



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



# Los movimientos internacionales de capital a corto plazo

Enrico, Raúl A.

1958

Cita APA:

Enrico, R. (1958). Los movimientos internacionales de capital a corto plazo. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

1501  
687

RAUL A. ENRICO

LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES

DE

CAPITAL A CORTO PLAZO

TESIS

para optar al título de Doctor en Ciencias Económicas



RAUL A. ENRICO  
Registro N° 4723  
Jujuy 313 - Dto. L  
Buenos Aires.  
T.E. 93 - 0421

1958

# I N D I C E

I

	<u>Pág.</u>
INDICE .....	I
INDICE DE CUADROS Y GRAFICOS .....	XI
PROLOGO .....	XII

## P A R T E I

### LA TEORIA DE LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES A CORTO PLAZO

#### SECCION I

#### MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN GENERAL

##### CAP. I.- LOS CAPITALES INTERNACIONALES EN GENERAL

1.- Concepto .....	1
2.- Formas de los haberes internacionales .	1
3.- Posición económica internacional .....	2
4.- Posición financiera internacional .....	2
5.- Los haberes internacionales y el patri- monio nacional .....	3
6.- Clasificación de los capitales interna- cionales .....	6

##### CAP. II.- LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITA- LES

1.- Concepto .....	10
2.- Los movimientos y el patrimonio nacio- nal .....	10
3.- Los movimientos y la posición económica internacional .....	14
4.- Los movimientos y la posición financie- ra internacional .....	14
5.- Forma de los movimientos internaciona- les de capital .....	15

##### CAP. III.- LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN EL BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES

1.- El balance de pagos .....	16
2.- Rubros del balance de pagos .....	16
3.- Los rubros de Capital .....	19

## SECCION II

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL  
A CORTO PLAZOCAP. IV.- LOS CAPITALS INTERNACIONALES A CORTO PLAZO

1.- Concepto .....	24
2.- Formas en que se constituyen .....	24
3.- Clasificación de los capitales a corto plazo .....	25

CAP. V.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALS A CORTO PLAZO

1.- Consideraciones generales .....	29
2.- Los movimientos de capital a corto pla- zo en el balance de pagos .....	29
3.- Clasificación de los movimientos de ca- pital a corto plazo .....	39

CAP. VI.- MOVIMIENTOS NORMALES O EQUILIBRADORES DE  
CAPITAL A CORTO PLAZO

1.- Concepto y causas .....	44
2.- Los movimientos en régimen de patrón oro .....	44
3.- Los movimientos en régimen de papel mo- neda con tipos de cambio flexibles ...	52
4.- Los movimientos en régimen de papel mo- neda con cambios fijos .....	54
5.- Mercado de capitales equilibradores ...	57
6.- Países que intervienen en la transferen- cia .....	59

CAP. VII.- MOVIMIENTOS ANORMALES DE CAPITAL A CORTO  
PLAZO

1.- Clases de movimientos anormales .....	61
2.- Movimientos de saldos acumulados .....	61
3.- Emisiones extranjeras .....	61
4.- Indemnizaciones de guerra .....	63
5.- Saldos bloqueados .....	64
6.- Contribuciones .....	64



**CAP. VIII.- MOVIMIENTOS ANORMALES DE CAPITAL A CORTO PLAZO. MOVIMIENTO DE FONDOS ERRATICOS O FLOTANTES**

1.- Concepto .....	65
2.- Causas .....	66
3.- Tipos .....	66
4.- Origen de fondos transferidos .....	67
5.- Inversión de los fondos .....	67
6.- Formas y efectos de las transferencias:.....	68
A) utilizando las reservas monetarias del país .....	68
B) en divisas pertenecientes a bancos .....	71
C) en divisas pertenecientes a particulares .....	73
D) en mercaderías .....	76
E) en monedas de oro y alhajas ....	80
F) en letras de cambio o giros ....	81
G) en otros papeles negociables ....	81
H) en billetes nacionales y extranjeros .....	83

**SECCION III**

**LA ACCION OFICIAL FRENTE A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO**

**CAP. IX.- ACCION INTERNA.- LOS MOVIMIENTOS NORMALES**

1.- Alcance de la acción oficial .....	85
2.- Países que accionan .....	85
3.- Medios oficiales de acción .....	87

**CAP. X.- ACCION INTERNA.- CONTROL DE LOS MOVIMIENTOS ANORMALES**

1.- Medidas utilizadas .....	91
2.- Medidas destinadas a desanimar los movimientos o a provocar movimientos opuestos para neutralizarlos .	93
3.- Medidas destinadas a neutralizar o disminuir los efectos de los movimientos .....	95
4.- Medidas destinadas a impedir los movimientos .....	105
5.- Observación y estadística de los movimientos .....	106

