos los demás y
- Completa: cada “jugador” conoce las estrategias y recompensas del resto, pero no necesariamente las acciones.

Por lo expuesto, queda en evidencia que el rol de la información en los mercados financieros difiere de los bienes tradicionales, teniendo las características de un bien público. Buchanan (1968) plantea tres principios que debe cumplir un bien para que, económicamente, sea considerado público:

- 1) Principio de no división: la imposibilidad de fraccionar un bien público para su consumo personal.
- 2) Principio de no exclusión: la imposibilidad de excluir del consumo de un bien a determinadas personas.
- 3) Principio de no rivalidad: cuando el consumo que un individuo realiza de ese bien no impide ni reduce la cantidad disponible para el consumo de otras personas.

El rol central que juega la información dentro de los mercados financieros implica que cualquier deficiencia que emerja alrededor de ella, impedirá el funcionamiento autosuficiente que se plantea desde la teoría.

El resultado más usual que se observa en los mercados financieros es que los mismos proveen una cantidad subóptima de información pública. Esta deficiencia obedece a que, si la información está disponible para todos por igual, se dificulta la posibilidad de apropiarse de sus beneficios.

Así, los mercados financieros son usualmente catalogados como mercados de información asimétrica. Akerlof (1970) define como mercado de información asimétrica a aquel en el cuál al menos uno de sus participantes dispone de menos información que el resto. En estos mercados suelen aparecer algunos de los siguientes comportamientos caracterizados:

Selección adversa: cuando los compradores tienen menos información sobre la calidad de un bien o servicio que los vendedores se inicia un proceso cuyo resultado es que sólo se terminan ofreciendo aquellos de peor calidad.

Riesgo moral: cuando un individuo dispone de información reservada al resto sobre las consecuencias de sus acciones, siendo que las consecuencias recaerán más sobre el resto que sobre él mismo.

Comportamiento de manada: algunos participantes con menor acceso a la información deciden replicar las elecciones de otro grupo, con la creencia de que aquel otro grupo sí dispone de información.

Estos no son los únicos problemas relacionados con la información presentes en los mercados financieros. Peter Ubel (2009) ha realizado una recopilación de estas deficiencias. También ha sido expuesto como los agentes económicos actúan bajo lo que Herbert Simon (1990) denominó “racionalidad limitada” y que fuera continuado por desarrollos como los de Daniel Kahneman (2003) para la esfera económica financiera. Según la racionalidad limitada, incluso cuando la información apropiada para la toma de decisiones económicas se encuentre disponible, su cantidad y complejidad la hacen muy difícil procesar, dificultando la selección de la alternativa apropiada.

Finalmente, trabajos como el de Mondria & Wu (2011) remarcan como el procesamiento de la información financiera por parte de los inversores tiende a ser asimétrico, dependiendo de si la misma refiere al ámbito local o extranjero, y a su vez, a si la misma posee un carácter positivo o negativo. Sus hallazgos destacan que cuando de mercados extranjeros se trata, los inversores tienden a sobre ponderar las malas noticias frente a las buenas.

III.4 Tipología de los movimientos de capitales

Hasta aquí el análisis se centró en la descripción de los flujos de capital y sus principales diferenciaciones, como también se presentó un marco teórico para su abordaje en el marco de la globalización. Habiendo señalado las limitaciones que poseen los mercados financieros es menester reparar en las motivaciones detrás de su tipología en las últimas décadas.

Se ha señalado como los cambios en el orden monetario impulsados a partir de la globalización financiera permitieron una creciente intermediación financiera. Es útil también al objetivo del

presente trabajo exponer los determinantes de la magnitud, el sentido y la duración de estas “oleadas” de crédito hacia economías emergentes.

La literatura sobre la movilidad del capital internacional a los países en desarrollo tiende a distinguir entre factores de impulsión “*push*” y factores de atracción “*pull*”. En su trabajo sobre el tema, Fernández Arias & Montiel (1996) señalan entre el primer grupo de variables a aquellas de carácter exógeno en las cuales los países receptores del capital no pueden influir. La más significativa en este grupo es la tasa de interés internacional de referencia.

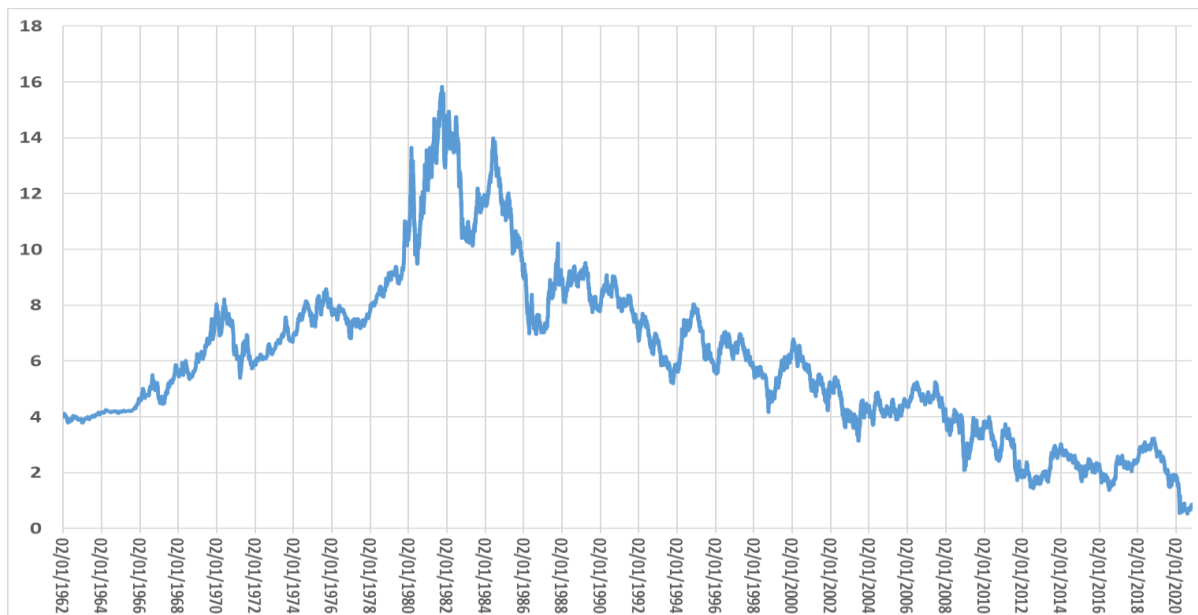
Una tasa de interés internacional más alta impulsará un movimiento hacia la salida de capitales desde los países emergentes hacia los países centrales. Una tasa de interés internacional más baja, resultará en un movimiento desde los países desarrollados hacia las economías emergentes, en busca de mayor rentabilidad. La cuestión central es que desde la perspectiva de las economías periféricas no está en la órbita de sus decisiones moldear el sentido y magnitud de este factor de impulsión.

Entre el segundo tipo de variables, endógenas, se encuentran aquellas en las cuales el país receptor si tiene injerencia, es decir, son “moldeables”. Una de las conclusiones del trabajo de los autores, que analiza puntualmente el boom de financiamiento que recibieron las economías latinoamericanas a principios de la década de los noventa, es que si bien los países receptores pueden tomar las medidas “adecuadas” para conservar su credibilidad, es difícil que los niveles de financiamiento se mantengan en el tiempo, ya que los flujos financieros tienden a moverse de manera exacerbada.

De la misma manera, el análisis empírico muestra que el ritmo de la disminución en la llegada de flujos financieros hacia países periféricos se encuentra fuertemente correlacionado con el costo de oportunidad del capital a nivel internacional, en referencia a la tasa de interés fijada

por la Reserva Federal de Estados Unidos. Es decir, entre los factores *Push* y *Pull* existe una prevalencia de los factores *Push*.

Gráfico 2. Rendimiento diario de títulos del tesoro de EE.UU. a 10 años, 1962-2020.



Fuente: Elaboración Propia en base a Bloomberg.

Puede observarse en el gráfico precedente una constante tendencia a la baja de la tasa de interés internacional de referencia. En su aproximación a los controles de capital, los autores hacen referencia a su deseabilidad como política de “*second best*”, no obstante mencionan la dificultad de su implementación.

Por su parte, Hopenhayn y Merighi (1998), realizan el análisis para la afluencia de capitales a la Argentina en la década de los noventa, confirmando la prevalencia de la tasa de interés “mundial” como factor explicativo de los ingresos de capital en nuestro país.

Los factores de impulsión son fácilmente mensurables al estar capturados en buena medida por las variaciones de la tasa de interés de los Estados Unidos. En cambio, los factores de atracción son un poco más difusos y son englobados generalmente como la credibilidad

(“*credibility*”) como deudor que ostenta un país, abarcando tanto variables macroeconómicas como institucionales.

En este orden, para que un deudor posea una buena calificación crediticia debería cumplir con dos requisitos: demostrar que puede cumplir y demostrar que quiere cumplir. Si no cumple una o las dos condiciones su credibilidad se verá afectada. En términos generales, se puede pensar que las variables macroeconómicas como superávit fiscal, superávit externo, volumen de las reservas internacionales, capacidad exportadora, etc. son indicadores de la capacidad de cumplir. De manera análoga las variables institucionales como la estabilidad democrática, la división de poderes, la alternancia en el poder, la transparencia de la administración pública, etc. son tomados como indicadores de la voluntad de cumplir.

Relativo a los flujos de capital, Calvo (1998) plantea un análisis de lo que denomina fenómenos de “sudden stops” en el financiamiento externo, y destaca como estas retracciones súbitas en el mismo pueden desembocar en crisis de balanza de pagos, aun cuando los países receptores no tengan posiciones externas marcadamente endebladas.

Ocampo (2003) por su parte destaca que los flujos de capital hacia las economías en vías de desarrollo presentan dos características principales: su volatilidad y su contagio. El primer factor tiene que ver con la variabilidad en las condiciones de liquidez mundial y la segunda en la asimetría de información existente entre los inversores, quienes tienden a agrupar a las naciones por categorías. Como corolario propone la utilización de regulaciones de la cuenta capital junto a herramientas macroprudenciales.

Rodrik y Velasco (1999) señalan no solo como una entrada desmedida de capital puede desalinear los precios de la economía de sus tendencias de mediano plazo (efecto volumen), sino que además si el ingreso es de corto plazo los efectos de su salida pueden ser más dañinos (efecto velocidad).

Finalmente, ya hace algunas décadas James Tobin (1978) proponía, ante la evidencia desestabilizadora de los flujos de capital, “arrojar arena en los engranajes de los mercados financieros” en la forma de un impuesto a las transacciones de cambio, de manera de darle “espacio” a las economías nacionales a perseguir objetivos económicos de manera autónoma.

III.5 Regulación: los controles de capital en las finanzas mundiales

Los estudios especializados sobre la temática de los controles de capital muestran resultados ambiguos y por ende no son concluyentes en lo relativo a su efectividad y a su deseabilidad. Entre ellos, Carmen Reinhart y Nicolás Magud (2007) en su trabajo: “*Capital controls, an evaluation*”, realizan un análisis de la literatura y evidencia disponible sobre la aplicación de controles de capital. Inician el trabajo señalando algunos de los problemas que presenta el abordaje de la temática:

- 1) Destacan que no existe un marco teórico unificado para analizar las consecuencias macroeconómicas de los controles.
- 2) Advierten sobre la gran heterogeneidad entre países y a lo largo del tiempo en las medidas implementadas y catalogadas como controles de capital.
- 3) Señalan la existencia de múltiples definiciones respecto a lo que constituye un “éxito”, ya que los controles de capital son sólo una herramienta de política económica, pero los objetivos pueden ser múltiples.
- 4) Los estudios empíricos carecen de una metodología común y están sobre representados por los casos de Malasia y Chile.

Siguiendo a los autores y como se definió anteriormente, los controles de capital pueden ser subcategorizados entre aquellos que se aplican a la entrada de capitales (*inflow capital controls*) y aquellos que se aplican a la salida de capitales (*outflow capital controls*).

Resumidamente, los resultados encontrados en el examen de más de 30 estudios empíricos que presentan Reinhart y Magud son los siguientes:

Los controles de capital sobre la entrada de flujos parecen permitir una política monetaria más independiente, a la vez que alteran la composición de los mismos y reducen las presiones sobre el tipo de cambio real. Sin embargo, no parece existir evidencia sobre el rol de los controles al ingreso en reducir el volumen neto de flujos de capital, y por ende, el balance de la cuenta corriente.

Como se señaló, la efectividad o éxito de las distintas experiencias se encuentra directamente relacionado con los objetivos de política económica fijados (y la prelación de variables que ello implica), con lo cual su comparabilidad en base a un patrón común puede resultar compleja.

Desde el enfoque teórico, se ofrecen distintas motivaciones por los cuales los países podrían verse tentados a considerar controles de capital, mencionando cinco cuestiones principales:

- 1) Miedo a la apreciación: El ingreso masivo de flujos de capital provoca (*ceteris paribus*) una presión al encarecimiento de la moneda local (baja del tipo de cambio), lo cual muchas veces no es coincidente con los objetivos de política económica del país receptor. Puede afectar la competitividad exportadora del mismo, aun cuando pueda discutirse si la competitividad se sostiene exclusivamente como un tipo de cambio sistemáticamente subvaluado.
- 2) Acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central: si se mantiene un tipo de cambio fijo (o semi fijo) que impida la apreciación cambiaria al menos nominalmente, la acumulación de reservas tiene su correlato en un incremento del dinero en circulación que debe ser esterilizado para reducir su injerencia en la inflación. Con el tiempo, el proceso de esterilización monetaria se vuelve cada vez más dificultoso en la medida que la tasa de interés tiende a elevarse, afectando el crédito doméstico.

- 3) Miedo al “dinero caliente”: la globalización financiera ha contribuido a configurar un escenario en que una enorme masa de capital fluye rápidamente a través de las fronteras. Esta entrada repentina de capital hacia países -en especial hacia los países en vías de desarrollo-, normalmente es acompañada posteriormente por una salida abrupta. Estos movimientos son sumamente disruptivos sobre las economías de los países receptores. Este tipo de comportamiento es uno de los justificativos a la propuesta de implantar un impuesto a nivel global que morigere este proceso (“*Tobin Tax*”).
- 4) Miedo a grandes ingresos: los flujos de capital pueden transformarse en un factor disruptivo debido a su volumen. Un ingreso significativo de capitales puede provocar burbujas en distintos tipos de activos. Además, puede incentivar una toma excesiva de riesgo por parte de los actores domésticos, que no siempre están lo suficientemente preparados para intermediar una masa tan importante de fondos.
- 5) Miedo a la pérdida de autonomía monetaria: Como se mencionó, existe un “trilema” que restringe las opciones de política económica. Con lo cual, a una mayor liberalización de los flujos de capital corresponde una pérdida de la capacidad de controlar variables monetarias y cambiarias simultáneamente. Siendo lo contrario también verdadero, si se controlan los ingresos (o egresos de capital) pueden manejarse con mayor margen el tipo de cambio y la política monetaria.

El trabajo también intenta llegar a una definición o comprensión de lo que se entiende bajo el rótulo de “control de capital”. Los autores señalan que en la mayoría de los trabajos no se hace una distinción explícita entre flujos de entrada (*inflows*) y flujos de salida (*outflows*), y que aún en los casos donde la distinción se realiza, no se especifica de manera acabada el grado de aplicación o “*enforcement*” de los controles. La exigencia de los controles puede variar en un rango que va de lo explícito a lo implícito en su reglamentación y de lo “*market friendly*” a lo

coercitivo en su instrumentación práctica. Otra dimensión importante es el plazo de las medidas implementadas, pudiendo calificarse como temporales o permanentes.

Cuando se analiza la “efectividad” o “eficacia” de los controles, tanto a la salida como a la entrada, los autores señalan la importancia de definir claramente el objetivo u orden prioritario de objetivos a ser alcanzados mediante la adopción de esta política económica. Entre los objetivos más comunes que se persiguen con el establecimiento de los controles, pueden encontrarse:

- 1) Reducir el volumen del flujo de capitales.
- 2) Alterar la composición de los mismos: plazo, moneda, sector.
- 3) Reducir las presiones sobre el tipo de cambio.
- 4) Permitir la ejecución de una política monetaria o cambiaria más autónoma.

Durante décadas, desde el *mainstream* de la academia hasta las grandes instituciones financieras internacionales como el Banco Mundial o el FMI, se mantuvo la postura que la plena liberalización de los flujos de capital a través de las fronteras era la mejor opción para países desarrollados y en desarrollo.

Esta visión de liberalizar la entrada de capitales tenía su anclaje en la ortodoxia económica, desde donde se criticó severamente la capacidad de Estado de ejercer una regulación virtuosa, acusándosele de generar esquemas de rentas regulatorias donde el interés de los agentes económicos pasaba más por cooptar a los hacedores de política que por optimizar una función de beneficio (Krueger, 1990). En esta postura, las fallas de mercado no son condición suficiente para justificar la intervención del Estado.

Según este conjunto de ideas, el crecimiento económico es explicado por la productividad total de los factores empleados en la producción (Levine, 2001). Por ende, un incremento del capital

en la economía tendrá el efecto de incrementar la liquidez, bajar el costo del financiamiento e incrementar la competencia y eficiencia del sistema financiero local, lo que redundará en una mejor asignación de los recursos disponibles.

Del otro lado del espectro ideológico, autores como Stiglitz (2004) y el propio Fondo Monetario Internacional (IMF, 2003) –en un destacado giro- aportan su visión crítica sobre la desregulación de la cuenta capital promovida fuertemente desde los organismos internacionales de crédito en las décadas de 1980 y 1990. En particular, identifican en los flujos de capital especulativos y de corto plazo una fuente de inestabilidad y estancamiento económico.

Posteriormente a su revisión crítica de los efectos de la integración financiera para economías subdesarrolladas, y en lo que significó otro cambio de paradigma, a principios de 2010 el FMI emitió el documento denominado: “*Capital Inflows: The Role of Controls*” (Ostry, y otros, 2010).

En el documento se analiza esquemáticamente las situaciones que pudieran instar a los países a adoptar controles al ingreso de capitales. Desde allí, se evidencia un conjunto no menor de analistas que sostienen que este tipo de herramientas deben ser parte del instrumental de política económica (Gosh & Qureshi, 2018)

Según el FMI, los riesgos de una entrada masiva de capitales pueden dividirse en dos grandes frentes: los macroeconómicos y los prudenciales. En lo macroeconómico se engloba la tasa de interés deseada, la inflación, el superávit fiscal, el tipo de cambio, etc. En resumen, el conjunto de variables que afectan la estabilidad económica y el crecimiento. Por otro lado, dentro de los prudenciales, están los riesgos que vienen acompañados de una mayor fragilidad financiera, la cual típicamente se ve incrementada con el excesivo endeudamiento en moneda extranjera y a corto plazo.

Un aspecto importante del análisis del FMI es que –y esto constituyó una novedad para las recomendaciones del organismo-, se abandona el criterio de “one size fits all”, donde una misma recomendación es válida para todos los países. En cambio, proponen recomendaciones de política económica que se adapten a la realidad de cada país en particular.

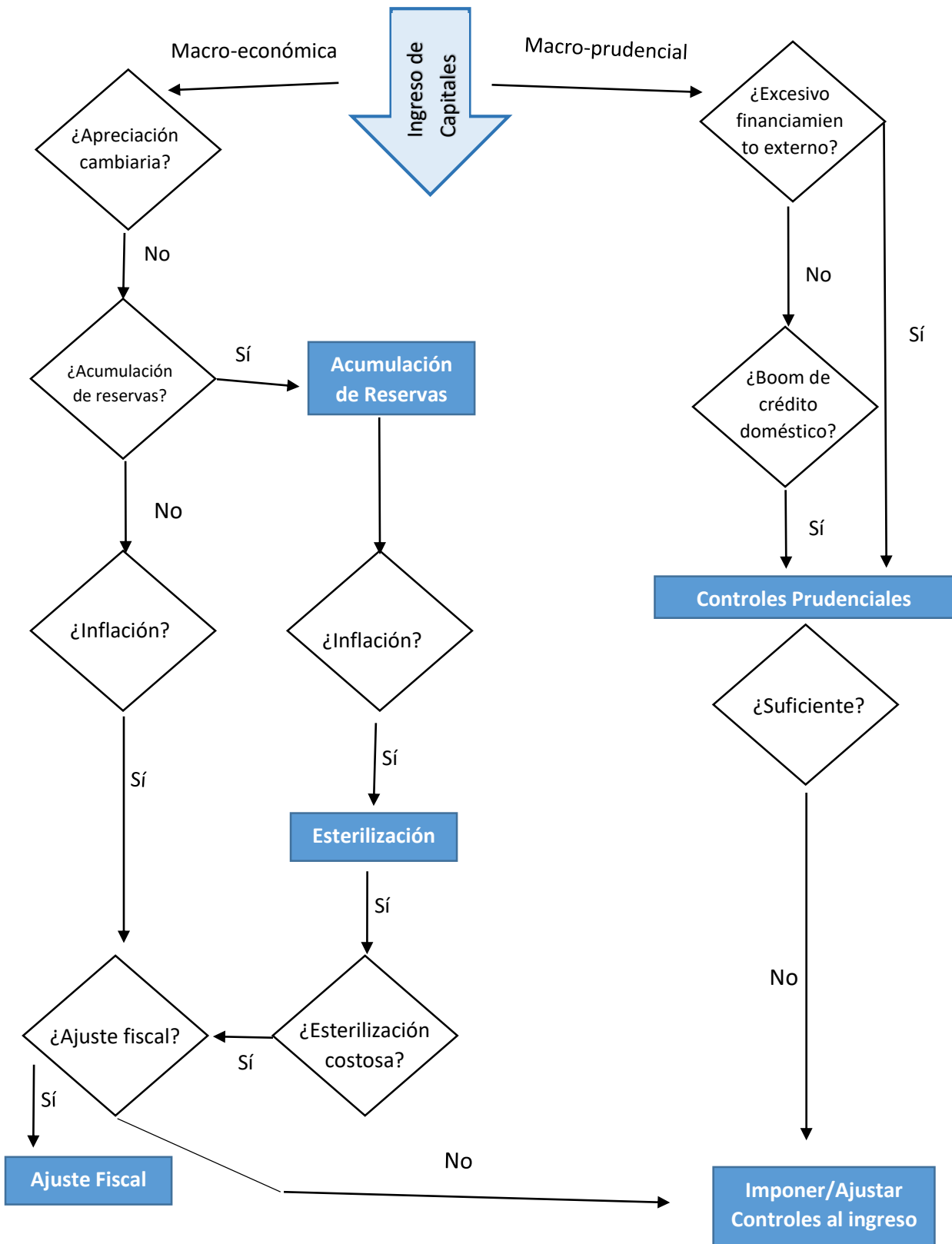
En este sentido, al aproximar la faceta real del problema, se analizan diferentes aspectos para determinar si la aplicación de controles al ingreso de flujos de capital representa una opción válida. En esta suerte de derrotero o camino lógico, se señalan algunos aspectos, a modo de “check list”, a evaluar (ver siguiente ilustración):

- a) Nivel del tipo de cambio (apreciado-devaluado).
- b) Deseabilidad de la acumulación de reservas.
- c) Esterilización monetaria y sus costos.
- d) Margen para bajar tasas de interés o reducir el impulso fiscal.
- e) Nivel de actividad económica en relación a su potencial.
- e) La duración esperada de los flujos (temporal – largo plazo).

En definitiva, el propio FMI, durante décadas propulsor del libre mercado y la desregulación, ha hecho lugar a un manejo autónomo del grado de inserción financiera de las naciones⁹ bajo la observancia de una serie de circunstancias a verificar a la hora de tomar la decisión sobre el establecimiento de controles.

⁹ Sobre la evolución histórica de la visión del FMI con respecto a la cuenta capital y su control, puede consultarse el trabajo de S. Dierckx (2011).

Ilustración 6: Diagrama para la Evaluación del Establecimiento de Controles de Capitales.



Fuente: elaboración propia en base a Ostry, J. y otros (2010) (traducción propia).

Puede interpretarse que el razonamiento subyacente a esta recomendación es que la aplicación de controles al ingreso de capitales debe estar guiada por el contexto, y sus objetivos supeditados y en consonancia con los objetivos generales de la política macroeconómica nacional.

IV. CAPITULO III. Argentina en la globalización financiera.

En el presente capítulo se intentará dar respuesta al siguiente objetivo específico planteado en la investigación:

1. Analizar los principales rasgos y desafíos que plantea la globalización financiera, entendiendo su funcionamiento y estructura, elaborando alrededor de las tensiones existentes para economías periféricas como la argentina.

Explorar e intentar comprender las características que presenta la inserción de una economía periférica como la argentina brinda la oportunidad de identificar ciertas regularidades que sirvan como disparadores para la consideración de herramientas de política económica alternativas, como las que serán objeto de análisis en el siguiente capítulo.

IV.1 Globalización e Integración Financiera

Este apartado tiene por objeto describir la relación entre el proceso de globalización financiera y el grado de integración en la misma, elaborando alrededor del concepto de “globalización financiera efectiva”.

La globalización financiera es un proceso, y como tal se encuentra sujeto a numerosos cambios que reflejan, asimismo, los cambios históricos y sociales que acontecen en las naciones que por definición la subyacen y conforman el todo.

Como se mencionó en secciones anteriores, con el abandono de la convertibilidad dólar-oro por parte de los EE.UU., se inicia la etapa de globalización financiera. Los tipos de cambio se liberan, transfiriendo el riesgo cambiario al sector privado y se liberalizan los movimientos de capital.

Los factores que antes se interpretaban como desestabilizadores ahora pasan nuevamente a considerarse como “garantes” del funcionamiento del sistema. Recobran fuerzas las visiones

que ponían un mayor énfasis en la eficiencia de los mercados –en particular el de capitales- en canalizar y asignar recursos para restaurar los equilibrios. De esta forma el rol de los flujos de capitales sería el de financiar no sólo el salto al desarrollo sino los desequilibrios temporales que pudieran presentarse en las cuentas externas.

Resulta interesante destacar los aspectos centrales del fenómeno de la globalización financiera contemporánea. Tomando el marco teórico desarrollado por Hopenhayn y Vanoli (2002), se puede afirmar que la globalización financiera contemporánea se construye a partir de la conjunción de tres elementos fundamentales.

En primer lugar, tenemos la gran acumulación de excedentes líquidos. Si existen hoy en día grandes masas de capitales que fluyen a través de las fronteras, ciertamente estos stocks de riqueza debieron tener un origen. Este origen se encuentra, según los autores, en la época de bonanza que vivió el capitalismo durante las tres décadas en que se sostuvo el régimen de Bretton Woods.

Más allá del crecimiento cuantitativo del capital listo para ser intermediado internacionalmente, es relevante evidenciar también que la generación de grandes excedentes económicos por aquellos años no estuvo exenta de un empeoramiento en la distribución del ingreso, cuestión que se fue profundizando con el paso del tiempo y hoy día representa uno de los grandes cuestionamientos al proceso de globalización.

En segundo lugar, existieron cambios sustanciales a nivel institucional. Aquí se hace la distinción entre los cambios ocurridos en el plano regulatorio superior, es decir, en las reglas por los cuales los países hacen funcionar las finanzas internacionalmente y aquellos ocurridos en el plano inferior, que hacen referencia a la aparición de nuevos actores e instrumentos, usualmente bajo supervisión nacional.

Finalmente, las tecnologías de la información y la comunicación han tenido un rol fundamental al actuar como catalizador de este proceso. Para la industria financiera se presentó en un primer momento como un mecanismo viable para poder ganar en eficiencia reduciendo costos de intermediación, pero devino en un proceso innovación constante explicada por la creciente complejidad de los instrumentos y la reducción de los tiempos.

La expansión de las tecnologías y la comunicación propagó los efectos negativos de las crisis y no siempre trajo aparejado un beneficio económico en un sentido amplio. Junto al concepto de “globalización financiera”, resulta central el abordaje de la integración financiera.

La integración financiera se define como la vinculación que posee cualquier economía particular con el sistema monetario y financiero internacional. De la articulación de los conceptos de globalización e integración surge un tercero, que es el de “globalización financiera efectiva”, el cual se define como el grado o nivel en que efectivamente una nación particular está inserta en este proceso. El concepto posee dos dimensiones: una cuantitativa y otra cualitativa.

Dentro de la dimensión cuantitativa encontramos visiones que intentan medir el grado de integración financiera efectiva mediante la penetración que tiene el capital trasnacional en cada unidad económica nacional. En este sentido, a mayor volumen monetario de los flujos de entrada y salida de capitales le corresponde una mayor integración financiera.

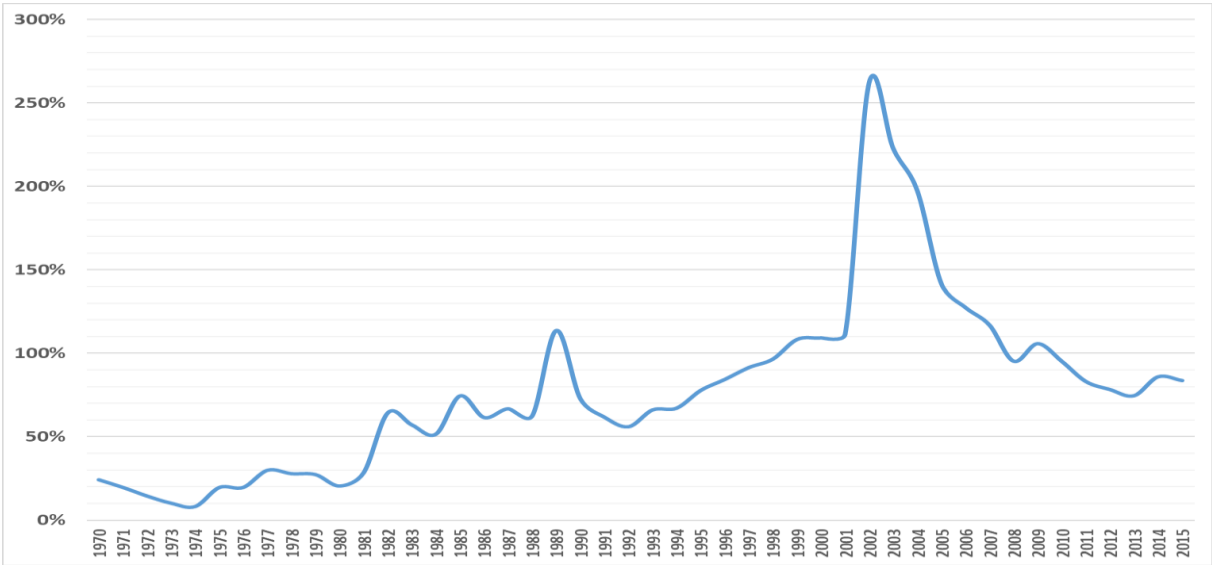
Así como existen distintas medidas para dimensionar la apertura comercial, con la faceta financiera ocurre algo similar. Dentro de la literatura existen diversos estudios, uno de los más exhaustivos en la materia es el de Lane & Milesi-Ferretti (2017), quienes hace algunos años han compilado información estadística para 210 economías en el período 1970-2015.

Por su parte, el trabajo de Jahan & Wang (2016) pone a disposición un análisis complementario, construyendo un índice que incorpora buena parte de las economías de ingreso bajo, cubriendo 164 países para el período 1996-2013.

El análisis del cociente entre el total de activos y pasivos financieros externos de un país sobre su PBI permite aproximar su grado de integración, pudiendo realizar comparaciones entre países y a lo largo del tiempo. Las conclusiones del trabajo de Lane & Milesi-Ferretti destacan un crecimiento ininterrumpido de la integración a nivel global hasta la crisis financiera del año 2008.

Desde la aproximación cualitativa, el énfasis del análisis es puesto en la existencia o ausencia de medidas legales (*de jure*) que restrinjan el libre movimiento de los capitales financieros. A mayor cantidad de restricciones – o bien restricciones más estrictas- menor nivel de apertura financiera. A menor cantidad de restricciones – o bien restricciones más laxas- mayor nivel de apertura.

Gráfico 3. Argentina: Ratio Activos y Pasivos Externos en relación al PBI.



Fuente: elaboración propia en base a Lane & Milesi-Ferretti (2017)

En relación a esta dimensión, el Fondo Monetario Internacional publica anualmente su “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)”¹⁰, que clasifica y compila información sobre los distintos tipos de medidas y restricciones que los países implementan para administrar su integración financiera efectiva.

En el presente trabajo, se abordará el concepto de integración financiera efectiva desde una visión tanto cualitativa como cuantitativa. Cualitativa porque se analizará la implementación de medidas administrativas que buscaron modificar el sentido, dirección o composición de los flujos de capitales. Y también cuantitativa porque se evaluará el impacto de esta medida en el nivel de los flujos efectivamente observados.

Si bien se profundizará en apartados subsiguientes es necesario destacar cuales serían los potenciales beneficios para un país al sumergirse en la integración financiera. Al respecto, pueden destacarse cuatro aspectos principales (World Bank, 2001):

- 1) Permite “suavizar” el consumo. El argumento apunta en términos generales a la posibilidad que ofrecen los mercados financieros de tomar prestado (o prestar) para distribuir inter-temporalmente las necesidades de consumo. De esta forma, ante shocks de corto plazo se podría tomar prestados recursos para repagar una vez normalizada la situación, sin la consecuente costosa necesidad de re asignar recursos y por ende obtenido ganancias en el bienestar.
- 2) El segundo argumento apunta a la capacidad del capital internacional de reducir la insuficiencia de ahorro doméstico, complementando el agregado de ahorro disponible a ser canalizado y por ende disminuyendo el retorno requerido a la inversión o tasa de interés imperante en la economía. Así, dicha reducción redundaría en mayores niveles de inversión y crecimiento. Adicionalmente, si los flujos financieros toman la forma de

¹⁰ Ver por Ejemplo Documento Fondo Monetario Internacional (FMI). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER). Año 2019.

Inversión extranjera Directa (IED), pueden desarrollarse mecanismos virtuosos de aprendizaje tecnológico y transferencia de activos intangibles.

- 3) El siguiente beneficio potencial es ilustrado como de “disciplina macroeconómica” la idea subyacente es que la apertura a los flujos de capital exige a las naciones aplicar políticas macroeconómicas sólidas (o sustentadas por el *mainstream* económico), para ser beneficiados por una afluencia de capitales que sustenten la inversión. Caso contrario, el país no tendrá acceso al crédito o el mismo se encarecerá notablemente. De esta forma, la implementación de políticas económicas “adecuadas” es supervisado por el constante e instantáneo escrutinio del mercado.
- 4) Finalmente, el último argumento señala que la afluencia de capitales que cataliza la integración financiera permite incrementar la amplitud y profundidad del sector financiero doméstico (bancario y bursátil), propiciando menores costos de intermediación y una mejor asignación de recursos.

A pesar de lo señalado desde un sector de la teoría, tras casi cuatro décadas de globalización financiera existe cierto consenso en que los movimientos de capital no han cumplido con los beneficios que la ortodoxia económica pregonaba. Por el contrario, una sucesión crónica de crisis financieras han hecho de las finanzas globales, y de las economías insertas en ella, un lugar mucho más inestable (Kaminsky & Schmuckler, 2003; Schmuckler, 2003).

Algunas de las crisis financieras de este período son: el efecto “tequila” de México (1994), Brasil (1997), Rusia (1998) y la crisis argentina del 2001. Estas crisis han tenido diferentes orígenes y magnitudes, pero en todas ellas podemos encontrar cierto denominador común: la creciente interconexión entre los episodios. El sistema financiero ha operado como ágil polea transmisora de desequilibrios en todos estos sucesos, que por lo general han finalizado con una redistribución de la riqueza en favor de los sectores de mayores ingresos.

IV.2 Las “experiencias del Cono Sur”

Como señala Frenkel (2003b), los llamados experimentos de liberalización del Cono Sur que tuvieron lugar en la década de los setenta fueron la primera experiencia de varios países latinoamericanos frente a la globalización financiera y evidenciaron algunos rasgos comunes: combinaron drásticas reformas financieras y comerciales con esquemas macroeconómicos de tipo de cambio fijo y política monetaria pasiva. Las reformas incluyeron:

- La apertura y desregulación de los flujos de capital.
- La apertura comercial.
- La liberalización del mercado financiero local.

Este tipo de reformas se enmarcaron en un contexto político de regímenes dictatoriales que, con el denodado apoyo de los Estados Unidos, ejecutaron en la región acciones coordinadas de represión política persecución y muerte, en un plan sistemático de terrorismo de Estado, que con los años sería conocido como “Plan Cóndor”.

En la faceta económica, la prefijación de la pauta devaluatoria del tipo de cambio que se implementó en países como la Argentina y Chile, estaba orientada a reducir la inflación, mediante el supuesto de la convergencia entre los precios internacionales y los nacionales. Si se permitía que la comercialización de los bienes no tuviera barreras, el precio doméstico de un bien transable sería igual al precio internacional multiplicado por el tipo de cambio.

La pauta devaluatoria pre-establecida incorporaba la expectativa inflacionaria. Pero la falta de convergencia de los precios domésticos provocó que la inflación interna superara la tasa de devaluación prefijada redundando en una apreciación real que se agravaría con el correr del tiempo.

Por su parte, la apertura financiera era concebida como plenamente funcional a la política de estabilización: permitiría financiar el déficit comercial que posiblemente se daría si la inflación no acompañaba *pari passu* la evolución del tipo de cambio.

En estas experiencias tempranas se encuentra presente la misma conjunción de condiciones locales y auge internacional de los flujos de capital que se observaría en los sucesos críticos de los noventa y el período 2015-2019. El financiamiento de los desequilibrios inherentes a la política de estabilización adoptada redundó en un creciente endeudamiento de los sectores público y privado nacionales.

Autores como Diaz-Alejandro (1985) también revisan críticamente el proceso de liberalización implementado en Latinoamérica y señalan como las inconsistencias del experimento desencadenaron la crisis y el default. Asimismo, y ante la evidencia, se suscribe la necesidad de considerar distintas herramientas:

“la maquinaria regulatoria prudencial podría ser usada para desalentar los flujos financieros internacionales volátiles, apoyándose en reservas de tipo impositivo o similares para cierto tipo de transacciones financieras internacionales no deseadas” (pág. 22, trad. propia).

La liberalización de los –hasta entonces- tipos de cambio fijos a partir de 1971-1973 traspasó el riesgo cambiario desde el ámbito público al sector privado y estimuló el desarrollo de los mercados de cambio y sus derivados. A la vez, el incremento de los precios del petróleo catalizado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en 1973¹¹ generó grandes excedentes dólares que podían ser colocados financieramente en países emergentes.

¹¹ La llamada “primer crisis del petróleo” tuvo lugar en octubre de 1973 y consistió en una reducción del suministro de petróleo por parte de los países árabes nucleados en la OPEP. El precio pasó de los 3 a los 12 dólares por barril en el transcurso de pocos meses.

Así es como el mercado de “petrodólares” surgió como un articulador fundamental de este financiamiento, toda vez que el superávit de los países exportadores de petróleo le proveía abundante liquidez.

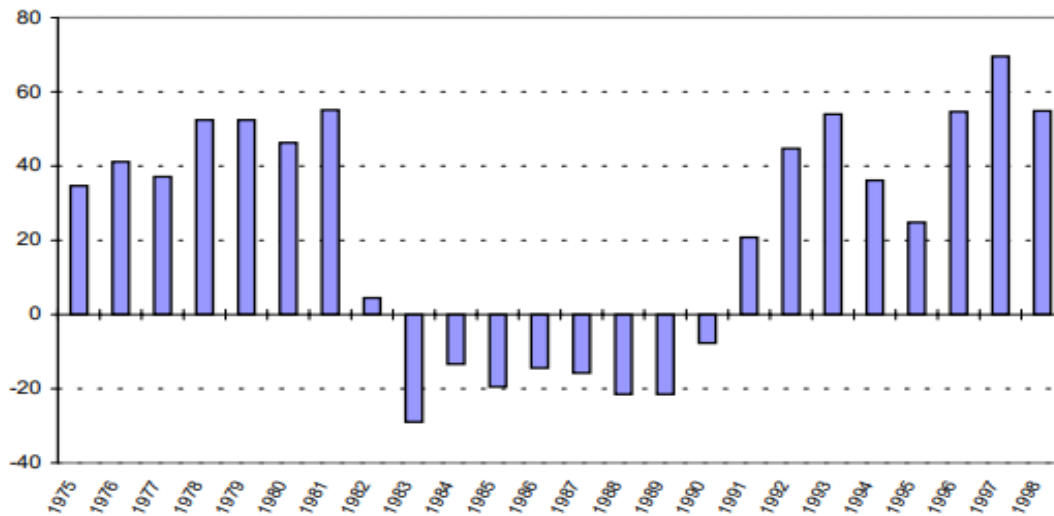
El menor costo de intermediación de los mercados internacionales con regulación más laxa, como los euromercados¹², precursores de lo que luego serían las jurisdicciones off-shore o paraísos fiscales, pusieron presión sobre los intermediarios que actuaban en los sistemas financieros nacionales. Esta competencia tuvo como corolario una disminución extendida del grado de exigencia regulatoria a nivel local.

En el marco Latinoamericano, Brasil, México, Venezuela, Argentina y Chile fueron importantes receptores de capital financiero durante la década en un contexto de gran afluencia para la región (ver gráfico a continuación). Las reformas entonces implementadas por Argentina representan un antecedente inmediato de las que se implementarían años más tarde bajo el llamado “Consenso de Washington”.

Para la Argentina, el acceso a los mercados internacionales representaba –en teoría- la posibilidad de evadir la restricción externa que aquejaba a la economía desde hace algunas décadas. En teoría, generaría un “puente” para lograr el despegue de la inversión y el crecimiento económico que hasta el momento se veía condicionado por la generación de divisas del sector exportador, principalmente el agro. A su vez, la inversión, el crecimiento y el eventual salto exportador generarían las divisas suficientes para garantizar el repago de los flujos que habían arribado, cerrando el círculo virtuoso.

¹² Los llamados “euromercados” eran plazas financieras (predominantemente Londres) donde se transaccionaba en dólares pero con la normativa y legislación europea, por entonces más laxa. Los mismos se constituyeron en importantes estructuras desde donde recanalizar los excedentes de países exportadores de petróleo (Bergendahl., 1985).

Gráfico 4. Ingreso Neto de Capitales en Latinoamérica. 1975-1998. Billones de USD.



Fuente: Griffith-Jones, S. *International Capital Flows to Latin America*. (Cepal, 2000).

La dictadura cívico-militar que usurpó el poder democrático el 24 de marzo de 1976 instauró un modelo económico de creciente hegemonía financiera, desandando todos los esfuerzos que el proceso de industrialización había alcanzado hasta la fecha.

Se identificó a los sindicatos e industrias protegidas como “males” a disciplinar en el sendero hacia una economía libre, donde el ordenamiento de los factores de la economía quedara determinado por el mercado.

La realidad se mostró mucho más desafiante que las prerrogativas teóricas y no obstante la llegada de capitales, el país se vio años más tarde nuevamente sujeto a la insuficiencia de divisas, esta vez para hacer frente, además, a los compromisos financieros anteriormente asumidos.

La situación de creciente endeudamiento generó un estrangulamiento de divisas cuando en 1979 Estados Unidos cambió su política monetaria a una de tipo restrictivo, incrementando la tasa de interés de referencia a nivel internacional. Como consecuencia de una deuda estructurada a tasa variable, la cuenta corriente pasó a ser crónicamente deficitaria.

Es interesante rescatar que, como señala Roberto Frenkel, la evolución en la magnitud y sentido de los flujos de capital no es un dato completamente exógeno, sino que por el contrario adopta un comportamiento endógeno con el correr del tiempo. Por factor exógeno debe entenderse aquel que afecta por fuera del modelo explicativo, mientras que endógeno hace referencia aquellos factores que son resultado del propio funcionamiento del modelo explicativo.

En modelos como el de Frenkel (1981), déficits incipientes en la cuenta corriente pueden derivar en una pérdida de reservas e incremento de incertidumbre que se retroalimenten mutuamente, pudiendo derivar en una dinámica explosiva. Así, las decisiones de cartera (su rebalanceo) de los agentes locales y externos son afectadas por la evolución del Balance de Pagos y la evolución del patrimonio del Banco Central.

En términos sencillos, grandes volúmenes de liquidez y tasas bajas son datos exógenos que posibilitan a los países a financiarse en los mercados internacionales. Pero si este financiamiento sostiene una dinámica que a juicio de los agentes es inviable, inicia un proceso endógeno de salidas de capitales, desatando una crisis.

Estas precondiciones alentaron a la región a ingresar a los mercados internacionales de capital, pero el continuo deterioro de las cuentas externas marca una faceta en la cual los movimientos de capitales pasaron a estar crecientemente dominados por otro tipo de variables, esta vez endógenas. Lo expuesto lleva a preguntarse qué variables y en qué momentos son las que definen la dirección, magnitud y duración de la afluencia de capital a una economía.

IV.3 La inserción de Argentina a un mundo financieramente globalizado: ¿Fin de los ciclos de “*stop and go*”?

En el marco del proceso de cambio de la estructura de las finanzas a nivel internacional, nuestro país se encontró ante la posibilidad de deslindarse –al menos temporalmente- de uno de las

principales limitantes de un proceso de crecimiento económico continuo: el estrangulamiento secular de su balanza de pagos debido a la insuficiencia de divisas.

Como ya se explicó, durante el régimen de Bretton Woods Argentina dinamizó su proceso de industrialización. Este proceso encontraba sus limitaciones en la escasez de divisas, dado que el sector agroexportador mostraba dificultades en incrementar su productividad y exportaciones *pari passu* con el incremento de las importaciones (fundamentalmente de insumos) que necesitaba el sector industrial y también que demandaban los consumidores por el incremento de ingreso medio evidenciado. Este fenómeno derivó en procesos de crecimiento interrumpidos por crisis de balanza de pagos y devaluaciones. Varios autores denominaron a esta dinámica como ciclo de “stop & go”.

En una primera etapa, correspondiente al “go” las políticas de estimulación internas inyectan dinamismo a la industria y generan una expansión del producto. Pero esta expansión va requiriendo cada vez de más importaciones, tanto por la dependencia externa de la industria, como por el crecimiento del ingreso.

El sector exportador no logra incrementar su volumen al menos en la misma dimensión, y se produce el estrangulamiento externo. Se inicia la segunda etapa, denominada “stop”, caracterizada por devaluaciones, incrementos de precios y contracción del ingreso. El fenómeno es muy bien descrito en diversos trabajos, entre los cuales destacan el de Braun y Joy (1981) y el de Diamand (1972).

El suceso de la globalización financiera ofrecía la posibilidad de financiar estas crisis con capitales financieros externos. La idea subyacente es que como se señaló, este ingreso de capital tendría efectos beneficiosos sobre la inversión y la productividad de la economía que permitirían repagar los compromisos llegado el momento.

Así, de la mano de la apertura vino la desregulación. La Argentina procuró ponerse en línea con esta nueva etapa mediante la sanción de la “ley de entidades financieras” en 1977 y el establecimiento de comúnmente denominada “tablita” de Martínez de Hoz.

La ley N° 21.526 conocida como “ley de entidades financieras” fue dictada en la última dictadura militar denominada Proceso de Reorganización Nacional, en febrero de 1977. La misma establecía un marco de desregulación para la tasa de interés y la apertura del sector financiero y bancario al capital extranjero.