**CAP. XI.- COOPERACION INTERNACIONAL .....** 109

P A R T E I ILA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

## SECCION I

## OBJETO Y DIVISION DEL TEMA

CAP. XII.- <u>OBJETO Y PERIODOS</u> .....	111
---	-----

## SECCION II

## PERIODO DE PATRON ORO

CAP. XIII.- <u>CONSIDERACIONES GENERALES</u> .....	113
--	-----

CAP. XIV.- ESTADOS UNIDOS DE NORTE AMERICA

1.- Posición a corto plazo de EE.UU. ....	118
2.- Los movimientos de capitales y el lance de pagos .....	119
3.- Los movimientos de capital, las tasas y el oro .....	121
4.- Política de la Reserva Federal .....	134
5.- Conclusión .....	145

CAP. XV.- GRAN BRETAÑA

1.- La posición británica a corto plazo .	147
2.- La convertibilidad de 1925 .....	150
3.- Los movimientos de capital y el balance de pagos .....	150
4.- Los movimientos de capital y de oro .	153
5.- Los movimientos y las tasas de interés .....	155
6.- Los movimientos anuales .....	155
7.- Las aceptaciones .....	161
8.- La constitución del pasivo a corto plazo .....	163
9.- La política del Banco de Inglaterra .	164
10.- Conclusiones .....	167

CAP. XVI.- CONCLUSIONES GENERALES

1.- Los movimientos normales .....	170
2.- Los movimientos anormales .....	170
3.- Medidas de control .....	171

SECCION III

REGIMEN DE INCONVERSION MONETARIA

CAP. XVII.-	<u>CONSIDERACIONES GENERALES</u> .....	172
CAP. XVIII.-	<u>ESTADOS UNIDOS (Subperíodo 1930-1933)</u>	
	1.- La situación norteamericana .....	175
	2.- Los movimientos de capital y el balance de pagos .....	176
	3.- Características de los movimientos anuales .....	178
	4.- Efectos y medidas bancarias y de control .....	186
	5.- Acuerdos Internacionales .....	195
CAP. XIX.-	<u>ESTADOS UNIDOS (Subperíodo 1934-1939)</u>	
	1.- Desvalorización y nueva convertibilidad .....	197
	2.- Los movimientos de capital, el balance de pago y los traslados de oro ..	198
	3.- Los movimientos anuales .....	200
	4.- Medidas para detener los movimientos ..	203
	5.- El Fondo de Estabilización de Cambios .....	206
	6.- Medidas de neutralización. Política Bancaria .....	206
	7.- Cooperación Internacional .....	213
CAP. XX.-	<u>GRAN BRETAÑA</u>	
	1.- Situación británica .....	217
	2.- Los movimientos de capital y el balance de pagos .....	219
	3.- Los movimientos anuales .....	223
	4.- Medidas oficiales y sus efectos:	
	A) Inconvertibilidad y control de cambios .....	229
	5.- Medidas oficiales y sus efectos:	
	B) La Cuenta de Igualación de Cambios .....	233
	6.- Conclusiones .....	242
CAP. XXI.-	<u>LOS CONTROLES DE CAMBIO</u> .....	244
CAP. XXII.-	<u>CONCLUSIONES GENERALES</u> .....	247

## SECCION IV

## PERIODO DE GUERRA (1939-1945)

<b>CAP. XXIII.-</b>	<b><u>CARACTERISTICAS DEL PERIODO</u></b> .....	249
<b>CAP. XXIV.-</b>	<b><u>EL CONTROL DE CAMBIOS EN TIEMPOS DE GUERRA</u></b>	
	1.- Concepto .....	251
	2.- Gran Bretaña .....	252
	3.- Estados Unidos .....	255
	4.- Francia .....	255
	5.- Suiza .....	256
<b>CAP. XXV.-</b>	<b><u>CREDITOS OFICIALES INTERNACIONALES</u></b>	
	1.- La financiación de la guerra .....	258
	2.- Utilización de divisas existentes ..	259
	3.- Las libras esterlinas bloqueadas ..	262
	4.- Características y problemas de las & bloqueadas .....	265
	5.- Los clearings en Reichmarks y sus problemas .....	270
	6.- El préstamo y arriendo (lend-lease).	274
	7.- Otras operaciones oficiales .....	275
<b>CAP. XXVI.-</b>	<b><u>EL BALANCE DE PAGOS DEL PRINCIPAL FINAN- CIADOR</u></b>	
	1.- Estados Unidos pre-beligerante .....	276
	2.- La política bancaria oficial .....	279
	3.- Estados Unidos beligerante.....	280
<b>CAP. XXVII.-</b>	<b><u>CONCLUSIONES</u></b> .....	284