En la esfera cambiaria, el esquema consistía en una serie de devaluaciones periódicas, preanunciadas y descendentes en función de un sendero de convergencia, que estuvo vigente entre 1978 y 1981. La hipótesis detrás del esquema era la convergencia de la inflación doméstica hacia la variación de precios internacionales.

El factor que garantizaría esta convergencia era la apertura comercial, la misma se esperaba que actuase como mecanismo disciplinador de los precios internos, mediante una mayor competencia.

Sin embargo, la inflación doméstica superó la evolución del tipo de cambio nominal, generando una apreciación del tipo de cambio real. El desbalance comercial consecuente fue compensado con deuda externa, hasta que su peso se volvió insostenible y se produjo una devaluación que dejó sin efecto a la tablita (Damill, 2005).

En Argentina, se verificó una correlación muy marcada entre el endeudamiento y un fenómeno hasta entonces relativamente novedoso, la “fuga de capitales”, entendida como la remisión de capitales al exterior de residentes en el país, ya sea personas físicas o jurídicas. Autores como Basualdo y Kulfas (2002) estiman que “por cada dólar que entraba vía el endeudamiento externo había otro que se fugaba al exterior” (pág. 61).

A las cargas del endeudamiento público señalado se le sumó la estatización de las deudas privadas mediante el otorgamiento de seguros de cambio a empresas privadas, donde el riesgo y el costo contingente fue transferido del sector privado al público.

El proceso en su conjunto derivó en un sendero de endeudamiento insostenible, las cargas del servicio de la deuda medidas en proporción al producto fueron creciendo hasta alcanzar un punto en que las autoridades decidieron declarar la cesación de pagos ante el constante drenaje en las reservas internacionales, en el año 1982. Esta situación se replicó en otras economías latinoamericanas como México, Brasil, Chile, Perú, Ecuador y Uruguay (Brenta, 2008).

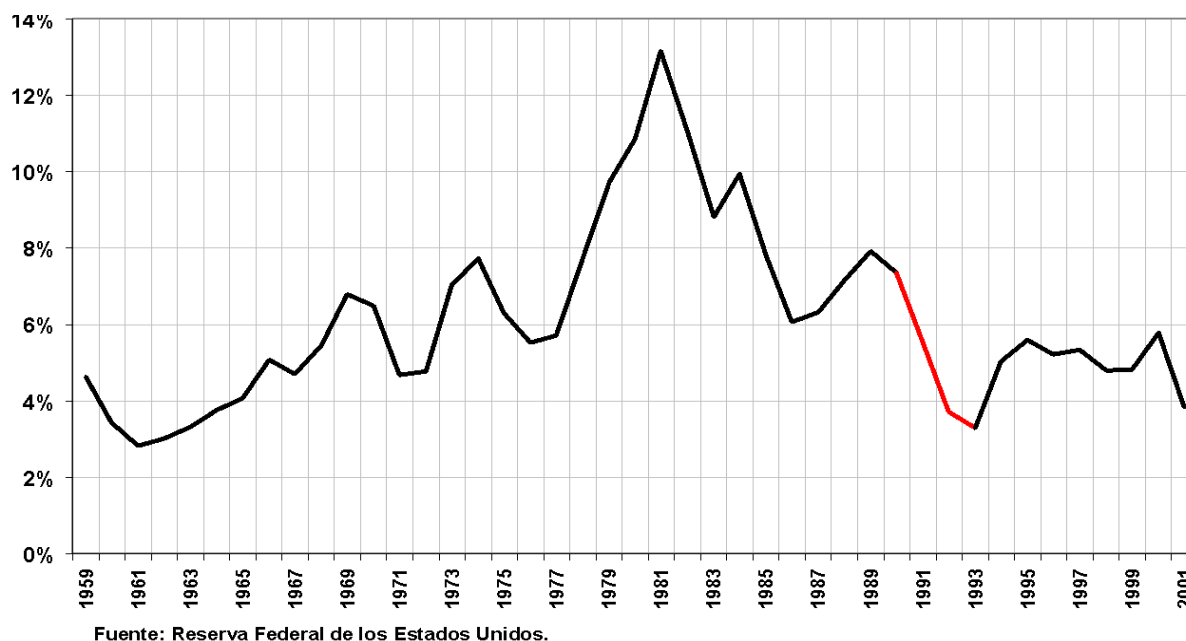
IV.3.1 La experiencia de la convertibilidad

Por su parte, la experiencia de los 90s tuvo algunas continuidades con la evidenciada en los 70s. Los problemas de inflación que afectaron la economía argentina durante la década de 1980, junto con algunos episodios de hiperinflación sobre el final de la misma, fueron factores determinantes en la decisión de implantar un programa económico que restringiese la discrecionalidad de la política monetaria.

El programa, que tenía por eje principal la fijación del tipo de cambio en una relación de uno a uno con el dólar como ancla nominal para contener la inflación, también incluyó la apertura comercial, la privatización de los servicios en manos del Estado, apuntalando el proceso de reforma por una liberalización de los movimientos de capitales, medidas que se suponía aportarían el financiamiento necesario para hacer posible la reconfiguración productiva que llevaría al país a niveles de competitividad superiores y a una inserción internacional plena.

El lanzamiento del programa en nuestro país se combinó con un momento de bajas tasas de interés relativas en las economías centrales y un consecuente auge de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, en busca de mayores retornos (Damill, 2005).

Gráfico 5. Tasa de US Treasury Bills. Madurez 1 año. Mercado Secundario 1959-2001.



Tras la renegociación de la deuda en default bajo el denominado “Plan Brady” la concepción imperante es que América Latina se encaminaba a un proceso de revinculación permanente con el mercado financiero internacional, y el intenso flujo de capitales hacia la región parecía corroborarlo.

“Se pensaba que el sistema tendería sin interrupciones a la integración completa de los mercados emergentes en un mercado global. La posibilidad de una crisis quedó simplemente descartada.” (Frenkel, 2003a, p. 3).

Durante un primer período, entre 1991 y 1994, la convertibilidad logró su objetivo inmediato de estabilizar los precios, aunque hubo cierta inercia inflacionaria durante los primeros dos años del régimen, hecho que significó la apreciación real de la paridad cambiaria. No obstante, y hasta el advenimiento de la crisis mexicana la economía se expandió rápidamente.

La crisis mexicana impactó severamente en la economía argentina, que sintió la retracción en los flujos de capital y tuvo que acudir a un recate por parte del FMI. Si bien el impacto fue grande, ya hacia finales de 1995 comenzaron los signos de recuperación y la economía se

encaminó hacia otro ciclo de crecimiento que duraría hasta el año 1998, donde, ante una nueva retracción de capitales producto de la crisis asiática y rusa de 1997 y 1998 respectivamente, sumada a la devaluación del real en 1999, la Argentina se sumió en una recesión de la cual no se recuperaría hasta pasada la crisis de 2001.

El núcleo del problema residía en la dependencia a la entrada de los flujos de capital que implicaba la fijación de un tipo de cambio en un nivel nominal de por sí elevado, que, con la inercia inflacionaria de los primeros años del régimen, fue deteriorando la competitividad de las exportaciones.

Con esta configuración, y tal como ocurrió en su primera experiencia en los mercados internacionales de crédito, la Argentina quedaba a la merced de las expectativas del mercado para conseguir el financiamiento necesario para hacer frente a los déficits en su cuenta corriente. Cuando las ventanillas de crédito se cerraron completamente, el default se hizo inevitable.

Arceo (2005) realiza un paralelismo entre lo acontecido en Argentina en la década del 70' y la del 90' de la siguiente manera:

“Esa deuda, que en los años setenta permitió acelerar el proceso de acumulación en algunos de los países del área, en los noventa ha estado ligada fundamentalmente al sostenimiento del proceso de apertura económica (o, lo que es lo mismo, al financiamiento de la desarticulación de la estructura industrial), y sirvió de pivote para la transformación del sector financiero en un factor decisivo en la distribución del excedente económico, la forma de valorización de éste y la magnitud de la inversión productiva” (pág.53).

Lo expuesto evidencia también si resulta conducente para países como la Argentina, pensar al financiamiento internacional como un continuo o si, más bien, resulta lógica una aproximación de “ventanas” de oportunidad que no den por asumido en todo momento una suavización de las elecciones de consumo e inversión inter-temporales.

IV.3.2 Volver al mundo

La última experiencia de inserción plena en la globalización financiera se dio a partir de finales de 2015, donde con el cambio de Gobierno se tomaron medidas pro-mercado y el “lema” de volver a los mercados internacionales de capital se volvió un fin en sí mismo.

La presidencia de Mauricio Macri se inició a fines del 2015 y tuvo a Federico Sturzenegger al frente del Banco Central de la República Argentina (BCRA) durante los primeros años.

Bajo su gestión, la política monetaria estuvo orientada a la implementación de un esquema de metas de inflación (*inflation targeting*). Dicho esquema derivó en la implementación de lo que la jerga económica denominó una “supertasa”¹³, en referencia a una tasa de interés lo suficientemente alta que desactivaría las expectativas inflacionarias, pero pagando como costo el freno a la actividad vía un encarecimiento del crédito, entre otros canales de transmisión que exceden el objetivo del presente estudio.

Sin embargo, la tasa como única herramienta para frenar la inflación se mostró inefectiva. Contraproducentemente, movilizó el ingreso de cuantiosos capitales especulativos que buscaban ganancias de corto plazo, a través del llamado *carry trade*¹⁴. Los volúmenes que ingresaron a la Argentina para ser invertidos en la “supertasa” de las Letras del Banco Central (LEBACS) terminaron por configurar, dada la flexibilidad del tipo de cambio, un proceso de atraso cambiario¹⁵.

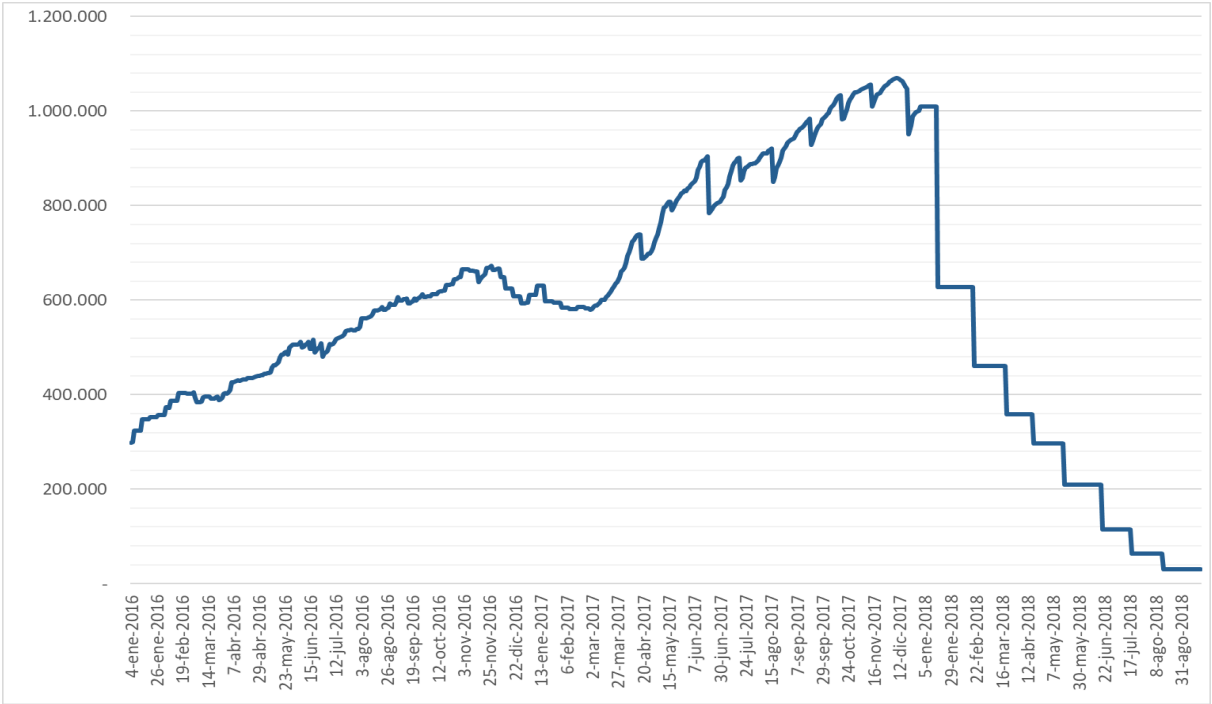
¹³ Ver por ejemplo: <https://www.ambito.com/edicion-impresa/inflacion-no-cede-y-bcra-sigue-la-supertasa-n3988108>

¹⁴ Por *carry trade* debe entenderse un proceso mediante el cual un capital en moneda internacional ingresa a un país, es cambiado a moneda local, invertido a tasa de interés doméstica y luego reconvertido a moneda internacional y para retornar hacia el país de origen.

¹⁵ Ver por ejemplo: <https://www.iprofesional.com/notas/252781-lebac-tasa-titulos-publicos-El-Banco-Central-llevo-las-tasas-de-Lebacs-a-casi-el-27-anual-.amp>

El mecanismo consistía en ir retirando pesos considerados excedentes del mercado aumentando el stock de LEBACS. Este procedimiento fue llevado hasta tal extremo que las notas periodísticas lo referenciaban como “la bomba de Lebac”¹⁶ o los “supermartes”¹⁷, en alusión al día que se licitaban estos títulos. La relevancia de estas renovaciones mensuales radicaba en que si en alguno de estos martes los capitales decidían no renovar sus vencimientos de LEBACS se liberaría una enorme suma de pesos que pondría presión al dólar y a la inflación.

Gráfico 6. Evolución Stock Lebac 2016-2018 (millones de pesos).



Fuente: elaboración propia en base a estadísticas del BCRA.

Puede observarse a simple vista la fragilidad del proceso, la misma radica en la subordinación a los ingresos de flujos de capitales de corto plazo. Cuando este financiamiento se terminase, se revertiría abruptamente el atraso cambiario, con un brusco salto del dólar y su posterior

¹⁶ Ver por ejemplo: <https://www.pagina12.com.ar/120313-la-bomba-de-las-lebac>

¹⁷ Ver por ejemplo: https://www.clarin.com/economia/economia/claves-entender-supermartes-lebac_0_ryUzbPjX7.html

impacto en la inflación y en la actividad. Así, la estabilidad del esquema económico quedó cimentada sobre los eventuales vaivenes de los flujos de capitales de corto plazo.

La fragilidad finalmente cedió. Frente a las dificultades del país para bajar la inflación y construir un sendero fiscal convergente, la confianza de los capitales se fue deteriorando. El punto final de la relación lo marcó la conferencia de prensa del 28 de diciembre del 2017, en la cual el Jefe de Gabinete Marcos Peña, el Ministro de Hacienda Nicolás Dujovne, su par de Finanzas Luis Caputo y el presidente del BCRA, anunciaban una “re-calibración” de su objetivo de inflación para el año siguiente. El BCRA lo había fijado en 10% con un margen de 2 puntos porcentuales¹⁸ (o sea entre 8% y 12%) y la re-calibración dejaba esta meta en 15%¹⁹.

El reconocimiento por parte del gobierno de sus dificultades para bajar la inflación, la sensación de pérdida de independencia del BCRA, al dar una conferencia de prensa junto con los referentes del Poder Ejecutivo, más la ausencia de un plan de convergencia fiscal, agotaron la confianza de los capitales de corto plazo.

Desde ahí se inició un proceso ininterrumpido de devaluaciones e incremento de la inflación, en buena medida, signada por la salida de capitales de corto plazo y la creciente formación de activos externos de residentes.

El dólar oficial cotizaba apenas arriba de los \$17 en diciembre de 2017 y dos años después promediaba los \$60, lo que significó una devaluación del 243% en dos años²⁰. La inflación mensual estimada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC)²¹ pasó de 1,2% en noviembre de 2017 a 4,1% en noviembre de 2019.

¹⁸ Ver Documento BCRA Informe de Política Monetaria. Enero de 2017.

¹⁹ Ver por ejemplo: <https://www.cronista.com/columnistas/Recalibrar-metas-las-acerca-a-las-expectativas-del-mercado-20171229-0029.html>

²⁰ Según comunicación A3500 del BCRA.

²¹ Nivel General Región GBA.

En ese contexto de marcada inestabilidad y desconfianza hacia el modelo económico, el presidente Macri anuncia en mayo de 2018 la decisión de recurrir al Fondo Monetario Internacional (FMI). Fue el inicio de una relación que duraría hasta el final de su mandato, recibiendo la Argentina USD 28.000 millones en 2018²² y totalizando USD 45.000 con lo recibido en 2019.

Durante los siguientes dos años y bajo el acuerdo del FMI, la Argentina volvió a ser testigo de un fenómeno que ya había experimentado hacia finales de la década de los 70s y bajo la convertibilidad: la fuga de capitales.

La contracara de los ingresos de capital vía endeudamiento público y privado volvió a ser la salida de capitales (“fuga”) en cabeza de residentes. Este factor, si bien se encuentra fuera del objeto de este trabajo, es meritado como perjudicial para el desarrollo del país, al reducir el crecimiento potencial, mermar la capacidad recaudatoria del Estado y contribuir a una peor distribución del ingreso ((Epstein, 2005); (Dooley & Kletzer, 1994).

En junio de 2018 el presidente del BCRA, Sturzenegger, renunciaría y sería reemplazado por Luis Caputo. Caputo duraría en el cargo apenas poco más de 3 meses, siendo reemplazado por Guido Sandleris, quién continuó hasta el final del mandato del Presidente Macri.

Durante la presidencia de Caputo, y continuado por Sandleris, el BCRA decidió iniciar un proceso de reemplazo de la LEBACS (Letras del Banco Central) por las LELIQS (Letras de Liquidez del Banco Central), junto con el abandono formal de la política de metas de inflación.

Las LELIQS solo podrían ser suscriptas por entidades financieras locales, lo que de alguna forma morigeró el proceso especulativo de ganancia vía diferencial de tasas por parte de

²² Ver por ejemplo: <https://www.infobae.com/economia/2018/12/25/cronologia-del-ano-que-la-argentina-volvio-al-fondo-monetario-internacional/>

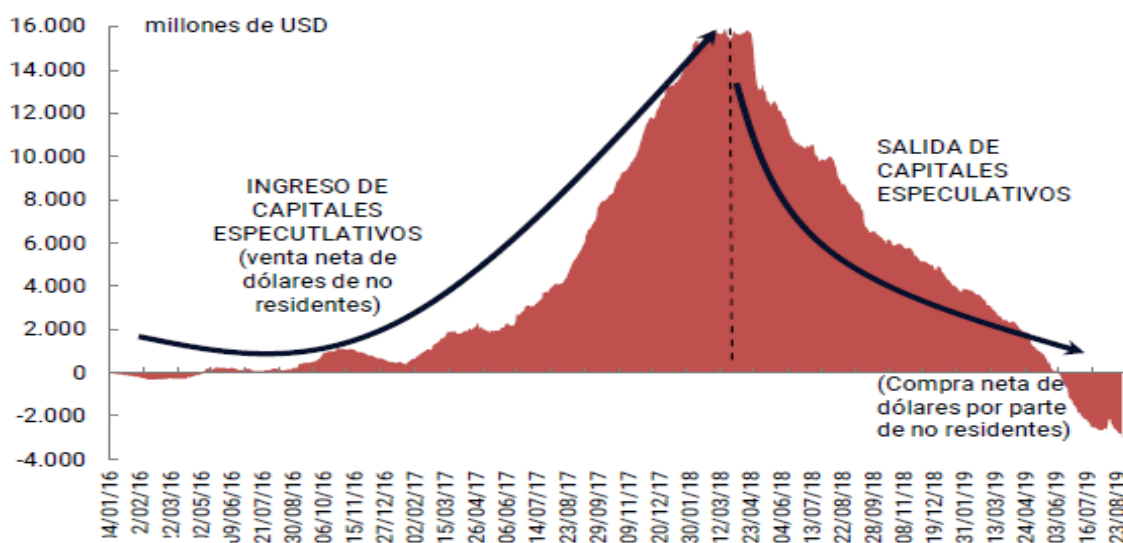
capitales externos antes descripto²³. En la práctica la nueva herramienta tampoco resultó, tal como se explicitó, las devaluaciones se siguieron sucediendo y fueron acompañadas de una elevada inflación.

En términos estrictos estas modificaciones no significaron un control al ingreso de capitales (si una medida macroprudencial), en tanto los no residentes podían seguir ingresando a la Argentina sin restricción de tipo normativa. Pero en la práctica sí lo fue, en tanto los no residentes ya no podrían adquirir libremente los títulos de la tasa de interés local de referencia.

La evidencia permite extraer otra constante de los procesos de inserción plenos en la globalización en nuestro país: una elevada tasa de interés local atrae un considerable volumen de capitales de corto plazo que, en muy poco tiempo, pueden cambiar de sentido y retirarse del país. Dicha reversión tiene un costo elevado, redundando en devaluación, recesión e inflación, sucesos que recaen más fuertemente en aquellos sectores más vulnerables.

En efecto, la contracara de este proceso de ingreso fue la abrupta salida de capitales en un corto período de tiempo. Al respecto, el siguiente gráfico presente en el trabajo realizado por el Banco Central (BCRA, 2020) sobre la temática es más que ilustrativo:

Gráfico 7. Ingreso y Salida de Capitales Especulativos 2016-2019.



²³ Ver Normativa BCRA Comunicación A 6576. 1/10/2018. Disponible en: <http://www.bcra.gob.ar/pdfs/comytexord/A6576.pdf>

Lo expuesto no pretende señalar que la inestabilidad de la Argentina de los últimos años ha sido producto exclusivo de la ausencia de controles o la limitación al ingreso de capitales de corto plazo. Los controles de capitales no pueden reemplazar la coordinación y consistencia de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias necesarias para la estabilidad. Pero si puede constituirse como un elemento a ser considerado, en busca de reducir los niveles de fragilidad y volatilidad de la economía doméstica. En términos económicos, aparece como una condición necesaria, pero no suficiente.

IV.5 Conclusiones sobre objetivos específicos (I).

En este capítulo se pueden empezar a extraer algunas conclusiones respecto de los objetivos de investigación. Se describieron los rasgos característicos de la globalización financiera, marcada por importantes excedentes financieros, la liberación de los tipos de cambios, regulaciones más laxas sobre los flujos de capitales y avances de tecnologías de información que facilitaron los movimientos de divisas a lo largo de las fronteras. Se presentó también el concepto de integración financiera efectiva, tanto en su versión cualitativa como cuantitativa.

Con esas especificidades, se revisó la línea argumental de los potenciales beneficios que podría traer la globalización financiera a las economías en desarrollo. La intensidad y sentido cambiante de la integración financiera de la región fue acompañada por un debate intenso respecto de las estrategias que mejor conducen al desarrollo en países más atrasados en términos económicos y sociales.

En lo que respecta a Argentina, se pueden identificar ciertos subperíodos de acuerdo al grado de integración financiera efectiva. Las etapas 1976-1982, 1989-2001 y 2015-2019 están vinculadas a una inserción financiera plena o irrestricta. Las etapas 1982-1989 y 2002-2014 por su parte, corresponden a un período de vinculación financiera limitada o restringida.

Pero, además, la evidencia muestra también que la globalización financiera no pudo cumplir con algunas promesas que se le atribuyeron. Aquellos países que intentaron avanzar por la apertura y la desregulación se vieron finalmente afectados por una mayor volatilidad y episodios de crisis, donde el factor “contagio” fue recurrente entre algunos grupos de países periféricos.

En definitiva, el abordaje del primero de los objetivos específicos del presente trabajo permite revisar críticamente y obtener un rasgo común del proceso: los esquemas económicos sustentados y dependientes del acceso irrestricto al financiamiento internacional, como los implementados por Argentina en sendas etapas, son intrínsecamente frágiles.

Se retoma el enunciado original de Raúl Prebisch acerca de la subordinación de las naciones periféricas a los ciclos económicos de las economías desarrolladas. La distinción tal vez radique en que en las últimas décadas la dependencia es transmitida a través de canales financieros, ya sea por la disponibilidad de acceso al crédito, por su costo en términos de tasa de interés o por las condicionalidades inherentes.

Así, en los setenta, en los noventa y en el último lustro, en Argentina se aplicaron medidas en pos de una mayor apertura financiera y comercial junto a distintas decisiones orientadas a la desregulación. Se conjugó una visión que le otorgaba al mercado la potestad de ordenar las relaciones económicas de la Nación.

Pero estos esquemas de “inserción plena” en la globalización no pudieron mostrar sus mejores credenciales en dinamizar el crecimiento y el desarrollo. Por el contrario, todas estas aproximaciones terminaron en crisis y default (1982, 2001, 2019).

Lo señalado ha despertado un intenso cuestionamiento sobre las prerrogativas económicas de corte liberal a la hora de vincularse financieramente con el mundo, invitando a la reflexión sobre medidas de corte más heterodoxo: en el caso de este trabajo, los controles de capitales.

V. CAPÍTULO IV: Argentina y los controles al ingreso de capital

En el presente apartado se abordará el segundo los objetivos específicos de la tesis. A saber:

1. Evaluar la significatividad de los controles al ingreso de capital implementados en la Argentina en el período 2005-2011, examinando su impacto a la luz de otras experiencias asimilables de la región.

La tipología de los controles de capitales, junto al marco de análisis que permite concluir sobre la conveniencia de aplicar controles al ingreso fueron presentados en el capítulo II. Aquí, se retomarán los conceptos para evaluar el contexto macroeconómico en el que estaba envuelta la Argentina al momento de implementar el encaje al ingreso de capitales. Seguidamente se procederá con la estrategia metodológica que permita la evaluación de la significatividad e impacto de la herramienta.

V.1 El Cálculo del costo equivalente de la URR

A continuación se presenta una descripción de la herramienta bajo estudio: el establecimiento de reservas no remuneradas (URR por sus siglas en inglés²⁴). Estas URR son un porcentaje del capital que ingresa a un país que no puede ser invertido durante un determinado período de tiempo, queda “encajado”, sin remuneración alguna. Al exigir esta reserva, se desincentiva el ingreso de capitales de corto plazo especulativos, ya que el retorno que debe obtener la porción restante del capital debe ser extremadamente alta para justificar una operación de poca duración.

En cambio, para los capitales cuyo horizonte de inversión es más largo, la URR impacta en menor medida, ya que, cumplido el plazo de mantenimiento de la reserva, el capital se libera y puede ser invertido a las tasas de interés ofrecidas en el mercado.

²⁴ Unremunerated Reserve Requirements.

Para esta sección se utilizará la metodología seguida por De Gregorio, Edwards y Valdés (2000)²⁵ en su aproximación de la experiencia chilena con los encajes de capital.

Como sucede en el mundo comercial, donde un arancel fijo puede ser convertido a su equivalente *ad valorem*, en el plano financiero un requerimiento de reserva no remunerado puede ser transformado en una tasa equivalente cuyo monto representa el costo de oportunidad en términos financieros de separar una parte del capital ingresado al país y dejarlo como reserva por un tiempo determinado.

Mediante este procedimiento pueden obtenerse valores del costo de oportunidad representado por las distintas combinaciones de plazo y tasa de interés de referencia, para los distintos períodos bajo análisis, lo cual simplifica su comparabilidad a través del tiempo.

De esta manera, teniendo en cuenta el costo de financiamiento internacional (i^*), el tiempo de la inversión (t), y el tiempo mínimo de la reserva no remunerada de capital o encaje (h), se puede calcular la tasa de interés por la cual no existen oportunidades de arbitraje (con $t > h$). Que no existan oportunidades de arbitrajes significa que no existe la posibilidad de endeudarse a una tasa (con un determinado nivel de riesgo) e invertirlo a otra tasa (con el mismo nivel de riesgo) obteniendo una ganancia por esa operación. Sin oportunidades de arbitraje, la ganancia esperada es cero.

Una vez hallada esta tasa, se puede computar la tasa impositiva equivalente, que viene determinada por la siguiente relación:

$$i_t \text{ aprox.} = i^* + u_t$$

A partir de este punto, se plantea la condición de no arbitraje en la cual un inversor será indiferente entre invertir en el país local y en el exterior, a partir de la cual se obtiene u_t , que

²⁵ Este trabajo será retomado al momento de describir la experiencia de Chile al aplicar controles de capitales.

representa la tasa impositiva equivalente, bajo el supuesto de que no existen otros impuestos, que no hay prima de riesgo y que la reserva requerida (URR) es reinvertida a la tasa internacional i^* una vez cumplido el plazo mínimo de permanencia (h) hasta el horizonte de la inversión (t).

La estimación hecha por los autores se basa en el supuesto de movilidad imperfecta de capitales, por lo cual su locación dependerá de los diferenciales de tasa de interés y otras variables o factores que pueden agruparse en “*push*” o exógenos y “*pull*” o endógenos.

El siguiente paso del análisis comprende la estimación de la tasa de interés equivalente para distintos períodos y plazos de colocación. Se parte de la simplificación de utilizar interés simple en lugar de compuesto, a partir de la siguiente ecuación:

$$1+i^*.t = (1-u).[1+ (i^*+\hat{U}).t] + u.[1+i^*.t-h]$$

Donde:

$1+i^*.t$: indica el capital final de invertir USD 1 a la tasa internacional (i^*) durante t períodos.

$(1-u).[1+ (i^*+\hat{U}).t]$: indica el capital final de invertir USD 1 menos la reserva no remunerada a la tasa doméstica durante t períodos (siendo la tasa doméstica la internacional más el costo equivalente).

$u.[1+i^*.t-h]$: indica el capital final de invertir el monto de la reserva a la tasa internacional durante $(t-h)$ períodos.

Aplicando propiedad distributiva:

$$1+i^*.t = 1+ (i^*+\hat{U}).t -u.[1+ (i^*+\hat{U}).t] + u.[1+i^*.t-h]$$

Donde ambos 1 se cancelan y se vuelve aplicar propiedad distributiva.

$$i^*t = i^*t + \hat{U}.t - u - u.i^*.t - u. \hat{U}.t + u + u.i^*.t - u.i^*.h$$

Se cancelan los términos i^*t y ambas u , quedando:

$$0 = \hat{U}.t - u.i^*.t - u. \hat{U}.t + u.i^*.t - u.i^*.h$$

Se cancela el término $u.i^*.t$, reagrupando y pasando el término $u.i^*.h$:

$$u.i^*.h = (1-u).\hat{U}.t$$

Despejando \hat{U} :

$$\hat{U} = i^*.u.h/(1-u).t$$

Así, se utiliza la ecuación simplificada, siendo:

$$\hat{U}_t = i^* \frac{u}{1-u} \frac{h}{t}$$

Esta aproximación metodológica es utilizada también en otros trabajos como Cárdenas & Barrera (1997), para el caso de Colombia y Valdés-Prieto & Soto (1998), para la experiencia chilena.

V.2 Evaluación de los controles de capital

En este apartado se pondrá en práctica la metodología de evaluación de la conveniencia de aplicar controles, se describirá con detalle el marco normativo de los controles establecidos y su funcionamiento. Seguidamente se realizarán los cálculos del costo equivalente que se corresponde con los controles establecidos y se medirán los impactos sobre los flujos de fondos que finalmente ingresaron al país. Se analizará si se verificó algún cambio cualitativo en la composición temporal de los mismos, en favor de aquellos de más largo plazo.

Por último, se comparan los resultados obtenidos con otras experiencias asimilables de la región.

Tras sufrir una de las peores crisis económicas y sociales de su historia en el año 2001, Argentina se encaminó en un proceso de revisión de los viejos estándares neoliberales que habían reinado en la década de los noventa.

En este proceso, se dejó de lado la paridad fija establecida por la convertibilidad para pasar a una política de administración del tipo de cambio, se aplicó una política monetaria orientada a objetivos domésticos y se priorizó la acumulación de reservas como política precautoria.

En enero de 2005, la Argentina lanzó la primera restructuración de la deuda caída en default en el año 2001, que en aquel momento ascendía a 88.000 millones de dólares.

El resultado del canje voluntario fue del 76% del valor nominal de los títulos en cesación de pagos, entregando la Argentina bonos que extendieron el plazo de repago (vencimientos en los años 2033 a 2038, según el instrumento). Asimismo, una porción significativa de los nuevos títulos fue emitida en moneda local (37% en pesos) e incorporaron una quita nominal que según Muller y Benassi (2013) fue del 46%.²⁶

Con la incorporación de los nuevos bonos Discount y Par a la ponderación del índice EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) elaborado por el banco de inversión JP Morgan (donde hasta entonces ponderaban los bonos en default), el riesgo país de la Argentina pasó de los 6.607 (10/06/2005) a los 795 puntos (13/06/2005) en el transcurso de una jornada.

Este indicador aproxima el riesgo de default de cada país a través del diferencial de rendimiento de los bonos soberanos del país, denominados en dólares y bajo legislación extranjera, y el

²⁶ Ver también documento República Argentina. Oferta de Canje. Anuncio Final. 18 de marzo 2005.

rendimiento de los bonos del tesoro de los EEUU para una maduración equivalente. Los bonos del tesoro estadounidense son considerados como activos libres de riesgo de incumplimiento²⁷.

Tras el lanzamiento de la reestructuración de la deuda en default el año 2005, la Argentina comenzó a percibir que las corrientes de capital regresaban al país. Este hecho posaba una dificultad sobre uno de los objetivos domésticos de la política económica, que apuntaba al mantenimiento de un tipo de cambio competitivo que asegurase la acumulación de reservas del Banco Central a partir de la pujanza de los sectores exportadores.

Si la autoridad monetaria acumulaba reservas y mantenía el tipo de cambio alto, generaba una inyección de pesos hacia el interior de la economía. Para reducir el potencial impacto inflacionario de tal efecto monetario, fue necesario “esterilizar” los pesos excedentes, aumentando la tasa de interés local. La disyuntiva es que esta suba de la tasa de interés local haría más atractivo el ingreso al mercado local para los fondos externos, retroalimentando el efecto inicial.

De esta forma la Argentina se enfrentaba al citado trilema del Capítulo II: si ingresaban grandes volúmenes de flujos de capitales, podía mantener la acumulación de reservas y el tipo de cambio, pero no así la independencia de la política monetaria debido a la gran exigencia que el proceso de esterilización suponía, llevando la tasa de interés de referencia a niveles inconvenientes.

Por otro lado, si optaba por mantener la autonomía monetaria en cuanto al nivel de tasa de interés (fijándola en un nivel más bajo), era a costa de que el gran influjo de capitales se tradujera en una apreciación del tipo de cambio nominal y una consecuente pérdida de competitividad de la economía.

²⁷ Ver documento JP Morgan. Introducing the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index. Methodology brief.

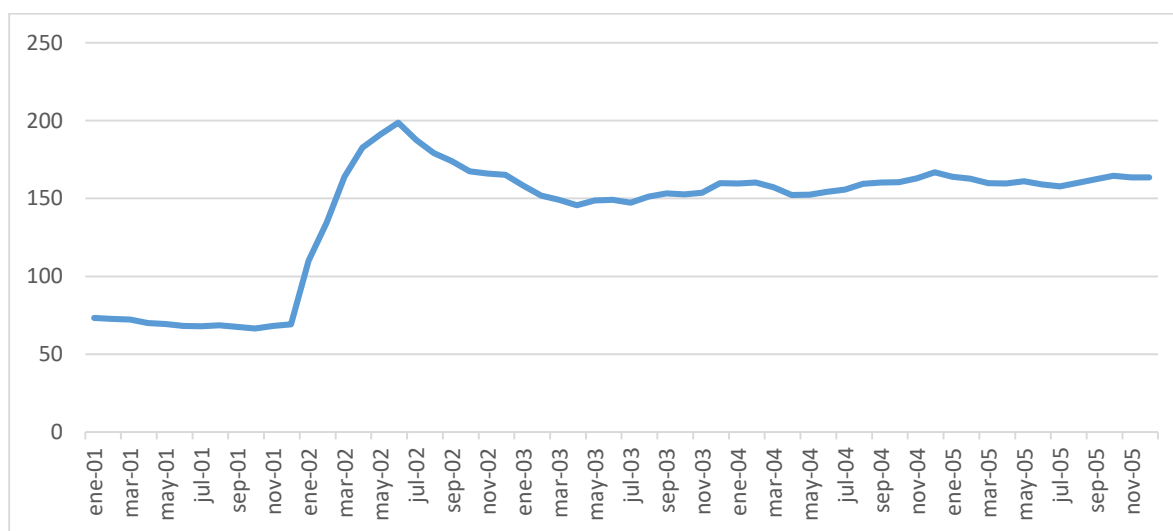
Los objetivos macroeconómicos de los controles serán explicados con más detalle en el apartado siguiente. Pero habiendo explicado el contexto, y tomando experiencias regionales, se revisa la lógica de implementar una política de controles al ingreso de capital de manera de morigerar su entrada y ganar margen de acción en materia de política cambiaria y monetaria.

Los motivos económicos detrás de los controles

Para iniciar el análisis relativo a la conveniencia de adoptar controles de capital se tomará como referencia el marco conceptual del FMI en su *Staff Position Note* 10/04 (Ostry y otros, 2010) que ya fue explicado anteriormente. Se analizará punto por punto las variables enumeradas, explicando el estado de situación para el caso argentino.

Nivel del tipo de cambio: Aun cuando el país había atravesado de manera exitosa la transición iniciada con el quiebre de la convertibilidad, existían preocupaciones sobre una posible apreciación cambiaria.

Gráfico 8. Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral. Enero 2001 a diciembre 2005.

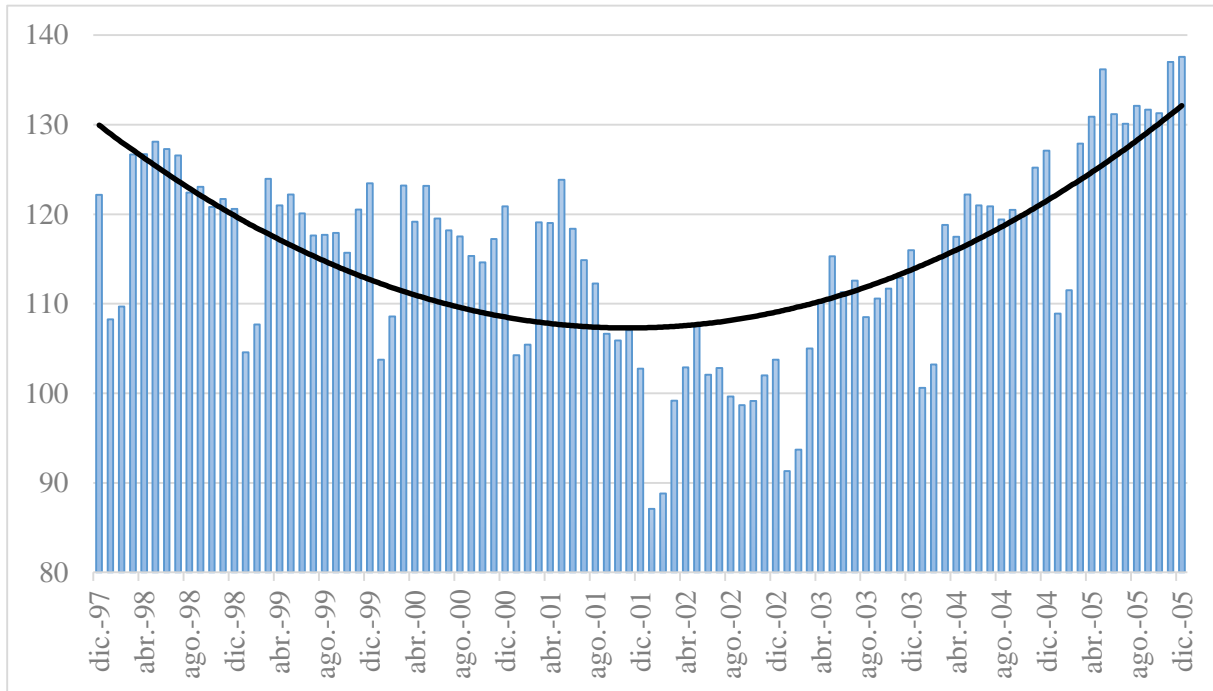


Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

La misma podía interrumpir prematuramente la recuperación de la actividad económica que se venía observando desde el tercer trimestre de 2002. Esta reactivación permitió que, para el año

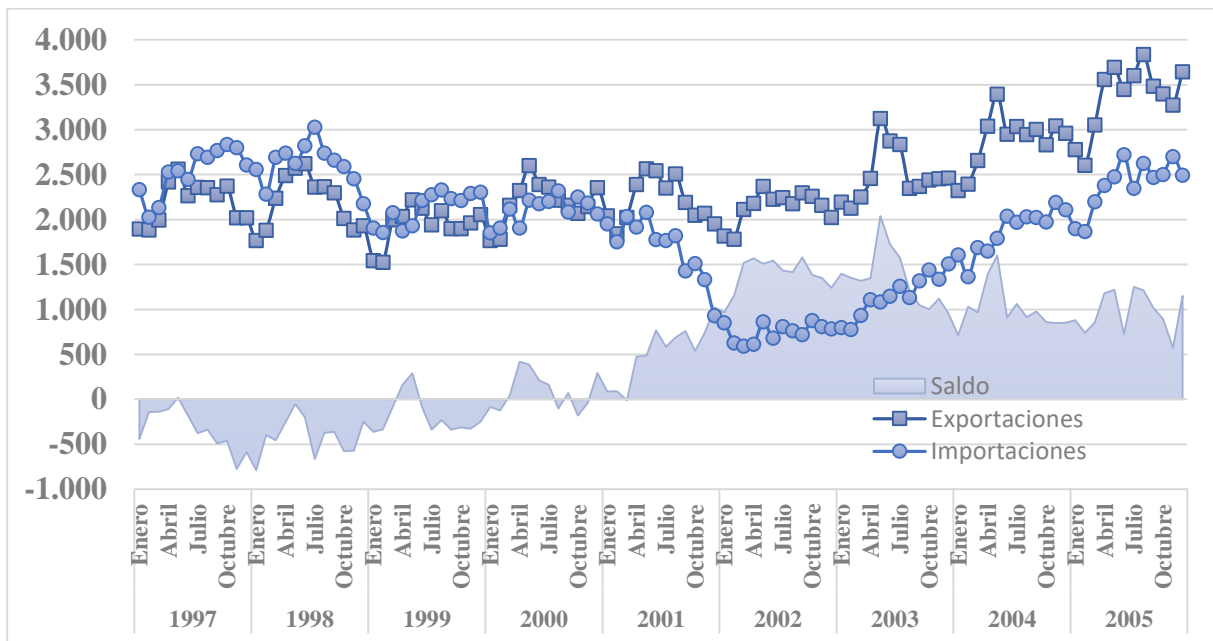
2005, la Argentina alcanzase y empezara a superar el nivel de actividad previo a la crisis del 2001-2002.

Gráfico 9. Evolución Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) junio 1998-julio 2006. (1993=100).



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Gráfico 10. Evolución balanza comercial Argentina 1998-2005.

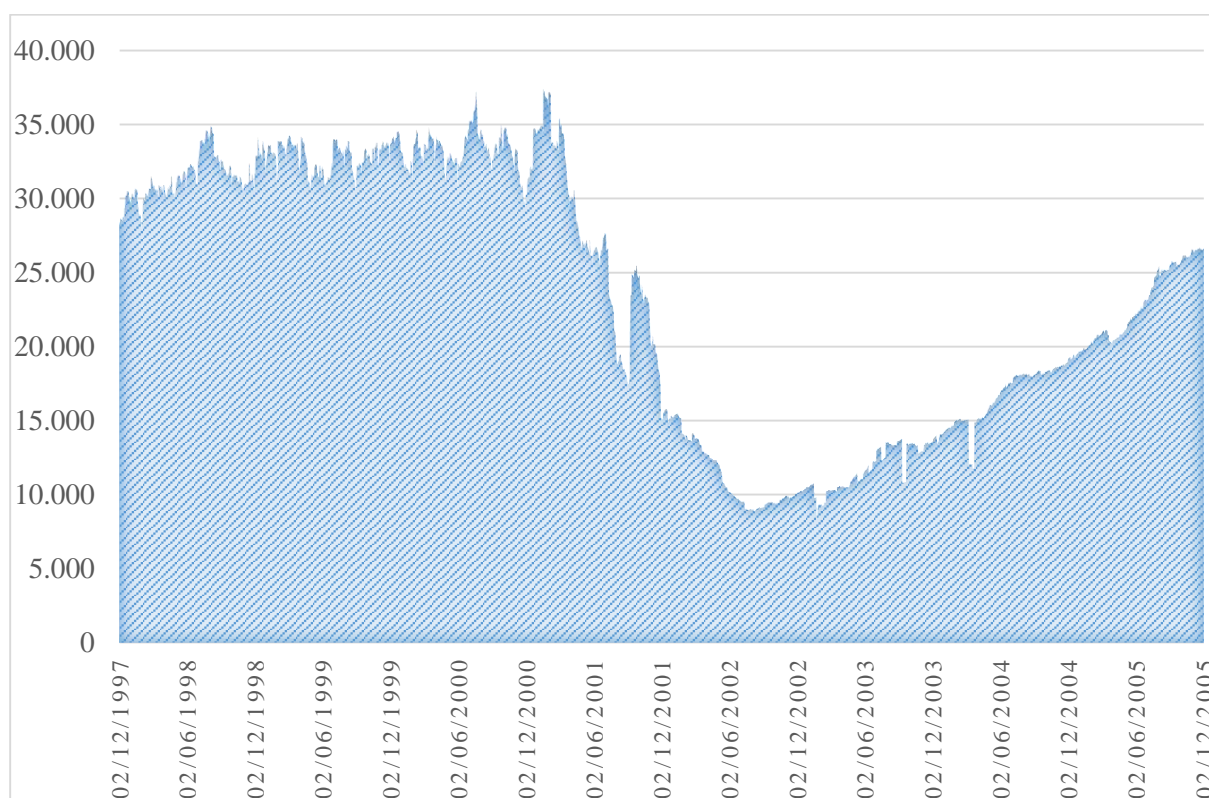


Fuente: INDEC.

Política de acumulación de reservas: El dinamismo que mostraban las exportaciones y la balanza comercial resultaba en una acumulación de reservas que, con tipo de cambio estable, implicaba una expansión de la oferta monetaria.

La voluntad de mantener un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) se instrumentó a través de la intervención del Banco Central y el Tesoro en el mercado de cambios, comprando el excedente de dólares que ingresaban a la economía (con la consecuente “inyección” de pesos).

Gráfico 11. Evolución Reservas Internacionales 2003-2005.