## SECCION V

## PERIODO DE POST GUERRA

<b>CAP. XXVIII.-</b>	<b><u>LOS BALANCES DE PAGO EN LA POSTGUERRA</u></b>	286
<b>CAP. XXIX.-</b>	<b><u>FINANCIACION DE LA RECONSTRUCCION Y DE- SARROLLO</u></b>	
	1.- Recursos utilizados .....	288
	2.- Plan Marshall .....	288
	3.- Banco de Exportaciones e Importacio- nes .....	289
	4.- Banco Internacional de Reconstruc- ción y Fomento .....	290



**CAP. XXXIII.- GRAN BRETAÑA**

1.- Situación de post guerra .....	375
2.- El préstamo norteamericano .....	375
3.- Liquidación de los saldos en £ .....	376
4.- Efímera convertibilidad de la £ .....	378
5.- Las áreas monetarias .....	380
6.- Movimientos de capitales por áreas ..	381
7.- Los movimientos de capital y los ti- pos de cambio .....	387
8.- Política del Banco de Inglaterra ....	388
9.- Conclusión .....	389

**CAP. XXXIV.- CANADA**

1.- Los movimientos de capital y el balan- ce de pagos .....	391
2.- Los movimientos por áreas monetarias.	393
3.- Causas de los movimientos .....	395
4.- Política oficial .....	396
5.- Conclusión .....	397

**CAP. XXXV.- BELGICA, HOLANDA Y ALEMANIA**

1.- Los balances de pagos .....	398
2.- Causas de la inversión de la balanza de comercio. La tasa de interés ....	402
3.- La inversión de la balanza comercial y los capitales a corto plazo .....	404

**P A R T E I I I****LA EXPERIENCIA ARGENTINA****CAP. XXXVI.- CONSIDERACIONES PREVIAS .....** 410**CAP. XXXVII.- PERIODO DEL PATRON ORO RIGIDO**

1.- Régimen monetario y de cambios .....	412
2.- Características del período .....	412
3.- El balance de pagos y los movimien- tos de capital .....	413
4.- Los saldos bancarios como equilibra- dores .....	415
5.- Política bancaria .....	418
6.- La crisis de 1929 y la nueva incon- versión .....	421



CAP. XXXVIII.- PERIODO DE TIPOS FLEXIBLES (1930-1931)

1.- El balance de pagos .....	423
2.- Los tipos de cambio .....	425
3.- La política de los bancos .....	425
4.- Las medidas oficiales .....	427

CAP. XXXIX.- PERIODO DE PROHIBICION DE TRANSFERENCIAS (1932-1933)

1.- Características del control de cambios	430
2.- El balance de pagos .....	431
3.- Los empréstitos de desbloqueo .....	432
4.- La fuga de capitales .....	433

CAP. XL.- PERIODO DE LIBERTAD DE TRANSFERENCIAS (1934-1946)

1.- Régimen de cambios y bancario .....	435
2.- El balance de pagos .....	436
3.- Los saldos bancarios y el intercambio	438
4.- Los convenios de compensación como sustitutos de los créditos equilibradores privados .....	442
5.- Los movimientos de capitales flotantes	444
6.- El control de los movimientos de capitales flotantes .....	448
A) Carácter de las medidas .....	448
B) Banco Central. Creación, Prepositos y Medios .....	449
C) Control de los movimientos de capital .....	450
D) Control de los efectos de los movimientos de capitales flotantes ...	460

CAP. XLI.- PERIODO DE CREDITO FACIL

1.- La nueva política bancaria .....	482
2.- El control de cambios .....	485
3.- La financiación del comercio internacional .....	487
4.- Traslados de saldos acumulados .....	496
5.- Control de capitales flotantes .....	504
6.- Eficacia del control de capitales flotantes .....	513
7.- Los movimientos de capital en el balance de pagos .....	516

<b>CAP. XLII.- <u>LA NUEVA LIBERACION DE LAS TRANSFERENCIAS</u></b>	
1.- Revolución y control de cambios .....	520
2.- La financiación de la balanza comercial.	522
3.- Saldos acumulados .....	526
4.- Salida de capitales .....	529
<b>CAP. XLIII.- <u>CONCLUSIONES</u></b> .....	532

P A R T E    I V

C O N C L U S I O N E S

<b>CAP. XLIV.- <u>EL ESTUDIO DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL- LES A CORTO PLAZO</u></b>	
1.- Importancia de estos movimientos .....	535
2.- Objetivos de este estudio .....	536
<b>CAP. XLV.- <u>LOS MOVIMIENTOS NORMALES</u></b>	
1.- Fuentes .....	538
2.- Alcance de su función equilibradora ....	539
3.- Los movimientos especulativos .....	541
4.- La acción oficial .....	542
5.- La Argentina y los movimientos normales.	545
<b>CAP. XLVI.- <u>LOS MOVIMIENTOS ANORMALES DE CAPITAL</u></b>	
1.- Naturaleza y tipos .....	548
2.- Formas de transferencias .....	548
3.- Los haberes acumulados .....	549
4.- Los capitales flotantes y la eficacia de las medidas de control .....	552
<b>CAP. XLVII.- <u>CAPITALES A CORTO PLAZO Y RESERVAS METALI- CAS</u></b>	
1.- Necesidad de las reservas metálicas ....	556
2.- El ejemplo argentino .....	558
3.- Conclusión final .....	560
<b><u>BIBLIOGRAFIA</u></b> .....	562