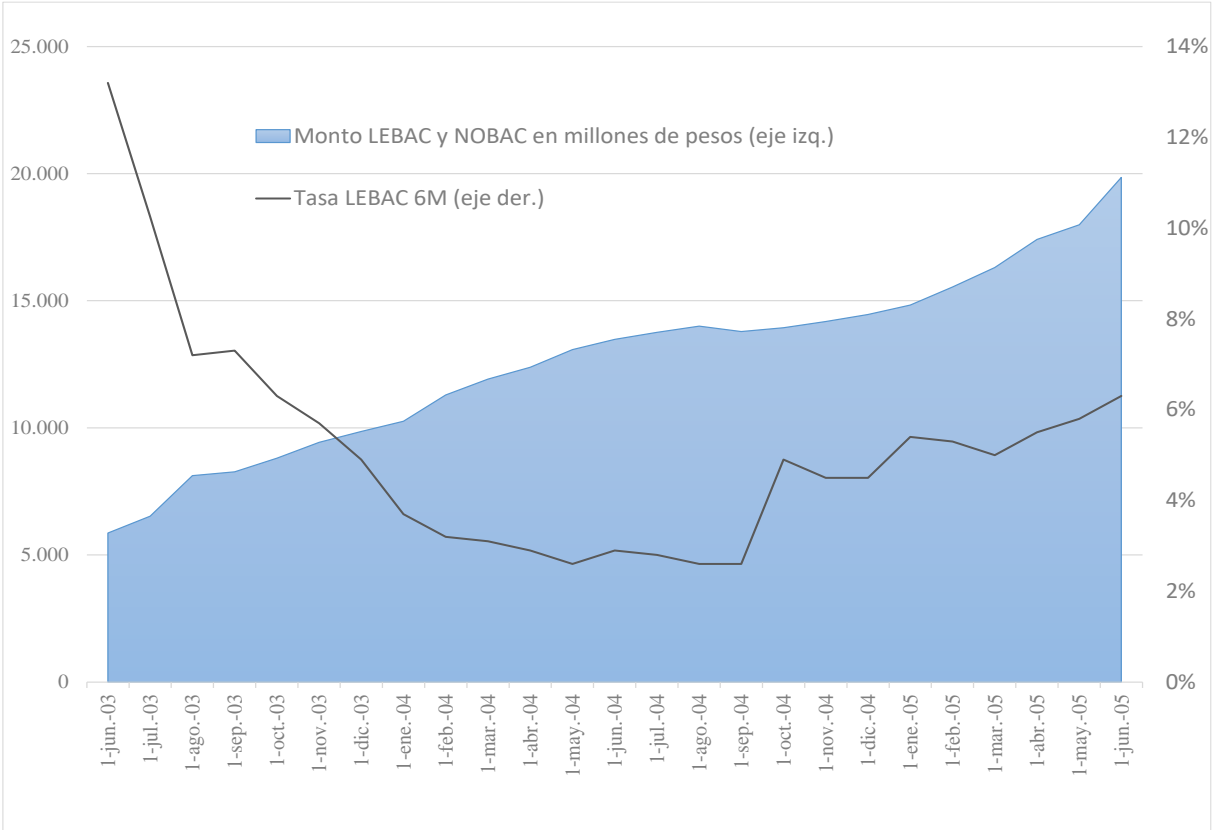
Fuente: BCRA.

Política Monetaria - Esterilización: la política de acumulación de reservas significaba una creciente expansión de la base monetaria. El BCRA implementó entonces, con el fin de evitar una sobre expansión del crédito, una política de esterilización monetaria. Absorber

continuamente una masa creciente de pesos impactaba sobre las tasas de referencia, presionando al alza el costo de fondeo al resto de la economía.

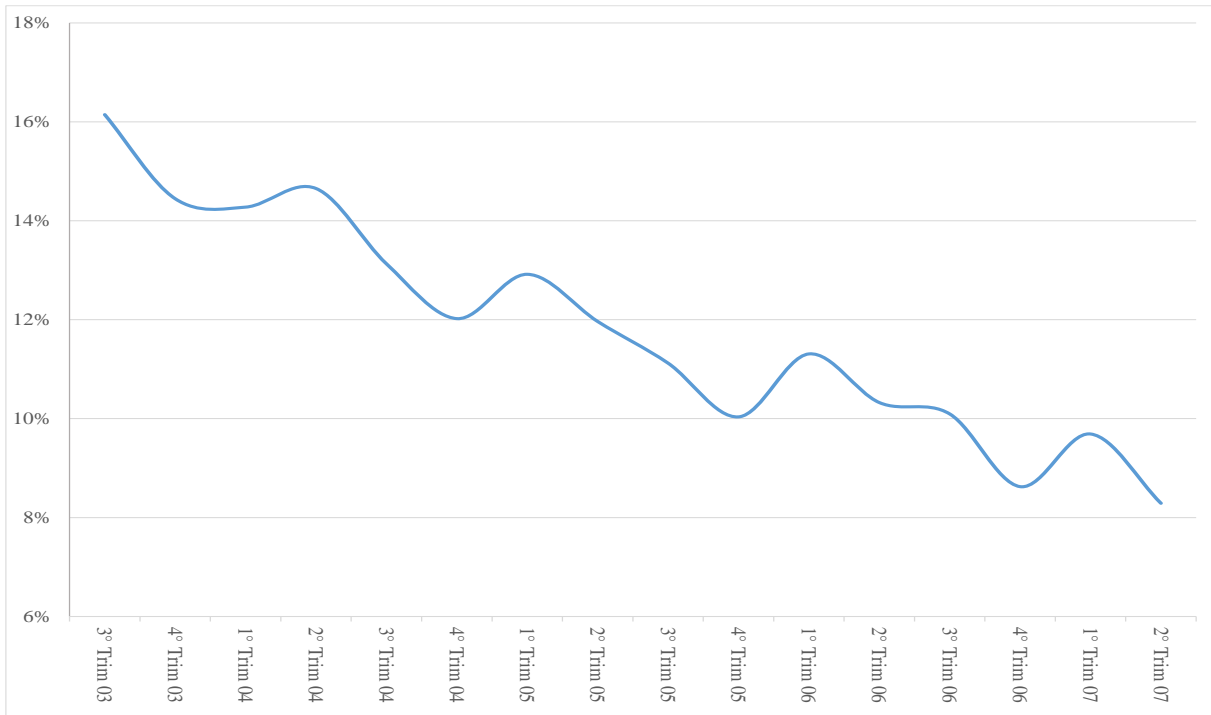
Política Fiscal: lo viable desde el *mainstream* económico hubiese sido compensar la expansión monetaria del BCRA con una mayor consolidación de las cuentas fiscales. Desde la práctica, con la economía en franca recuperación, pero aún con niveles de pobreza, desocupación, y de capacidad instalada ociosa significativos, la decisión fue no reducir el impulso en el gasto público.

Gráfico 12. Evolución stock de Lebac y Nobacs a 90 días y rendimiento anual (%) 2003-2005.



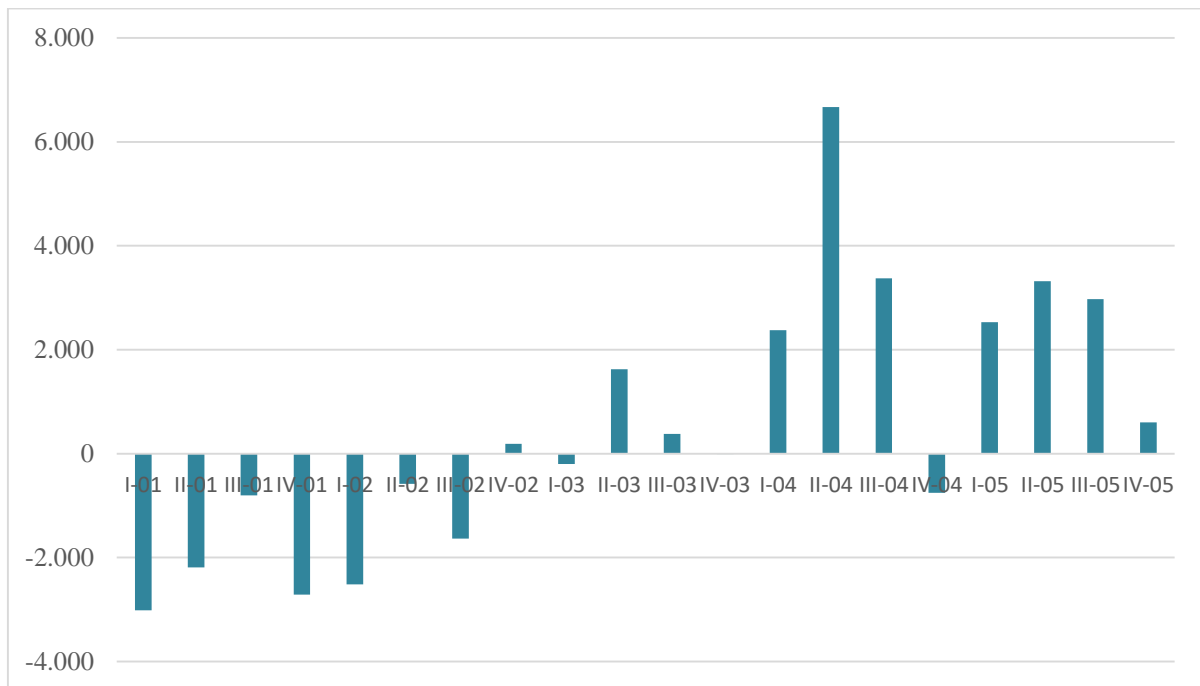
Fuente: BCRA.

Gráfico 13. Evolución de la tasa de desocupación en Argentina 2003-2005.



Fuente: INDEC.

Gráfico 14. Resultado Financiero Sector Público Nacional 2001-2005.



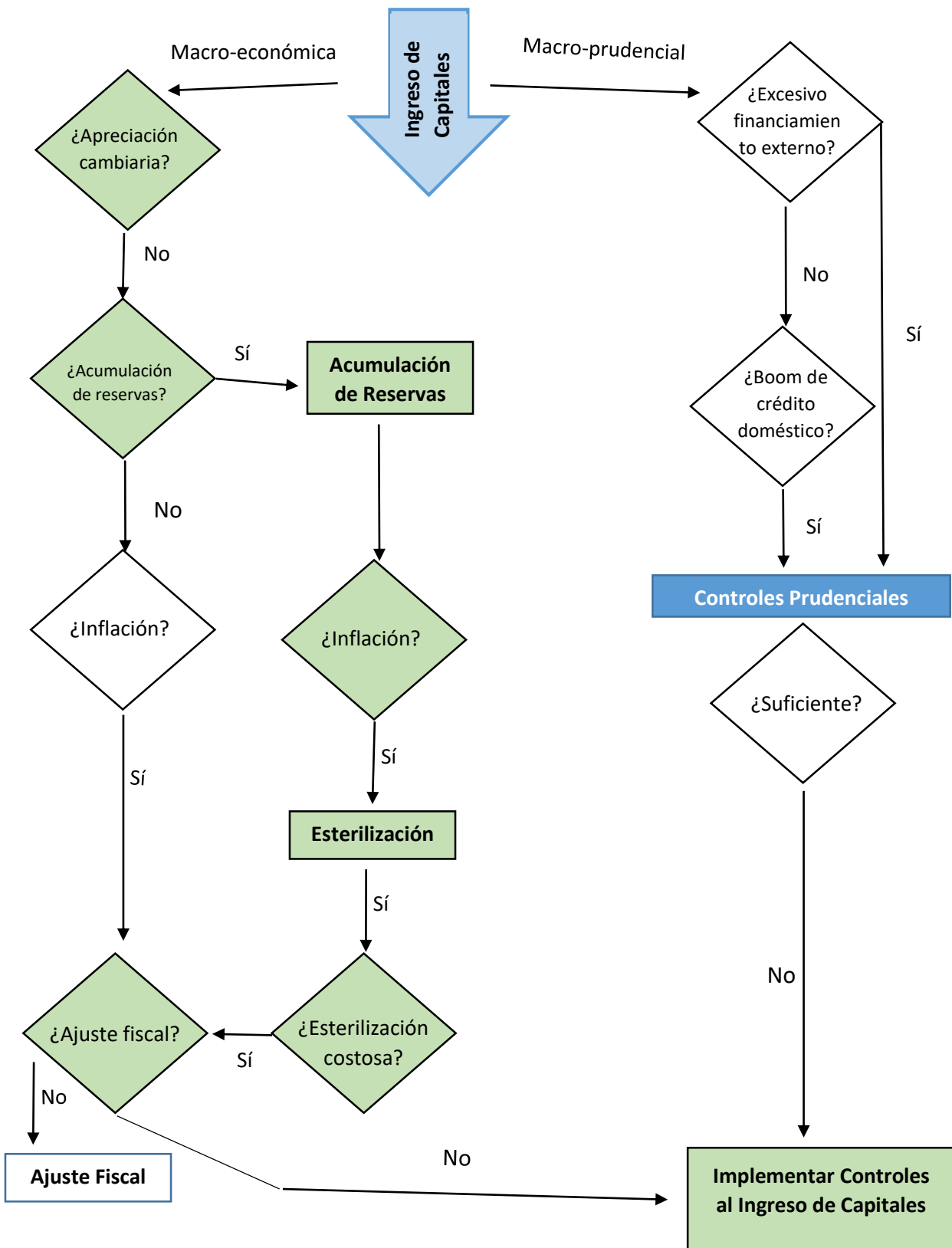
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía Información Económica al día.

El superávit fiscal que mostraba la Argentina por esos años permitía que el tesoro pudiera asistir al BCRA en la compra del excedente de divisas, compensando parcialmente la expansión de la oferta monetaria.

De esta forma, se evidencia como hacia el año 2005, para que la política económica fuera consistente con una entrada de capitales creciente y los objetivos de mantener un tipo de cambio competitivo, la acumulación de reservas, el mantenimiento de una inflación estable y una tasa de interés doméstica que mantenga a la actividad económica en expansión, derivó necesario implementar controles a la entrada de capitales.

En el esquema lógico propuesto por el FMI que se presenta en la siguiente página, se indican en verde las opciones que recorrió la Argentina en el período estudiado. Así se puede observar el esquema de decisión que recorrió el hacedor de política económica.

Ilustración 7. Esquema de Decisión del Hacedor de Política Económica.



Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

V.3 Los controles y su marco normativo

Normativa

Los controles fueron establecidos a través del Decreto N° 616, publicado el 9 de junio de 2005 en el Boletín Oficial de la República Argentina. Complementariamente se dictaron la Resolución N° 637/2005 del Ministerio de Economía y Producción y la Comunicación “A” N° 4359 del BCRA.

En los considerandos del mencionado Decreto, puede observarse que la justificación de la medida está en línea con lo expuesto en este trabajo: *“luego de la mejora sustancial en la situación macroeconómica general y en la evolución del mercado cambiario en particular, y fruto de la mayor confianza generada en la evolución futura de la economía, se registra una importante afluencia de capitales externos bajo distintas modalidades. Que frente a ello, resulta necesario continuar con las medidas de política, tendientes a mantener la estabilidad y recuperación económica logradas hasta el presente, frente al movimiento de capitales hacia y desde nuestro país”*.

Es decir que el objetivo central de la medida era morigerar la movilidad de capitales (ingresos) en pos de ganar grados de libertad en la fijación del tipo de cambio y de la administración de la política monetaria doméstica orientada a sostener la actividad económica.

A continuación, se presentan los rasgos más relevantes de los controles establecidos:

1) Sujetos alcanzados

- Todo endeudamiento con el exterior de personas físicas y jurídicas residentes en el país pertenecientes al sector privado, a excepción de las operaciones de financiación del comercio exterior y las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados regulados.

- Todo ingreso de fondos de no residentes cursados en el mercado local de cambios destinados a:
 - Tenencias de moneda local.
 - Adquisición de activos o pasivos financieros de todo tipo del sector privado financiero o no financiero, excluyendo la inversión extranjera directa y las emisiones primarias de títulos de deuda y de acciones que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados.
 - Inversiones en valores emitidos por el sector público que sean adquiridos en mercados secundarios.

2) Obligaciones

- La obligatoriedad de registrar todo ingreso o egreso de divisas en el Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Los ingresos al mercado local de cambios, deberán pactarse y cancelarse en plazos no inferiores a trescientos sesenta y cinco (365) días corridos, cualquiera sea su forma de cancelación.
- El resultado de la negociación de cambios de los fondos ingresados deberá acreditarse en una cuenta del sistema bancario local.
- La constitución de un depósito nominativo, no transferible y no remunerado, por el treinta por ciento (30%) del monto involucrado en la operación correspondiente, durante un plazo de trescientos sesenta y cinco (365) días corridos, de acuerdo a las condiciones que se establezcan en la reglamentación.
- El depósito mencionado en el punto anterior es constituido en dólares estadounidenses en las entidades financieras del país, no pudiendo ser utilizado como garantía o colateral de operaciones de crédito de ningún tipo.

V.4 El costo equivalente: significatividad e impacto para Argentina.

Con el objetivo de evaluar la efectividad de la herramienta de política elegida es necesario definir de antemano cuál o cuáles son los resultados esperados por este tipo de medidas. En este sentido se evaluarán los controles teniendo en cuenta dos dimensiones:

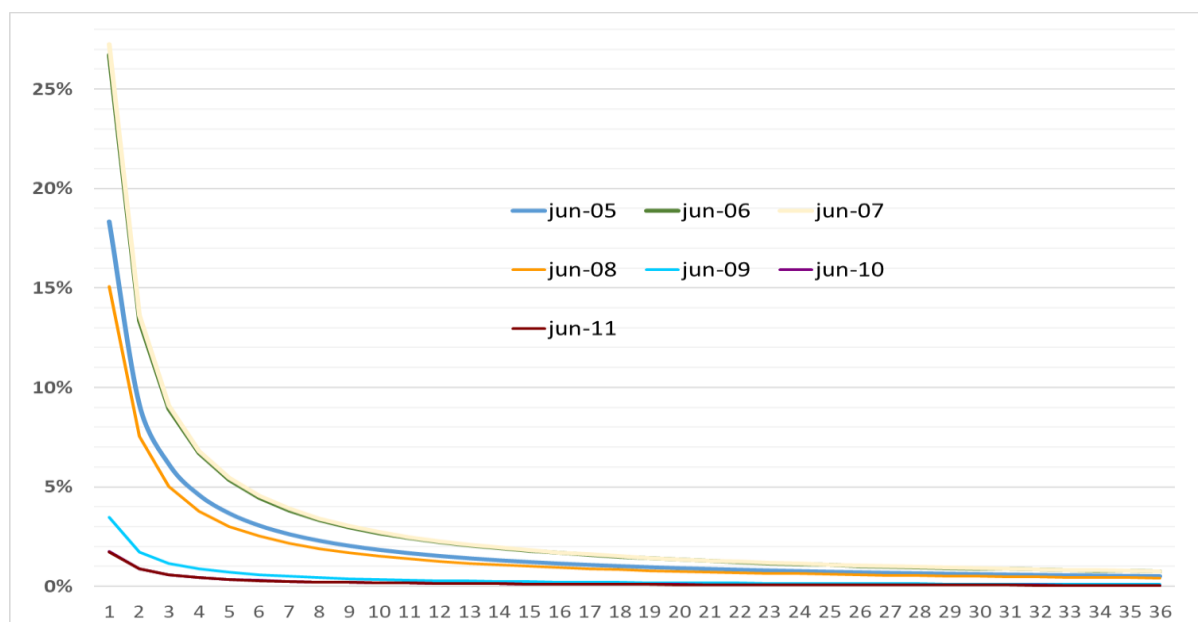
- La capacidad de la herramienta implementada de morigerar o revertir el ingreso de capitales al país, entendida como condición para ganar grados de libertad en el manejo de las principales variables de política económica.
- La capacidad de la herramienta implementada de alterar la composición del volumen de flujos de capital que ingresan al país, con el objetivo de promover una migración hacia colocaciones de mayor plazo.

En este punto, la hipótesis de trabajo a contrastar será si la herramienta utilizada ha sido eficaz en morigerar el volumen total de ingreso de capitales, logrando alterar la composición de los mismos en favor de colocaciones de más largo plazo.

El primer paso del análisis será verificar si el instrumento elegido fue relevante. Como el valor final que toma la tasa equivalente depende tanto de las condiciones domésticas (nivel del encaje, plazo de estadía), como externas (tasa de interés internacional), su significatividad no puede tomarse como dada.

A continuación, se presentan los resultados de la estimación de la tasa equivalente para la Argentina para el período 2005 – 2011. Lo que puede observarse en el gráfico siguiente es que inicialmente, y para períodos de inversión cortos, la tasa equivalente toma valores significativos.

Gráfico 15. Argentina: evolución de la Tasa Equivalente aproximada al encaje no remunerado 2005-2011. Plazo 1 a 36 meses.



Fuente: elaboración propia.

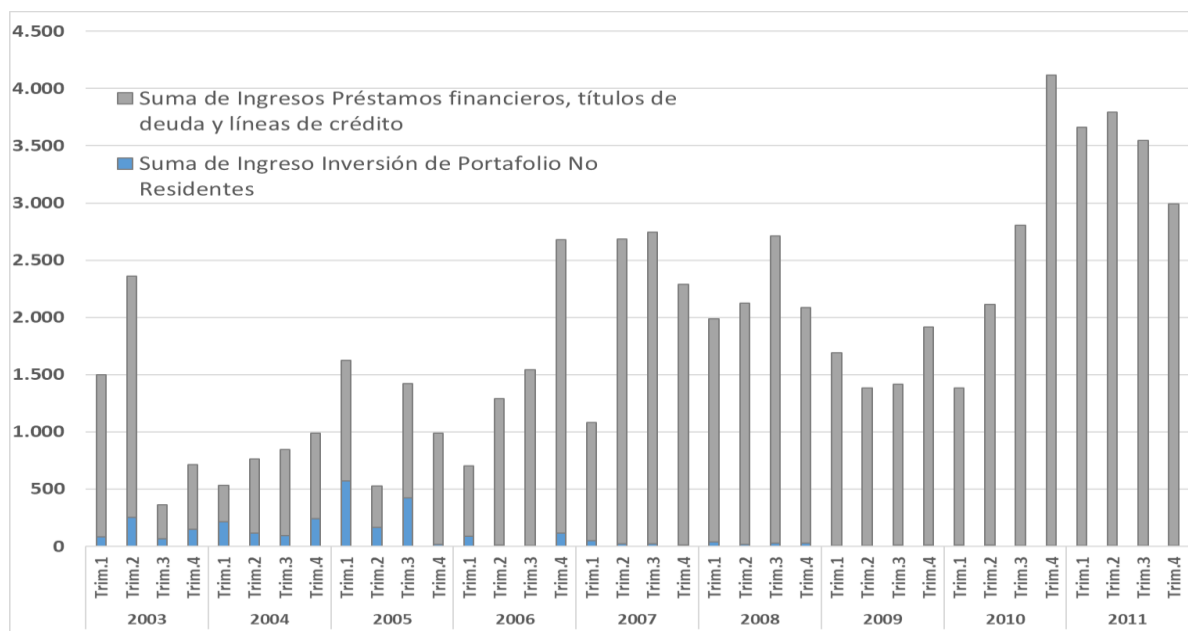
Sin embargo, se observa que para plazos superiores a los 12 meses su incidencia como costo de oportunidad relevante cae drásticamente a niveles marginales, en particular luego del año 2008, donde se ubica sistemáticamente por debajo del 0.3%.

Año a año las curvas se van modificando, básicamente por los cambios observados en la tasa LIBOR. Antes de la crisis financiera internacional originada por las hipotecas *subprime*, la tasa LIBOR se ubicó entre el 2% y el 5%. Luego de las crisis, a partir de las políticas de estimulación de los países desarrollados, conocidas como expansión cuantitativa o “*quantitative easing*”, la tasa se ubicó por debajo de 1%.

Una vez verificada su relevancia, es necesario revisar la efectividad de la herramienta, entendida como la capacidad de la causa de lograr los efectos deseados.

Efecto Volumen: Cuando se analizan las estadísticas de ingresos de capitales no parece observarse un descenso en la magnitud de los ingresos de fondos al país, sino por el contrario un aumento durante los trimestres subsiguientes a la implementación de la medida (junio de 2005).

Gráfico 16. Evolución del ingreso de capitales. Inversión de Portafolio (no residentes) y Préstamos Financieros (residentes). 2003-2011. Millones de USD.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

En este caso, se ha tomado la evidencia empírica hasta el año 2011, ya que a partir del cuarto trimestre comenzaron a regir en la Argentina controles a la salida de capitales. A fines de octubre de 2011, el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner dispuso que sólo se podría adquirir dólares (formación de activos externos de residentes) previa autorización de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)²⁸. Originariamente se autorizaban operaciones hasta el 40% de los ingresos declarados, pero luego fue reducido a 25% y posteriormente a 20%. Para el 2012 ya no había venta de dólar ahorro y las compras con tarjeta en el exterior o compra de dólares para turismo tenía una percepción a cuenta del impuesto a las ganancias²⁹.

²⁸ Ver BCRA Comunicación A N° 5239 y AFIP Resolución General 3210/2011.

²⁹ Ver El cepo al dólar llegó en 2011 y ningún gobierno pudo sacarlo sin sufrir inflación y fuga: 10 hitos clave. Infobae Profesional. 7/9/2020. Disponible en: <https://www.iprofesional.com/economia/323023-ningun-gobierno-saco-un-cepo-al-dolar-sin-problemas-10-hitos-clave#:~:text=1.,y%20posteriormente%20al%2020%25.>

Como se explicó anteriormente, un control a la salida de capitales usualmente incide en el ingreso de los mismos. Ya que difícilmente se opte por ingresar divisas a un país del cuál posteriormente no es posible retirarlas. Esto dificulta el análisis al combinarse un efecto disuasivo a la entrada de capitales adicional al planteado en este estudio.

Regresando al análisis, la evidencia recabada muestra que, si el promedio de ingreso de capitales en los 10 trimestres anteriores a junio de 2005 arrojaba un saldo de 1.021,2 millones de dólares, para los 10 trimestres subsiguientes a la medida se registraron en ingresos promedio por 1.742 millones, representando un incremento de más del 70%.

Una posible justificación al incremento del ingreso de los flujos de capital al país puede encontrarse en el proceso de normalización financiera que vivió la Argentina una vez implementada la reestructuración de deuda del año 2005.

En este contexto, los activos domésticos comenzaron a volverse atractivos para inversores extranjeros, a la vez que muchas empresas radicadas en el país (independientemente de su origen) comenzaron a restablecer sus vínculos financieros con el exterior en la forma de préstamos y líneas de financiamiento, lo cual generó un efecto “actualización” que pudo haber incrementado el ingreso tras la normalización.

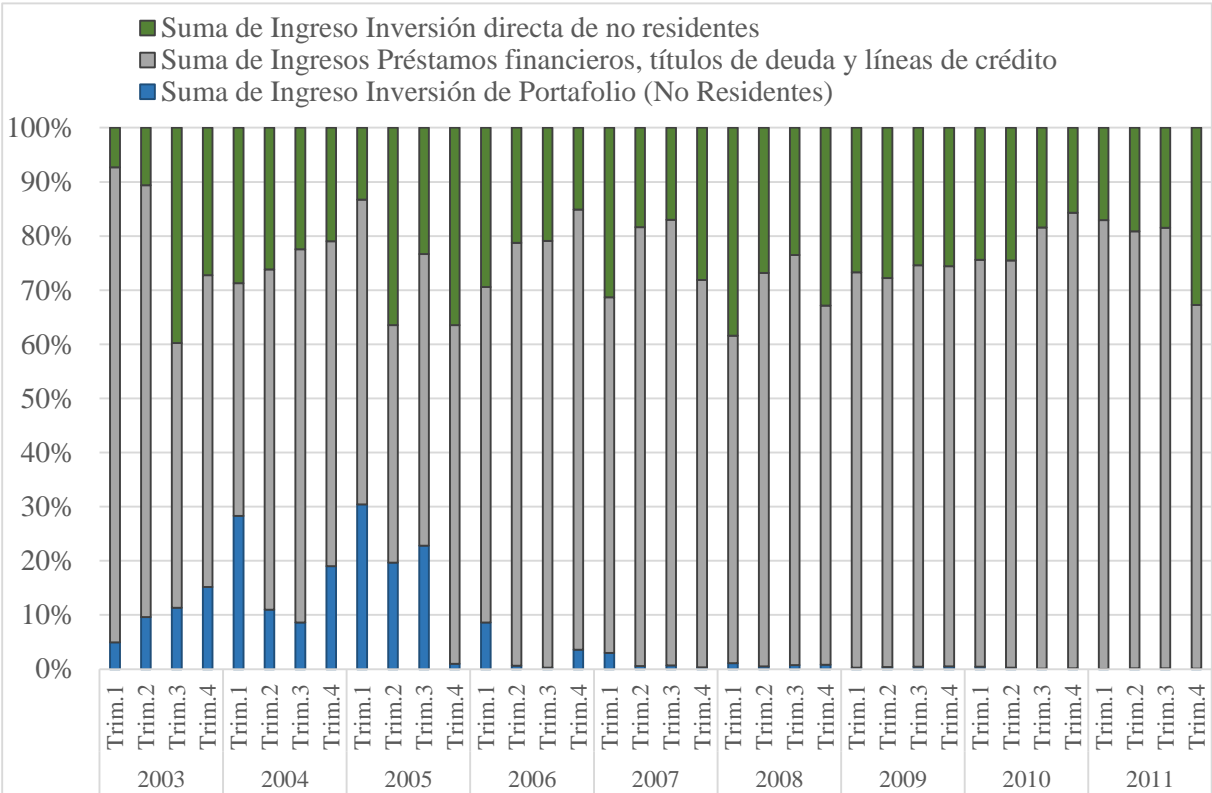
Por otro lado, la normativa implementada fue afectada por numerosas excepciones, algunas de carácter general y otras individuales. En el ANEXO VII.2 se listan 38 normas, entre comunicaciones del BCRA y Resoluciones del Ministerio de Economía que introducen estas excepciones y suspensiones temporales en su aplicación. Por lo que a lo expuesto se le agrega cierta permeabilidad que habilitó el ingreso de un mayor número de fondos que el originalmente previsto.

Efecto Composición: si bien la evidencia empírica permite afirmar que los controles de capital no fueron suficientes para reducir el volumen total del ingreso de divisas financieras al país

(uno de los objetivos de la medida), es importante analizar otro tipo de resultado que la herramienta pudo haber alcanzado.

Si se focaliza en el análisis de la composición de los flujos de capital que ingresaron al país en el período bajo análisis, la implementación de controles parece haber tenido al menos un efecto virtuoso.

Gráfico 17. Evolución de la Composición de los Ingresos de Capital 2003-2011.



Fuente: Balance Cambiario BCRA.

Como se observa en el gráfico anterior, los ingresos de capitales por inversiones de portafolio por parte de no residentes fueron perdiendo participación en el total a partir de la implementación de la nueva normativa de controles al ingreso de capitales, pasando a tener una participación marginal en los trimestres subsiguientes.

Este cambio de composición tiene sus implicancias a nivel macroeconómico, en especial para un país en vías de desarrollo como la Argentina. Las crisis de los años noventa, que ya han

sido mencionadas en este trabajo, han evidenciado que una mayor integración con los mercados de crédito mundial puede traer aparejado mayores niveles de volatilidad ante episodios de *stress*, situación que se ve potenciada cuando los flujos de capital son predominantemente de corto plazo.

Al respecto, algunos autores definen a esta volatilidad como muy dañina:

“...capital relocizándose en pánico; inversores persiguiendo un destino más atractivo para su dinero... Algunos comentaristas describen estos patrones de flujos de capital como “dinero caliente”, que fluye de un sector o país al siguiente dejando detrás un sendero de destrucción.”

(Korinek, 2011, p. 306-307, trad. propia)

En este sentido, los flujos de capital de más larga maduración permiten suavizar los episodios de reversión (*fly to quality*) que cíclicamente ha venido mostrando el escenario financiero global, por lo cual en este aspecto la herramienta de política escogida parece haber cumplido al menos uno de los objetivos de política bajo análisis.

V.5 Comparación con experiencias regionales asimilables.

V.5.1 El caso de Chile

Para el análisis de esta experiencia existen distintos estudios. Particularmente, el trabajo de De Gregorio, Edwards & Valdés (2000) provee un análisis de los controles al ingreso de capital que evalúa su impacto sobre el nivel y la composición de los flujos de ingreso, las tasas de interés domésticas, y el tipo de cambio real.

Los autores concluyen que la evidencia empírica no es determinante en cuanto a los efectos de largo plazo de la herramienta sobre los diferenciales de tasa de interés ni sobre el nivel de tipo de cambio, sin embargo, evidencian un cambio cualitativo en la composición de los flujos hacia flujos financieros de mayor duración.

Por su parte, Gallego, Hernández & Schmidt-Hebbel (2002) sostienen que la aplicación de la reserva no remunerada de capital tuvo un efecto positivo sobre la política monetaria, permitiendo “aislarla” de la influencia de los flujos de capital externo.

Sin embargo, otros análisis como el de Valdés Prieto & Soto (1998) plantean, a través de un análisis econométrico, la falta de significatividad de la herramienta en determinar los grados de libertad de la política monetaria.

Desde mediados de la década de 1980, la estrategia de crecimiento chilena se apoyó en una rápida expansión de sus exportaciones. Esto, a su vez, se debió en parte al esfuerzo de las autoridades por mantener un tipo de cambio real depreciado.

Durante los 90s, no obstante, la moneda chilena comenzó a apreciarse en términos reales, suceso vinculado en buena medida al gran flujo de capitales que comenzó a ingresar al país. Esto obedeció a que el Banco Central llevaba adelante desde hace algún tiempo una política de lucha contra la inflación basada en el “*real interest rate targeting*” (objetivo de tasa de interés real).

En este esquema la autoridad monetaria interviene de modo que la tasa de interés doméstica se ubique por encima de la inflación, buscando un encarecimiento del crédito y su posterior retracción de la demanda agregada, de modo de reducir las presiones inflacionarias.

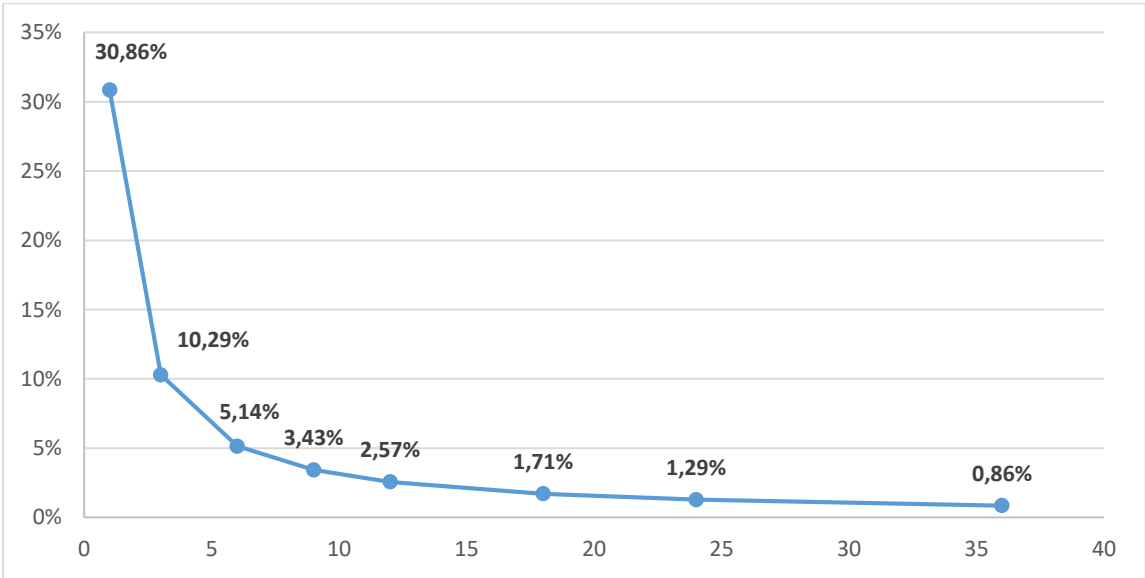
Pero una tasa de interés real elevada incentivó a la entrada de un importante flujo de capitales, que no sólo apreció la moneda, sino que también amenazaba el objetivo antiinflacionario. Si el tipo de cambio nominal encontraba un piso, el ingreso de capitales se traduciría en mayor emisión, con su posterior incremento de las tensiones sobre el nivel de precios.

Es en este contexto de tipo de cambio apreciándose y pérdida de la autonomía monetaria, que las autoridades económicas decidieron introducir, en junio de 1991, controles al ingreso de capitales.

La medida fue instrumentada bajo la forma de una reserva no remunerada de capital, fijándose la alícuota en un 20%. En 1992, la reserva fue elevada a un 30% y se estipuló un período mínimo de un año para la misma. En 1998, y bajo fuertes presiones a la depreciación del peso, el Banco Central Chileno redujo el requerimiento a un 10%, para luego en septiembre eliminarlo.

El siguiente gráfico muestra el cálculo del costo (en tasa porcentual) equivalente³⁰ para distintos plazos, considerando una tasa LIBOR + 6 puntos porcentuales de una reserva del 30% durante un año.

Gráfico 18. Cálculo del Costo Equivalente para distintos plazos (meses).



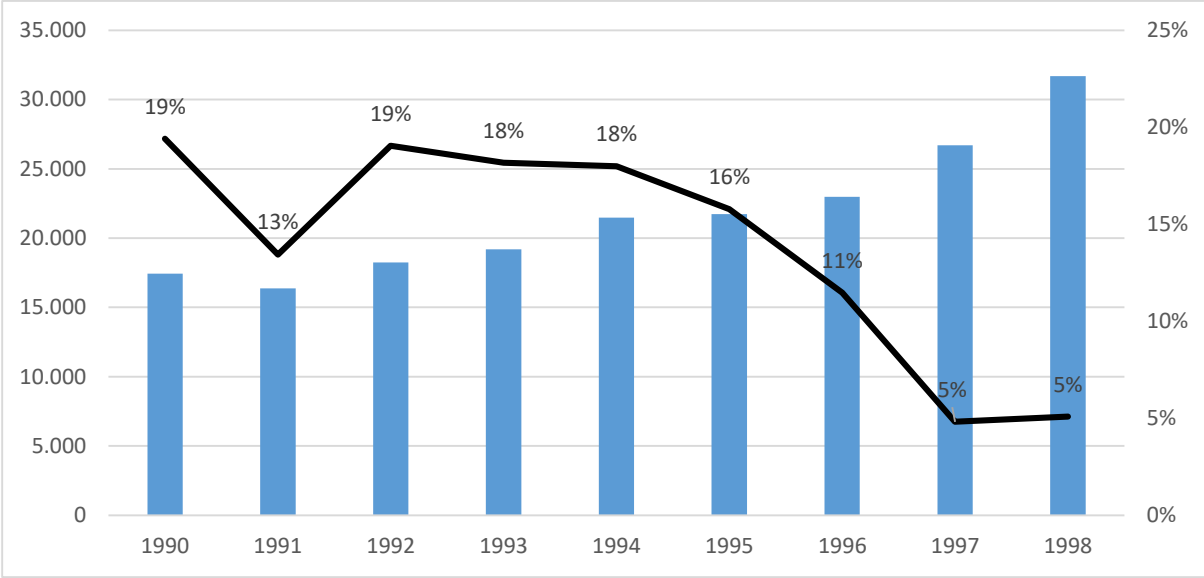
Fuente: elaboración propia en base a De Gregorio, Edwards & Valdés (2000)

Además de la URR, el requerimiento de “permanencia mínima”, también fue modificado con el paso del tiempo. Este hecho provocó que muchos inversores institucionales extranjeros limitaran su participación en el mercado de capitales, reduciendo la liquidez y profundidad del mismo.

³⁰ Para más detalle sobre el cálculo del costo equivalente puede verse en este mismo trabajo la sección El Cálculo del Costo Equivalente de la URR.

En el siguiente gráfico se expone la evolución de la deuda externa de Chile, pública y privada, en millones de dólares durante el período de los controles, como así también la participación de la deuda externa de corto plazo sobre el total.

Gráfico 19. Evolución de la Deuda Externa de Chile y participación de la Deuda de Corto Plazo (eje der.) 1990-1998.



Fuente: elaboración propia en base a De Gregorio, Edwards & Valdés (2000)

A pesar de la dificultad en reducir la totalidad de influjos de capital, en el gráfico anterior puede observarse una reducción significativa de la participación de la deuda de corto plazo sobre el total. De Gregorio, Edwards & Valdés concluyen entonces que el efecto más significativo y duradero de los controles recayó sobre la composición de los flujos de capital, en favor de un mayor plazo de los mismos.

V.5.2 El caso de Colombia

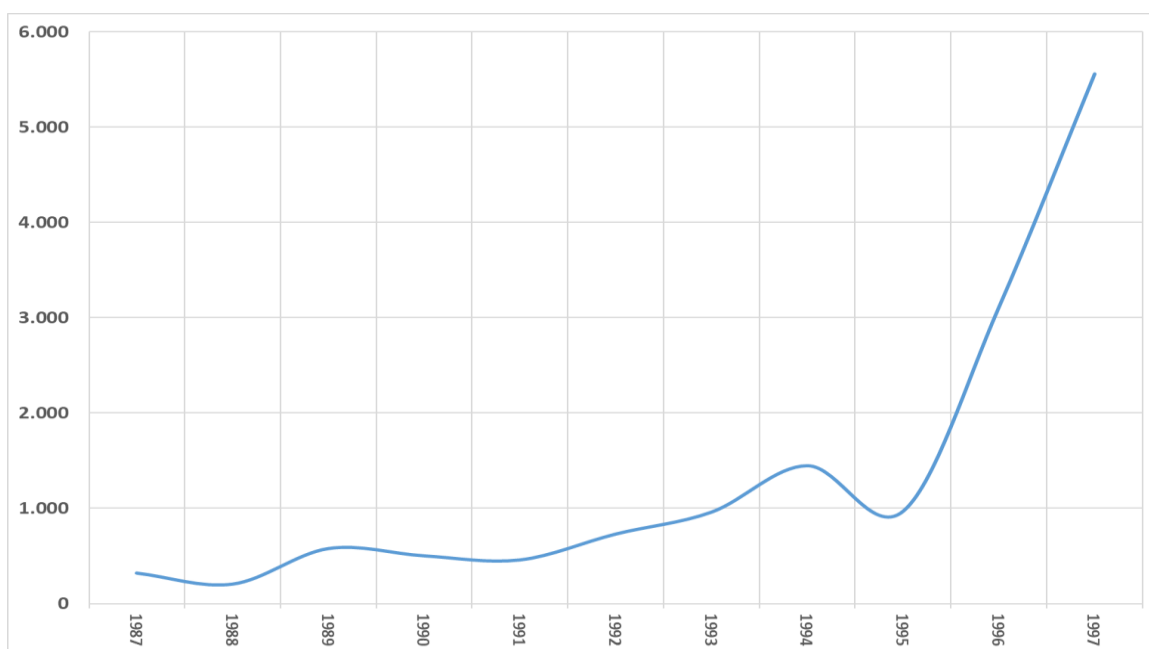
Otro país que experimentó con los controles al ingreso de capital durante los 90s fue Colombia. El país poseía una extensa experiencia en la regulación de la cuenta capital, ya que desde el año

1967 regía algún tipo de control sobre las transacciones permitidas entre residentes y no residentes (Rocha y Mesa, 1998).

A partir del momento de auge del compendio de ideas de corte liberal llamado “Consenso de Washington”, el país se encaminó en una serie de reformas con el objetivo de otorgarle al país un impulso económico.

Estas reformas incluyeron –entre otros aspectos- la liberalización de la cuenta de capital a los flujos externos, factor que, combinado con el diferencial de tasas que ofrecía la economía por esos años fomentaron un importante arribo de capital (Cárdenas & Barrera, 1997).

Gráfico 20. Colombia: Flujo de IED en millones de USD (1987-1997).



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

A partir de septiembre de 1993, las autoridades decidieron establecer un depósito no remunerado al endeudamiento extranjero del sector privado, el cuál en un primer momento fue del 47% del monto a ingresar al país, para maduraciones inferiores a los 18 meses.

Con el transcurso del tiempo y tal como sucedió en el caso chileno, la alícuota, los plazos de estadía mínima, así como la moneda en que se realizaba el depósito fueron variando.

El objetivo sin embargo fue el mismo desde el primer momento: morigerar los efectos nocivos que una excesiva volatilidad en los flujos de capital podían desencadenar sobre las variables económicas. El encaje estuvo vigente hasta el año 2000, cuando finalmente su alícuota fue fijada en un 0% y sus efectos económicos fueron anulados.

La literatura sobre el grado de efectividad que han tenido los controles se encuentra dividida. Mientras que algunos estudios señalan que los controles fueron efectivos tanto en el objetivo de disminuir el nivel total de los flujos de capital, como también en alterar la estructura de los mismos en favor de aquellos de mayor plazo (Ocampo y Tovar, 1999), otros autores señalan que si bien los controles no han sido efectivos en disminuir el volumen total de los flujos que llegaban al país, han tenido un efecto cualitativo sobre la composición de los mismos (Cárdenas y Barrera, 1997; Rocha & Mesa, 1998;), en favor de posiciones de más largo plazo, otorgando más “espacio” a la política monetaria doméstica (Villar y Rincón, 2001).

V.6 Conclusiones sobre objetivos específicos (II).

A lo largo de este capítulo se exploró la naturaleza de los controles al ingreso de capitales implementados por la Argentina. En este sentido, se presentó una explicación detallada del encaje típico que se utiliza para efectivizar el control al ingreso de capitales. Se describió su funcionamiento y se despejó su principal ecuación matemática.

Bajo este marco, se procedió a la evaluación de los controles implementados, explorando no sólo la significatividad de la herramienta sino también su impacto sobre el volumen y la composición de los flujos.

El análisis de la “hoja de ruta” o “check list” en base a variables macroeconómicas clave mostró que la necesidad de establecer controles estaba justificada. Con un objetivo de tipo de cambio

competitivo, el esfuerzo de esterilización supone una tasa de interés doméstica atractiva para el flujo de capitales. Capitales de corto plazo podrían verse tentados de usufructuar esos rendimientos, forzando una apreciación cambiaria, una expansión monetaria con posible impacto en precios, un esfuerzo mayor de esterilización que empujase la tasa de interés o bien una combinación de estos tres efectos.

Se describieron los aspectos normativos más salientes del encaje o reserva no remunerada que se estableció en Argentina, explicando también cuáles fueron sus aspectos más permeables.

Los datos estadísticos muestran que luego de la aplicación de controles el volumen de los flujos de fondos no disminuyó, sino que tuvo un incremento. Sí se observa un “efecto composición” a favor de flujos de más largo plazo en detrimento de flujos de corto plazo, dotando a la economía de una mayor estabilidad.

Estos resultados son similares a los identificados por la bibliografía sobre la experiencia chilena. Controles al ingreso que no correlacionan con una disminución en el arribo de flujos financieros externos, pero que sí desincentivan la llegada de aquellos de corto plazo, que son reemplazados por flujos a más largo plazo. La experiencia de Colombia, si bien tiene resultados disímiles dependiendo el autor y enfoque, también insinúa un comportamiento similar.

VI. CAPÍTULO VI. Conclusiones

VI.1 Revisión

El trabajo ha procurado realizar una descripción sucinta de los desafíos que enfrentan las economías nacionales en el marco de la globalización financiera. Para eso, el primer paso fue realizar un breve recorrido por la historia reciente de las finanzas internacionales. Se explicaron los hechos estilizados de las etapas de patrón oro, de los acuerdos de Bretton Woods y finalmente de la globalización financiera.

A la vez, se fueron desarrollando los abordajes teóricos que permiten encuadrar el devenir de cada etapa, repasando el ajuste de Hume, el Trilema Monetario para economías abiertas y distintas teorías de la corriente estructuralista del pensamiento económico en Latinoamérica en general, Argentina y Brasil en particular.

Desde ese abordaje histórico y teórico, se fue describiendo las distintas posturas sobre la conveniencia de aplicar controles a la cuenta capital del balance de pagos. Las distintas posturas obedecen tanto a la pertenencia a las distintas escuelas de la economía como a cambios de concepción por modificaciones propias del contexto histórico, factores que además tienden a retroalimentarse. Así se mencionaron y documentaron cambios de postura originados en tensiones hacia dentro de las sociedades como también aquellos emanados de los propios organismos internacionales de crédito, como el caso del FMI.

Según el conjunto de ideas de la ortodoxia económica, el crecimiento económico es explicado por la productividad total de los factores empleados en la producción. Por ende, un incremento del capital en la economía tendrá el efecto de incrementar la liquidez, bajar el costo del financiamiento e incrementar la competencia y eficiencia del sistema financiero local, lo que redundará en una mejor asignación de los recursos disponibles.

Esta visión fue ampliamente criticada a partir del surgimiento de innumerables crisis económicas, muchas veces desencadenadas por los súbitos movimientos de capitales especulativos de corto plazo. Hacia finales de la década de 1990, y tras las sucesivas crisis financieras experimentadas a nivel global (México, Asia, Rusia, Argentina, Brasil y Turquía entre otros), varias voces plantearon sus reservas sobre la conveniencia de desregular completamente el ingreso de capitales financieros.

La discusión de los flujos de capital y su regulación no significa necesariamente una novedad, la administración de los mismos fue uno de los pilares sobre los cuales se sostuvo la expansión de la economía mundial en los 30 años posteriores a la segunda guerra mundial.

Tras el quiebre del orden monetario vigente se produjo el pasaje a un sistema de tipos de cambio flexibles y libre movilidad de capitales. Así, se mencionó como los factores de vulnerabilidad que sujetaban a las economías periféricas en una situación de subdesarrollo, viraron desde lo predominantemente comercial a un esquema donde la dependencia financiera y las crisis recurrentes constituyeron un factor insoslayable.

Esta nueva dependencia se verificó de modos diferentes. En primer lugar, mediante un condicionamiento tácito, que se cristalizaba en un incremento del costo de financiamiento impuesto por el mercado a aquellos países que no seguían las políticas “correctas”. Pero también existieron condicionalidades explícitas, para los casos de los acuerdos que propiciaba el Fondo Monetario Internacional a las economías con problemas en sus cuentas externas.

Para el caso particular de nuestro país, los condicionamientos impuestos por el FMI se encuentran muy bien documentados en Brenta (2008). Resumidamente, los acuerdos con el organismo permiten acceder a una línea de asistencia financiera bajo el compromiso del cumplimiento de ciertos objetivos económicos como pueden ser la reducción del déficit fiscal,

la baja de la inflación, la desregulación y/o niveles mínimos de reservas internacionales, entre otros.

De esta manera, y tal como se describió en este trabajo, la globalización financiera impuso sus condiciones. Una vez que la política de liberalización ganó *momentum* y aceptación en la teoría económica imperante, buena parte del interés migró a determinar meramente los causales de estos movimientos financieros, más que sus efectos. Por ejemplo, se explicó un enfoque que definió factores de atracción (endógenos) e impulsión (exógenos) mediante los cuales esquematizar las motivaciones de la oscilación de capital financiero a través de las fronteras.

Se describió también cómo Latinoamérica y la Argentina se insertaron en la globalización financiera. Economías como la Argentina enfrentaron (y enfrentan) trampas de financiamiento y una integración financiera segmentada (Frenkel, 2003a), donde al contrario de lo esperable bajo los preceptos clásicos, la tasa de interés doméstica no tiende a igualarse con la internacional con el ingreso de capitales, sino que en muchos casos se traduce en una creciente vulnerabilidad y desequilibrios a nivel doméstico (devaluación, inflación y recesión económica).

Dentro de este contexto, el instrumental disponible para el hacedor de política económica se vuelve fundamental. Lo señalado es particularmente relevante para economías en desarrollo, donde la utilización de los controles no sólo es viable, sino que puede complementar al resto de las políticas (monetaria, cambiaria, macroprudencial), otorgándoles robustez. Así, el objetivo principal de la política monetaria puede asignarse al control de la inflación, el de la política cambiaria a sostener un tipo de cambio competitivo y estable y el de las medidas macroprudenciales básicamente a controlar el crédito doméstico (Gosh & Qureshi, 2018).

Frente al panorama descrito, algunas economías latinoamericanas pusieron en práctica controles y medidas macro prudenciales que las protegieran de los efectos adversos de los ingresos de capital sobre sus economías domésticas.

Desde el punto de vista teórico, los controles al ingreso de capitales pueden equilibrar la sobreutilización de alguna de estas políticas cuando es muy costoso su ajuste en términos económicos, políticos o sociales.

Por ejemplo, y como fuera señalado a lo largo de este trabajo, frente a un ingreso sustancial de capitales, una política de esterilización podría contener la tendencia a la apreciación del tipo de cambio por un tiempo, pero está será a costa de un mayor nivel de tasa de interés que afectará negativamente a las decisiones de inversión. En el mismo ejemplo, si los controles logran morigerar el nivel de flujos de capitales que ingresan a la economía, el esfuerzo sobre el resto de las herramientas será menor. Además, los controles pueden ser virtuosos en conseguir desalentar la entrada de capitales de más corto plazo, contribuyendo a la estabilidad macroeconómica.

Durante la exposición se utilizó el marco lógico esquemático propuesto por el FMI para procurar contextualizar la decisión de aplicar controles desde la perspectiva del ejecutor. Se presentó y describió la forma típica que toman los controles, las reservas no remuneradas, y se explicó como impactan en los flujos de capitales de corto y largo plazo. En el aspecto metodológico, y siguiendo algunos trabajos de referencia en la materia, se presentaron los cálculos matemáticos que permiten obtener la tasa equivalente de la reserva no remunerada de capital.

Seguidamente se avanzó en el estudio del caso argentino. Se presentó y estudió la normativa que instituyó los controles y se procedió al cálculo de la tasa equivalente. También se hizo referencia a las normas que establecieron excepciones. Como primer hallazgo, los controles se mostraron significativos, en especial para los ingresos de corto plazo donde la tasa equivalente tomaba valores más elevados, teniendo un impacto marginal a medida que los ingresos eran de mayor plazo.

En segundo lugar, se evidenció a partir de la información estadística recopilada y relativa al período estudiado que el volumen de capitales que llegó a nuestro país no disminuyó, sino que por el contrario se fue incrementando. Esta situación permitió extraer la segunda de las conclusiones: los controles no fueron suficientes para reducir el volumen total de los ingresos de capitales financieros.

En tercer lugar, sí se observó un cambio de composición, reduciéndose los ingresos de operaciones de corto plazo, en favor de la participación de ingresos de más largo plazo. Así, los controles mostraron eficacia para influir sobre el tipo de flujos financieros que recibió el país, priorizando aquellos de mayor duración.

Se describió y estudió brevemente las experiencias de países vecinos como Chile y Colombia en materia de controles al ingreso de capitales. Se hizo referencia a la bibliografía en la materia y se detallaron sus principales características: tipo de control, alícuotas, plazos, cálculo de la tasa equivalente, efectos sobre los flujos tanto en volumen como en composición, etc.

Si bien la implementación de controles al ingreso de capital se ubica casi una década atrás, las conclusiones mantienen su vigencia. Como se mencionara en la introducción, hacia finales de 2015 la Argentina implementó un esquema económico que buscó estabilizar su tipo de cambio y su oferta monetaria con un esfuerzo de tasa de interés que atrajo cuantiosos fondos externos en busca de obtener un rédito en el diferencial de tasas o *carry trade*.

Dentro de esta estrategia, una de las primeras medidas de política económica fue el desmantelamiento de los controles al ingreso de capital vigentes hasta entonces. El 18 de Diciembre de 2015 fue publicada la Resolución 3/2015 del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas³¹, eliminando la alícuota del 30% y estableciendo la reducción del plazo de estadía mínima de capitales que ingresaban al país de los 365 a los 120 días. Luego, el 5 de enero de

³¹ <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=257038>

2017, el entonces Ministro Dujovne dispuso a través de la Resolución 1/2017³² que dicha estadía se redujera a cero, tornando al instrumento completamente inefectivo.

Ambas Resoluciones, incluyen dentro de sus considerandos el *leitmotiv* de la medida: “*se eliminaron las distorsiones al comercio exterior y se restablecieron las relaciones financieras con el resto del mundo.*”. Cabe preguntarse aquí si la desregulación o la inserción irrestricta son fines en sí mismos de la política económica o más bien conviene pensarlos como medios para alcanzar un desarrollo económico sostenible.

Al cabo de un par de años, la reversión propia de este tipo de financiamiento de corto plazo desencadenó una fuerte devaluación, un ascenso de la inflación, el pedido de rescate al FMI y un reperfilamiento con posterior default y renegociación de la deuda externa argentina. La Argentina salió de la cesación de pagos tan solo para regresar algunos años más tarde. En el medio, el país quedó severamente endeudado y sus posibilidades de repago no lucían auspiciosas.

Desde ya que todas las consecuencias que se mencionan no obedecen exclusivamente a la ausencia de controles. Como fuera explicado en este trabajo, los controles no pueden sustituir a la estabilidad macroeconómica que se logra con políticas fiscales, monetarias y cambiarias consistentes.

No obstante, la experiencia bajo estudio abona la idea que los controles son útiles en morigerar los efectos de un desbalance temporal, dotando a la economía de una menor volatilidad.

En definitiva, el presente trabajo realizó una aproximación a la problemática de la globalización financiera de una manera combinada. En primer lugar, describiendo como los distintos arreglos o configuraciones que toma el sistema monetario internacional son el resultado de un proceso

³² <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/270000-274999/270401/norma.htm>

histórico y social, y en este entendimiento tienden a reflejar las tensiones existentes entre las naciones del centro y aquellas de la periferia y a su vez, entre los equilibrios domésticos y externos de cada país.

En segundo lugar, enfatiza la necesidad de otorgar a los controles de capital un lugar en el instrumental del hacedor de política económica. Esto demanda el ejercicio de despojarse de visiones dogmáticas que durante décadas han sido impartidas desde las instituciones encargadas de regular las finanzas y la economía mundial.

Los controles de capital constituyen no sólo un instrumento válido sino también necesario a la hora de administrar las tensiones sobrevivientes que la mayor integración financiera de las últimas décadas ha puesto de manifiesto.

VI.2 Futuras líneas de investigación

VI.2.1 Rigidez versus flexibilidad

El presente trabajo de investigación ha pretendido abordar la cuestión de la inserción financiera desde una aproximación combinada. Sin embargo, los hallazgos descriptos parecen indicar que existiría espacio para ganar en precisión en el desarrollo y calibración de las herramientas elegidas.

El sistema de encaje no remunerado con estadía mínima parece cumplir satisfactoriamente el propósito de alargar los plazos de inversión, pero carece *per se* de capacidad para morigerar dinámicamente los cambios en las condiciones “pull” y “push” que afectan el arribo de capitales al país.

La ineffectividad de la reserva no remunerada de capital en disminuir los flujos totales de ingresos de capital puede atribuirse a un efecto de “stock acumulado” y a la recuperación económica que experimentaba la Argentina por esos años.

Sin embargo, también es preciso señalar que el diseño de un porcentaje de encaje (30%) junto a un plazo de estadía mínima (1 año) fijos le restan flexibilidad al instrumento para adaptarse a las cambiantes condiciones de las finanzas mundiales.

En este sentido, la baja significatividad de la tasa equivalente para los años subsiguientes a la crisis mundial desatada en 2008 es en parte consecuencia de la abrupta baja de la tasa de interés mundial que sobrevino a dicho suceso, pero también de la falta de actualización de la alícuota y el plazo mínimo de estadía. Esta situación derivó en que su potencialidad como elemento disuasivo al ingreso de capitales mermara considerablemente.

Se señala entonces el espacio para investigar las virtudes de experiencias recientes con esquemas más flexibles como el implementado en Brasil en años recientes, mediante su *Imposto sobre Operações Financeiras* (IOF). Este impuesto establece alícuotas diferenciales para un conjunto de operaciones financieras, distinguiéndolas por tipo y sentido de los flujos (ingreso o egreso).

El esquema parece otorgar un mayor grado de flexibilidad que aquel bajo estudio en el presente trabajo, con alícuotas que van del 0,38% al 7.38% según el tipo de transacción³³. La dificultad común remanente que enfrentan ambos esquemas es que la tasa de interés mundial sigue siendo una variable exógena.

Al respecto, desde hace algunos años las finanzas mundiales han pasado a moverse en un terreno de tasas de interés nominales negativas, es decir que el umbral “lógico” de tasas al 0%

³³ Ver <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/12/11/iof-imposto-sobre-operacoes-financeiras-taxa-valor-onde-e-aplicado.htm>

ha dejado de ser una referencia válida para fijar alícuotas y por ende los correspondientes costos de oportunidad.

Ilustración 8: Matriz de tasas de interés en economías desarrolladas. Abril de 2021.

Country	6-Mo	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year	6-Year	7-Year	8-Year	9-Year	10-Year	20-Year
Switzerland	-0.85	-0.76	-0.78	-0.74	-0.65	-0.58	-0.52	-0.48	-0.40	-0.33	-0.28	-0.04
Germany	-0.64	-0.64	-0.70	-0.72	-0.69	-0.61	-0.57	-0.50	-0.43	-0.35	-0.26	0.02
Netherlands	-0.63		-0.69	-0.71	-0.68	-0.61	-0.54	-0.45	-0.37	-0.29	-0.21	0.18
Finland			-0.67								-0.06	
Austria		-0.67	-0.66	-0.62	-0.55	-0.47	-0.43	-0.34	-0.23	-0.13	-0.04	0.39
France	-0.62	-0.62	-0.65	-0.62	-0.54	-0.55	-0.36	-0.26	-0.16	-0.09	-0.01	0.49
Slovakia			-0.58			-0.47	-0.39		-0.24	-0.28	-0.10	
Belgium	-0.62	-0.62	-0.67	-0.62	-0.56	-0.48	-0.38	-0.29	-0.19	-0.09	0.05	0.54
Denmark			-0.52								0.02	
Slovenia		-0.73	-0.66	-0.62		-0.45		-0.23	-0.13		0.06	0.62
Ireland	-0.55	-0.59		-0.57	-0.52	-0.44	-0.34	-0.25	-0.13		0.10	0.39
Japan	-0.11	-0.13	-0.13	-0.14	-0.13	-0.11	-0.08	-0.05	-0.01	0.04	0.07	0.44
Portugal	-0.57	-0.60	-0.55	-0.49	-0.33	-0.25	-0.08	0.04	0.13	0.29	0.40	0.74
Spain	-0.56	-0.53	-0.49	-0.40	-0.35	-0.24	-0.05	0.02	0.21	0.33	0.40	1.04
Cyprus			-0.45	-0.36		-0.01		0.13			0.41	
Malta	-0.47	-0.40		-0.28		-0.12					0.47	1.13
Bulgaria		-0.30		-0.28		-0.02		0.20			0.15	
Italy	-0.49	-0.42	-0.34	-0.21	0.02	0.10	0.36	0.44	0.60	0.76	0.79	1.53
Sweden			-0.30								0.36	
Greece	-0.30					0.10					0.91	1.34
Croatia		-0.08		0.13		0.18					0.56	
Poland		-0.05	0.07	0.28	0.54	0.82	1.01	1.17	1.42	1.42	1.55	
Czech Republic		-0.34	0.58	0.97	0.92	1.33	1.48	1.53	1.65	1.70	1.77	2.23

Fuente: Charles Bilello (@charliebilello). 26 de abril de 2021. Recuperado de: <https://twitter.com/charliebilello/status/1386679775465549825>

VI.2.2 ¿Trilema o dilema? Implicancias para economías periféricas.

En años recientes, trabajos como el de H el ene Rey (2018) han planteado una revisión del Trilema monetario para economías abiertas que ha sido utilizado como marco conceptual para el presente estudio.

El planteo sugiere que, a raíz de la evolución en las finanzas mundiales, en especial su emergente dimensión y predominancia sobre otras esferas, se ha vuelto cuestionable la creencia alrededor de las posibilidades que ofrece un esquema cambiario flexible como amortiguador de los flujos de capital, planteando una relación más directa entre condiciones de liquidez internacional y la capacidad de implementar una política monetaria autónoma.

Se destaca como el contexto de liquidez y riesgo en las economías centrales condicionan el ciclo financiero global, con su correspondiente correlato evidenciado en los precios de los activos y el crecimiento del crédito.

La línea de investigación planteada tiene sus implicancias para las economías periféricas. Al respecto puede ser de interés indagar alrededor del crecimiento cuantitativo de la esfera financiera *vis a vis* la esfera comercial o de inversión. También, si el peso relativo de las capacidades regulatorias de cada país pierde significatividad frente a una *marea* de flujos de capital globales, parecería existir un argumento más a favor de incrementar el número de herramientas disponibles para el hacedor de política económica.

VI.2.3 Recomendaciones: una estrategia

Desde los países receptores y por fuera de las cuestiones instrumentales, parece deseable contar con algún tipo de estrategia de inserción que trascienda el corto plazo. Para aquellos países que han recurrido sistemáticamente al endeudamiento público para hacer frente a sus desequilibrios parece también corresponder la centralidad de contar con una estrategia de deuda.

En línea con lo señalado, la UNCTAD³⁴ y el Banco Mundial³⁵ han publicado oportunamente ciertos principios y herramientas que permiten un manejo responsable del endeudamiento público, con una visión de mediano plazo.

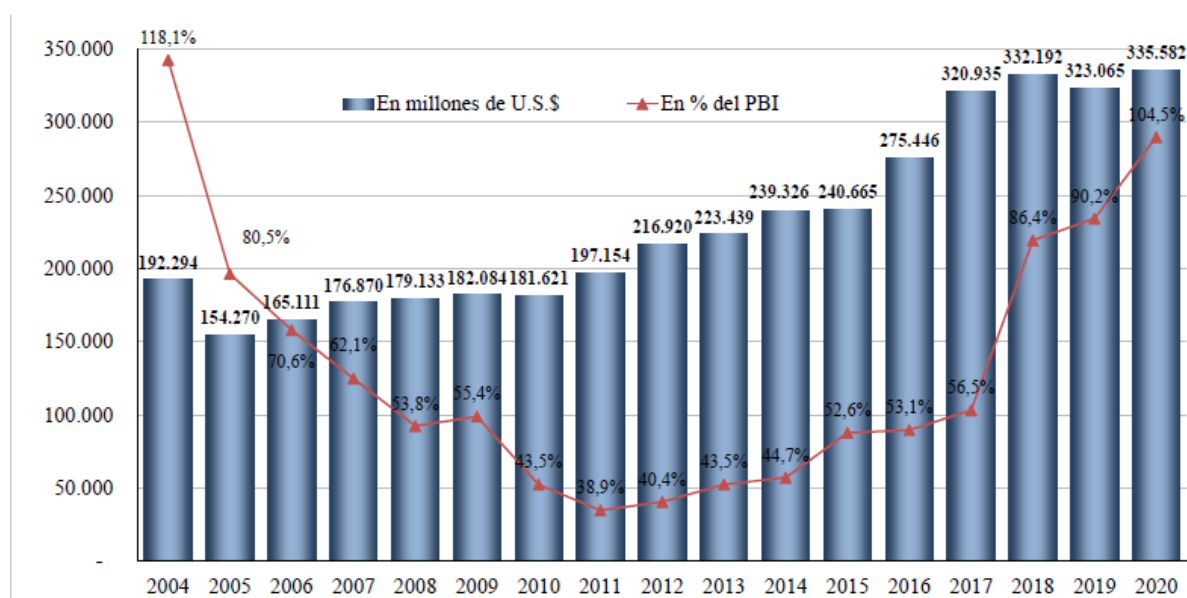
En la Argentina, y durante el auge de los ciclos de ingreso de capital que ha experimentado el país, el endeudamiento público usualmente ha cumplido un rol fundamental. En el último episodio de endeudamiento que tuvo lugar a partir de diciembre de 2015, la Deuda Bruta de la

³⁴ Ver documento. UNCTAD. Principios sobre promoción de otorgamiento y toma responsable de préstamos soberanos. Enero de 2012

³⁵ Ver Documento Banco Mundial. Metodología de la herramienta de evaluación del desempeño en la gestión de deuda (DeMPA). Año 2015.

Administración Central pasó a representar del 52,6% del PBI al 90,2% en 2019, mostrando un incremento de U\$D 82.500 millones.

Gráfico 21. Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central. Millones de USD y % del PBI.



Fuente: Secretaría de Finanzas Informe Trimestral de Deuda - Presentación gráfica de la deuda al IV Trimestre 2020.

Más allá del orden de magnitudes, sorprende que un país que ha caído en 2 episodios de default en los últimos 20 años (2001, 2019)³⁶ no posea una estrategia de deuda, como fue destacado por la Auditoría General de la Nación en su informe publicado en el año 2019³⁷.

Así, los principios de transparencia y divulgación de información de UNCTAD se ven seriamente cercenados ya que la estrategia de gestión de deuda actúa como un marco para

³⁶ En 2014, la Argentina fue declarada en “default selectivo” en el medio de un fallo judicial en jurisdicción extranjera que la intimaba a acordar con los “holdout” de las propuestas de canje anteriores. Sin embargo, la capacidad y la voluntad de repago del país no obedecieron a una cuestión económica, por lo que lo acontecido no es asimilable con los otros 2 episodios señalados.

³⁷ Ver Documento Auditoría General de la Nación (AGN). Examen Especial – Análisis del Desempeño del Programa 22 – Secretaría de Finanzas. Marzo de 2019.

interpretar la información puesta a disposición de los ciudadanos, y de alguna forma la complementa.

En el mismo sentido, la herramienta de evaluación del desempeño en la gestión de la deuda (DEMPA, por sus siglas en inglés) propuesta por el Banco Mundial, remarca la deseabilidad de que la estrategia de deuda esté respaldada y sea obligatoria desde el marco legal, procurando que sea correctamente incorporada por la estructura administrativa y que cumpla con ciertos requisitos mínimos que aseguren su calidad.

Contar con una estrategia de deuda permite, entre otras cuestiones, trabajar en la evaluación continua de su sostenibilidad, concepto clave que pone de manifiesto las decisiones intertemporales involucradas, y por ende su relevancia en la agenda pública.

VI.3 Palabras finales

El presente trabajo pretendió contribuir al abordaje de una problemática vigente: como hacer concordantes las estrategias económicas nacionales en el marco de un mundo financiero globalizado.

Se le atribuye a Séneca la frase *“para el que no sabe hacia dónde navega, ningún viento es favorable”*. Así, políticas macroeconómicas consistentes en el marco de una estrategia bien definida de inserción financiera internacional probablemente contribuyan a que las herramientas escogidas cumplan con los objetivos esperados.

Entre los extremos de desvinculación financiera e inserción irrestricta a los mercados globales existen un número considerable de opciones intermedias plausibles de ser calibradas para evitar caer en ciclos de euforia y crisis tan marcados.

La Argentina ha experimentado en carne propia y desde hace décadas las vicisitudes de opciones polares que no parecen conducir hacia un escenario de crecimiento y desarrollo

económico. Tras un nuevo episodio de default en el año 2019 -el tercero en veinte años- parece propicio generar consensos alrededor de un sendero posible.

Poner en consideración los alcances y limitaciones de herramientas que permitan graduar la inserción financiera es una condición necesaria que probablemente deba estar sobre la mesa de discusión.

VII. Referencias

VII.1 Referencias Bibliográficas

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 488-500.
- Arceo, E. (2005). El impacto de la globalización en la periferia y las nuevas y viejas formas de dependencia en América Latina. *Cuadernos del CENDES*, Año 22, N° 60, 25-61.
- Arestis, P., & Basu, S. (2004). Financial globalisation and regulation. *Research in International Business and Finance*, 129-140.
- Barrera, M., Bona, L., Manzanelli, P., & Wainer, A. (2015). *El ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales. De la dictadura militar a los fondos Buitre*. Buenos Aires: Colección Papeles de Investigación, Area de Economía y Tecnología de FLACSO.
- Bastourre, D., & Zeolla, N. (2017). Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo. *CEPAL - Serie Estudios y Perspectivas*.
- Basualdo, E., & Kulfas, M. (2002). La fuga de capitales en la Argentina . En *La Globalización Económico Financiera. Su impacto en América Latina*. Buenos Aires: CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.
- Bergendahl, G. (1985). The Euromarket and OPEC oil Revenues A study of banking intermediation. *Oxford Institute for Energy Studies*.
- Braun, O., & Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico - Estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico - IDES*, 585-604.
- Brenta, N. (2008). *Argentina atrapada. Historia de las relaciones con el FMI 1956-2006*. Buenos Aires: Ediciones Cooperativas.
- Buchanan, J. (1968). *The Demand and Supply of Public Goods*. Virginia: Rand McNally & Company.

- Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital-Markets Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 35-54.
- Cárdenas, M., & Barrera, F. (1997). On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s. *Journal of Development Economics*, vol. 54, 27-57.
- Cardoso, F., & Faletto, E. (1969). *Dependencia y Desarrollo en América Latina*. Ciudad de México: Siglo XXI.
- Chinn, M., & Ito, H. (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *NBER Working Paper 11370*.
- Comisión Especial de la Cámara de Diputados 2001, . (2005). *Fuga de divisas en la Argentina*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Damill, M. (2005). La economía y la política económica: del viejo al nuevo endeudamiento. En M. Damill, & J. Suriano. Buenos Aires: Sudamericana.
- De Gregorio, J., Edwards, S., & Valdés, R. (2000). Controls on Capital Inflows: Do they Work?
- Diamand, M. (1972). La Estructura Productiva Desequilibrada: Argentina y el Tipo de Cambio. *Revista Desarrollo Económico*, Vol. 12, n° 45.
- Diamand, M. (1983). *El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?* Buenos Aires: Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES).
- Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, vol. 19, 1-24.
- Dierckx, S. (2011). *The IMF and capital controls: towards postneoliberalism?* Reykjavik: Paper presented at the 6th ECPR General Conference.
- Dooley, M., & Kletzer, K. (1994). Capital flight, external debt and domestic policies. *NBER Working Paper Series- WP N° 4793*.

- Eichengreen, B. (1989). The Gold Standard Since Alec Ford. *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper No. 3122.
- Eichengreen, B. (2004). Global Imbalances and the lessons of Bretton Woods. *NBER Working Paper N° 10497*.
- Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital: A History of The International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press.
- Epstein, G. (2005). Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries. United States: Edward Elgar Publishing.
- Faletto, E. (1989). La especificidad del Estado en América Latina. *Revista de la CEPAL n° 38*, 161-200.
- Fernández-Arias, E., & Montiel, P. (1996). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 1*, 51-77.
- Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money*. New York: The Macmillan Co.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *Staff Papers - International Monetary Fund, Vol. 9, No. 3*, 369-380.
- Frenkel, R. (1981). Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital. *Estudios Cedes*.
- Frenkel, R. (2003a). *Del auge de los flujos de capital a las trampas financieras*. Buenos Aires: CEPAL.
- Frenkel, R. (2003b). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL n°80*, 41-54.
- Frenkel, R. (2004). Políticas macroeconómicas para el crecimiento y el empleo. *Capítulo II de OIT, Oficina regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de*

Empleo del MERCOSUR, Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.

Freund, C., & Pierola, M. D. (2008). Export Surges The power of a competitive currency.

World Bank Policy Research Working Paper n° 4750.

Furtado, C. (1963). *Formación Económica del Brasil*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica.

Gallego, F., Hernández, L., & Schmidt-Hebbel, K. (2002). Capital Controls in Chile: Were They Effective? En B. C. Chile, *Banking, Financial Integration, and International Crises* (págs. 361-412). Santiago de Chile: Banco Central de Chile.

Gosh, A., & Qureshi, M. (2018). *Taming the Tide of Capital Flows A Policy Guide*. MIT Press Books, The MIT Press, edition 1, volume 1.

Griffith-Jones, S. (2000). International Capital Flows to Latin America. *Serie Reformas Económicas n° 55 - CEPAL*.

Hopenhayn, B., & Merighi, J. (1998). Movimientos de capitales en la Argentina: factores externos e internos. Contribución al análisis de los factores de impulsión y atracción: 1991-1995. *Desarrollo Económico vol. 38*, 105-121.

Hopenhayn, B., & Vanoli, A. (2002). *La Globalización Financiera: génesis, auge, crisis y reforma*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.

Hume, D. (1752). On The Balance of Trade. *Essays, Moral, Political and Literary, vol. 1, 1898 edition*.

International Monetary Fund. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: *IMF Occasional Paper N° 220*.

Jahan, S., & Wang, D. (2016). Capital Account Openness in Low-income Developing Countries: Evidence from a New Database. *IMF Working Paper 16/252*.

- Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 5, 1449-1475.
- Kaminsky, L., & Schmuckler, S. (2003). Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *IMF Working Paper 03/34*.
- Katz, J., & Kosacoff, B. (1989). *El proceso de industrialización en la Argentina: evolución, retroceso y prospectiva*. (C. O. Aires, Ed.) Buenos Aires: Centro Editor de América Latina.
- Korinek, A. (2011). Hot Money and Serial Financial Crises. *IMF Economic Review*, vol. n° 59, 306-339.
- Krueger, A. (1990). Government Failures in Development. *The Journal of Economic Perspectives*, 9-23.
- Lane, P., & Milesi-Ferretti, G. M. (2017). International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Working Paper 17/115*.
- Levine, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*, Vol. 9, 688-702.
- McKinnon, R. I. (1993). The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective. *Journal of Economic Literature*, 1-44.
- Mondria, J., & Wu, T. (2011). Familiarity and Surprises in International Financial Markets: Bad news travels like wildfire, good news travels slow. *2012 Meeting Papers 50*, *Society for Economic Dynamics*.
- Muller, A., & Benassi, A. (2013). Default y reestructuración ¿cuál fue la real quita de la deuda pública argentina? *CESPA. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Buenos Aires*.
- Mundell, R. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 475-485.

- Mundell, R. (1969). *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Nurkse, R. (1947). *International Currency Experience: Lessons of the Inter-war Period*. United Nations.
- Obstfeld, M. (1998). The global Capital Market: Benefactor or Menace? *NBER Working Paper 6559*.
- Ocampo, J. A. (2003). Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries. *CEPAL. Serie Informes y Estudios Especiales*.
- Ocampo, J. A., & Tovar, E. (1999). Price Based capital account regulations: the Colombian experience. *Serie Financiamiento del Desarrollo CEPAL*, vol. 87.
- Ostry, J., Gosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., & Reinhart, D. (2010). Capital Inflows : The Role of Controls. *IMF Staff Position Notes*, 29.
- Portantiero, J. C. (1973). Clases dominantes y crisis política en la Argentina actual. En O. Braun, *El capitalismo argentino en crisis* (págs. 73-117). Buenos Aires: Siglo XXI.
- Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas* (1998 ed., Vols. Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL. Textos seleccionados. Volumen I, CEPAL-Fondo de Cultura Económica.). Santiago de Chile: CEPAL.
- Quinn, D., & Tayoda, A. M. (2008). Does Capital Account Liberalization lead to Growth? *The Review of Financial Studies* v21 n3 - Oxford University.
- Rapoport, M. (2010). *Las políticas económicas de la Argentina. Una breve historia*. Buenos Aires: Booket.
- Rey, H. (2018). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Independence. *NBER Working Paper 21162*.

- Ricardo, D. (2015). *On the Principles of Political Economy, and Taxation*. (C. U. Press, Ed.)
Cambridge: Jhon Murray (1817).
- Rocha, R., & Mesa, F. (1998). Flujos internacionales de capital en Colombia: un enfoque de portafolio. *Desarrollo y Sociedad*, 12-57.
- Rodrik, D., & Velasco, A. (1999). Short-Term Capital Flows. *National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper n° 7634*.
- Schmukler, S. (2003). Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. *World Bank Development Research Group*.
- Simon, H. (1990). A mechanism for social selection and successful altruism. *Science*, 1665-1668.
- Smith, A. (2011 - año de publicación original 1776-). *La riqueza de las Naciones*. (C. R. Braun, Trad.) Madrid, España: Alianza Editorial.
- Stiglitz, J. (2004). Capital-market Liberalization, Globalization and the IMF. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, 57-71.
- Stiglitz, J. (2010). Contagion, Liberalization, and the Optimal Structure of Globalisation. *Journal of Globalization and Development*, Volume 1, Issue 2.
- Stiglitz, J. E. (1993). The Role of the State in Financial Markets. *The World Bank Economic Review*, 7 (suppl 1), 19-52.
- Tinbergen, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company. Obtenido de <https://repub.eur.nl/pub/15884/>
- Tobin, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal*, 153-159.
- Triffin, R. (1960). *Gold and the dollar crisis: the future of convertibility*. New Haven: Yale University Press.

Ubel, P. (2009). *Free market madness: why human nature is at odds with economics-and why it matters*. Boston: Harvard Business School Press.

Valdés-Prieto, S., & Soto, M. (1998). The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile. *Empirica*, vol 25, 133-164.

Villar, L., & Rincón, H. (2001). Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los 90. *Ensayos sobre política económica - Banco de la República Colombia*, 5-71.

Whale, P. (1937). The Working of the Pre-War Gold Standard. *Economica, New Series, Vol. 4, No. 13*, 18-32.

World Bank. (2001). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts.

VII.2 Documentos

Auditoría General de la Nación (AGN). Examen Especial – Análisis del Desempeño del Programa 22 – Secretaría de Finanzas. Marzo de 2019. Disponible en: <https://www.agn.gov.ar/informes/analisis-del-desempeno-del-programa-22-secretaria-de-finanzas>

Banco Central República Argentina (BCRA). Informe de Política Monetaria. Enero de 2017. Disponible en: http://www.bcra.gov.ar/pdfs/politicamonetaria/ipom_enero_2017.pdf

Banco Mundial. Metodología de la herramienta de evaluación del desempeño en la gestión de deuda (DeMPA). Año 2015. Disponible en: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/791931468198004564/pdf/96671-SPANISH-WP-PUBLIC-Box393246B-2015-DeMPA-Sp.pdf>

Fondo Monetario Internacional (FMI). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER). Año 2019. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>

Fondo Monetario Internacional (FMI). Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6). 2009. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

JP Morgan. Introducing the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index. Methodology brief. Disponible en: <https://faculty.darden.virginia.edu/liw/emf/embi.pdf>

Secretaría de Finanzas. Informes Trimestrales de Deuda. Presentación gráfica de la deuda al IV Trimestre 2020. Disponible en: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/presentacion_grafica_de_la_deuda_31-12-2020.pdf

República Argentina. Oferta de Canje. Anuncio Final. 18 de marzo 2005. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/canje2005>

República Argentina. Culminación de Liquidación Final. 27 de septiembre de 2010. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/canje2010>

UNCTAD. Principios sobre promoción de otorgamiento y toma responsable de préstamos soberanos. Enero de 2012. Disponible en: https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf2012misc1_sp.pdf

VII.3 Normativa

AFIP Resolución General 3210/2011. Disponible en: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/185000-189999/188904/norma.htm>

BCRA Comunicación A N°4359.10/6/2005. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4359.pdf>

BCRA Comunicación A N° 5239. 28/10/2011. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/A5239.pdf>

BCRA Comunicación A 5865. 28/12/2015. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A5865.pdf>

BCRA Comunicación A 6576. 1/10/2018. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A6576.pdf>

Decreto N° 616/2015. Disponible en: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/105000-109999/106969/norma.htm>

Ley N° 21.526 de Entidades Financieras. Disponible en: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/16071/texact.htm>

Resolución N°637/2005. Disponible en: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/110000-114999/111379/norma.htm>

VII.4 Notas Periodísticas

Inflación no cede y BCRA sigue con la supertasa. *Ámbito*. 28/6/2017. Disponible en: <https://www.ambito.com/edicion-impresa/inflacion-no-cede-y-bcra-sigue-la-supertasa-n3988108>

El Central llevó las tasas de Lebac a casi el 27% anual. *Infobae Profesional*. 14/7/2017. <https://www.iprofesional.com/notas/252781-lebac-tasa-titulos-publicos-El-Banco-Central-llevo-las-tasas-de-Lebacs-a-casi-el-27-anual-.amp>

Recalibrar las metas las acerca a las expectativas del mercado. *El Cronista*. 29/12/2017. <https://www.cronista.com/columnistas/Recalibrar-metas-las-acerca-a-las-expectativas-del-mercado-20171229-0029.html>

Cronología del año que la Argentina volvió al FMI. *Infobae*. 25/12/2018. <https://www.infobae.com/economia/2018/12/25/cronologia-del-ano-que-la-argentina-olvio-al-fondo-monetario-internacional/>

La Bomba de las LEBACS Página 12.8/6/2018
<https://www.pagina12.com.ar/120313-la-bomba-de-las-lebac>

Claves para entender que es el Supermartes de las LEBACS. *Clarín*. 17/7/2018. https://www.clarin.com/economia/economia/claves-entender-supermartes-lebac_0_ryUzbPjX7.html

El cepo al dólar llegó en 2011 y ningún gobierno pudo sacarlo sin sufrir inflación y fuga: 10 hitos clave. *Infobae Profesional*. 7/9/2020. <https://www.iprofesional.com/economia/323023-ningun-gobierno-saco-un-cepo-al-dolar-sin-problemas-10-hitos-clave#:~:text=1.,y%20posteriormente%20al%2020%25>

O que é o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras)? Onde o IOF é aplicado? *UOL*. 11/12/2019. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/12/11/iof-imposto-sobre-operacoes-financeiras-taxa-valor-onde-e-aplicado.htm>

VII.5 Sitios webs

Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) www.afip.gob.ar

Auditoría General de la Nación (AGN) www.agn.gob.ar

Banco Central de la República Argentina (BCRA) www.bcra.gov.ar

Banco Mundial (BM) www.bancomundial.org

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) www.cepal.org

Fondo Monetario Internacional (FMI) www.imf.org

Global Rates www.global-rates.com

Información Legislativa www.infoleg.gob.ar

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) www.indec.gob.ar

JP Morgan www.jpmorgan.com

Ministerio de Economía – Información Económica al Día <https://www.economia.gob.ar/datos/>

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) <https://unctad.org/es>

VIII. Anexos

VIII.1 Evolución de la tasa aproximada equivalente al encaje no remunerado 2005-2011.

Meses (t)	U _t (tasa aproximada equivalente)						
	jun-05	jun-06	jun-07	jun-08	jun-09	jun-10	jun-11
1	18,35%	26,73%	27,24%	15,06%	3,47%	1,77%	1,73%
2	9,17%	13,37%	13,62%	7,53%	1,74%	0,88%	0,87%
3	6,12%	8,91%	9,08%	5,02%	1,16%	0,59%	0,58%
4	4,59%	6,68%	6,81%	3,77%	0,87%	0,44%	0,43%
5	3,67%	5,35%	5,45%	3,01%	0,69%	0,35%	0,35%
6	3,06%	4,46%	4,54%	2,51%	0,58%	0,29%	0,29%
7	2,62%	3,82%	3,89%	2,15%	0,50%	0,25%	0,25%
8	2,29%	3,34%	3,41%	1,88%	0,43%	0,22%	0,22%
9	2,04%	2,97%	3,03%	1,67%	0,39%	0,20%	0,19%
10	1,83%	2,67%	2,72%	1,51%	0,35%	0,18%	0,17%
11	1,67%	2,43%	2,48%	1,37%	0,32%	0,16%	0,16%
12	1,53%	2,23%	2,27%	1,26%	0,29%	0,15%	0,14%
13	1,41%	2,06%	2,10%	1,16%	0,27%	0,14%	0,13%
14	1,31%	1,91%	1,95%	1,08%	0,25%	0,13%	0,12%
15	1,22%	1,78%	1,82%	1,00%	0,23%	0,12%	0,12%
16	1,15%	1,67%	1,70%	0,94%	0,22%	0,11%	0,11%
17	1,08%	1,57%	1,60%	0,89%	0,20%	0,10%	0,10%
18	1,02%	1,49%	1,51%	0,84%	0,19%	0,10%	0,10%
19	0,97%	1,41%	1,43%	0,79%	0,18%	0,09%	0,09%
20	0,92%	1,34%	1,36%	0,75%	0,17%	0,09%	0,09%
21	0,87%	1,27%	1,30%	0,72%	0,17%	0,08%	0,08%
22	0,83%	1,22%	1,24%	0,68%	0,16%	0,08%	0,08%
23	0,80%	1,16%	1,18%	0,65%	0,15%	0,08%	0,08%
24	0,76%	1,11%	1,14%	0,63%	0,14%	0,07%	0,07%
25	0,73%	1,07%	1,09%	0,60%	0,14%	0,07%	0,07%

26	0,71%	1,03%	1,05%	0,58%	0,13%	0,07%	0,07%
27	0,68%	0,99%	1,01%	0,56%	0,13%	0,07%	0,06%
28	0,66%	0,95%	0,97%	0,54%	0,12%	0,06%	0,06%
29	0,63%	0,92%	0,94%	0,52%	0,12%	0,06%	0,06%
30	0,61%	0,89%	0,91%	0,50%	0,12%	0,06%	0,06%
31	0,59%	0,86%	0,88%	0,49%	0,11%	0,06%	0,06%
32	0,57%	0,84%	0,85%	0,47%	0,11%	0,06%	0,05%
33	0,56%	0,81%	0,83%	0,46%	0,11%	0,05%	0,05%
34	0,54%	0,79%	0,80%	0,44%	0,10%	0,05%	0,05%
35	0,52%	0,76%	0,78%	0,43%	0,10%	0,05%	0,05%
36	0,51%	0,74%	0,76%	0,42%	0,10%	0,05%	0,05%

VIII.2 Excepciones a los controles

N°	NORMA	DESCRIPCIÓN	ENLACE
1	Comunicación A 4377/2005 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (B.C.R.A.)	EXCEPCIÓN A LOS INGRESOS DE ENDEUDAMIENTOS CON ORGANISMOS MULTILATERALES Y BILATERALES DE CRÉDITO Y CON LAS AGENCIAS OFICIALES DE CRÉDITO (ENTRE OTROS)	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4377.pdf
2	Comunicación A 4447/2005 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA)	EXCEPCIÓN A LOS APORTES DE INVERSIONES DIRECTAS Y VENTAS DE PARTICIPACIONES DE EMPRESAS.	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4447.pdf
3	Comunicación A 4633/2007 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (B.C.R.A.)	LIBERACIÓN DE LA RESERVA PARA CRÉDITOS CAPITALIZADOS.	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4633.pdf
4	Comunicación A 4711/2007 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (B.C.R.A.)	EXCEPCIÓN A DE LOS LÍMITES MÁXIMOS EN SIEMPRE QUE LOS FONDOS SE UTILICEN PARA LA COMPRA DE ACTIVOS NO FINANCIEROS O APORTES DE CAPITAL.	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4711.pdf
5	Comunicación A 4752/2007 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (B.C.R.A.)	EXCEPCIÓN A LOS GASTOS Y COMISIONES DE ENDEUDAMIENTOS CON EL EXTERIOR	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4752.pdf
6	Comunicación A 4901/2009 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (B.C.R.A.)	EXCEPCIÓN TRANSACCIONES CORRIENTES POR PARTE DE NO RESIDENTES.	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A4901.pdf
7	Comunicación B 8978/2007 BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (B.C.R.A.)	EXCEPCIÓN A LOS INGRESOS DE DIVISAS AL MERCADO LOCAL DE CAMBIOS DESTINADOS U ORIGINADOS EN LA SUSCRIPCIÓN Y PRIMERA VENTA DE ACCIONES CORRESPONDIENTES A LOS PROGRAMAS DE PROPIEDAD PARTICIPADA, EN EL MARCO DE OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES EN EL ÁMBITO DE LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES U OTROS MERCADOS DEL EXTERIOR.	http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/B8978.pdf

N°	NORMA	DESCRIPCIÓN	ENLACE
8	Resolución 365/2005 MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION	EXCEPCIÓN A LOS FONDOS INGRESADOS AL MERCADO LOCAL DE CAMBIOS CORRESPONDIENTES A TRANSFERENCIAS EFECTUADAS POR ORGANISMOS MULTILATERALES O BILATERALES DE CREDITO, O POR MEDIO DE SUS AGENCIAS VINCULADAS.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=107422
9	Resolución 731/2006 MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION	EXCEPCIÓN A LOS INGRESOS DE DIVISAS AL MERCADO LOCAL DE CAMBIOS DESTINADOS U ORIGINADOS EN LA SUSCRIPCIÓN PRIMARIA DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN, BONOS O TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR FIDEICOMISOS CUYO OBJETO SEA EL DESARROLLO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA ENERGÉTICA.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=119896
10	Resolución 1076/2006 MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION	EXCEPCIÓN A LOS FONDOS INGRESADOS AL MERCADO LOCAL DE CAMBIOS CORRESPONDIENTES A TRANSFERENCIAS EFECTUADAS POR ORGANISMOS MULTILATERALES O BILATERALES DE CREDITO, O POR MEDIO DE SUS AGENCIAS VINCULADAS.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=123809
11	Resolución 195/2008 MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION	SUSPENSIÓN DE REQUISITOS.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=142935
12	Resolución 574/2008 MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION	EXCEPCIÓN POR LA VENTAS DE ACCIONES HASTA USD 110 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=146416
13	Resolución 35/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 10 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=149971
14	Resolución 38/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 15 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=150089
15	Resolución 82/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN A INGRESOS POR LEY 26.476	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=151250

N°	NORMA	DESCRIPCIÓN	ENLACE
16	Resolución 117/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 13 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=151558
17	Resolución 118/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA EUROS 6,5 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=151559
18	Resolución 135/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN DE INGRESOS DE FONDOS PROPIOS POR HASTA PESOS 52 MILLONES	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=157244
19	Resolución 159/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN PARA SUSCRIPCIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO POR HASTA USD 300 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=151879
20	Resolución 228/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 20 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=158797
21	Resolución 230/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 70 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=158796
22	Resolución 234/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 25 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=158795
23	Resolución 235/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 10 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=158794
24	Resolución 236/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN DE INGRESOS POR VENTA DE ACTIVOS EXTERNOS USD 40 MILLONES	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=158793
25	Resolución 263/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 20 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=153838
26	Resolución 280/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN A LOS FONDOS INGRESADOS AL MERCADO LOCAL DE CAMBIOS CORRESPONDIENTES A TRANSFERENCIAS EFECTUADAS POR ORGANISMOS MULTILATERALES O BILATERALES DE CREDITO, O POR MEDIO DE SUS AGENCIAS VINCULADAS.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=154209

N°	NORMA	DESCRIPCIÓN	ENLACE
27	Resolución 332/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 30 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=155128
28	Resolución 354/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN DE INGRESOS DE FONDOS PROPIOS POR HASTA PESOS 63 MILLONES	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=155439
29	Resolución 448/2009 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR COMPRA DE ACCIONES HASTA USD 13 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=162706
30	Resolución 330/2010 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA PESOS 11 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=167932
31	Resolución 410/2010 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN PARA SUSCRIPCIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=169098
32	Resolución 415/2010 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	LIBERACIÓN DE DEPOSITO POR USD 6 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=169264
33	Resolución 729/2010 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 45 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=174953
34	Resolución 22/2011 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN PARA SUSCRIPCIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO POR HASTA USD 115 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=178812
35	Resolución 80/2011 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN PARA SUSCRIPCIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO POR HASTA USD 50 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=180670
36	Resolución 81/2011 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN PARA SUSCRIPCIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO POR HASTA USD 100 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=180671
37	Resolución 269/2011 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 13 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=182724
38	Resolución 646/2011 MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS	EXCEPCIÓN POR PRÉSTAMOS HASTA USD 15 MILLONES.	http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=188644