C U A D R O S

Cuadro Nº	Pág.	Cuadro Nº	Pág.	Cuadro Nº	Pág.	Cuadro Nº	Pág.
1	118	27	191	53	349	79	420
2	119	28	193	54	351	80	423
3	120	29	198	55	351	81	425
4	121	30	207	56	354	82	426
5	124	31	209	57	356	83	429
6	124	32	212	58	358	84	431
7	126	33	216	59	362	85	432
8	132	34	218	60	366	86	434
9	149	35	220	61	370	87	437
10	151	36	221	62	371	88	442
11	153	37	224	63	379	89	447
12	154	38	230	64	383	90	460
13	162	39	233	65	387	91	461
14	163	40	236	66	389	92	466
15	165	41	238	67	392	93	473
16	173	42	260	68	394	94	478
17	173	43	271	69	396	95	483
18	175	44	277	70	399	96	502
19	176	45	278	71	400	97	503
20	177	46	279	72	401	98	515
21	177	47	280	73	403	99	517
22	179	48	281	74	407	100	522
23	182	49	282	75	409	101	525
24	185	50	290	76	414	102	526
25	187	51	311	77	417	103	527
26	190	52	313	78	420	104	529

G R A F I C O S

Gráfico Nº	Página	Gráfico Nº	Página
1	122	11	239
2	127	12	363
3	136	13	367
4	142	14	384
5	152	15	406
6	156	16	419
7	166	17	439
8	189	18	446
9	199	19	467
10	222	-	-

P R O L O G O

El presente trabajo de Tesis trata de comprobar cuál ha sido el comportamiento de los llamados Capitales Internacionales a Corto Plazo en las distintas etapas que, desde el punto de vista monetario internacional, ha vivido el mundo desde el imperio del patrón oro.

A tal efecto, luego de una exposición teórica sobre dichos Capitales y sus Movimientos, se analiza la experiencia internacional a través de los dos principales centros financieros del mundo contemporáneo (Estados Unidos y Gran Bretaña), y la experiencia argentina.

Este trabajo fué realizado durante el año 1957 cuando aún en las bibliotecas nacionales solo existían estadísticas y bibliografía oficiales hasta el año 1955. Por esa razón toda referencia a la experiencia extranjera cubre los fenómenos observados hasta ese año.

En cuanto a la experiencia argentina, la circunstancia de haber desarrollado el tema respectivo en último término y el hecho de hallarnos en el escenario de los acontecimientos, nos han permitido completar el trabajo con una mención sintética y objetiva de los ocurridos en 1956 y 1957.-

----00000----

P A R T E I

LA TEORIA DE LOS  
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE  
CAPITALES A CORTO PLAZO

P A R T E I  
LA TEORÍA DE  
LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE  
CAPITALES A CORTO PLAZO

SECCION I

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN GENERAL

CAP. I.- LOS CAPITALES INTERNACIONALES EN GENERAL

1.- CONCEPTO

El tema del presente trabajo se relaciona con el desplazamiento internacional de los llamados "Capitales Internacionales a Corto Plazo".

Con el fin de aclarar conceptos comenzamos por definir en este primer Capítulo a los Capitales Internacionales en general. Y en el segundo Capítulo lo haremos con los "Capitales Internacionales a Corto Plazo".

En las relaciones comerciales y financieras internacionales es común que, por necesidad o por conveniencia, personas o entidades residentes en un país tengan bienes en otro. Llamaremos capitales internacionales o haberes internacionales al conjunto de bienes (muebles, inmuebles, créditos, etc.) existentes en un país, cuyos titulares residen en el exterior.

2.- FORMAS DE LOS HABERES INTERNACIONALES.

Los bienes existentes en un país, que llamamos "país de inversión", pertenecientes a residentes en otro, pueden hallarse en diversas formas. Mencionamos:

- a) la tenencia de billetes del país de inversión (que pueden hallarse en el mismo o en el exterior);
- b) depósito en bancos, en cualquier tipo de cuenta;
- c) inversiones en títulos de la deuda pública del país de inversión.



- d) Inversiones en acciones de empresas del país de inversión. Se distinguen en este caso:
- 1.- inversiones directas: las de empresas de un país en empresas de otro que son sus filiales o subsidiarias, y a las que manejan mediante esas inversiones.
  - 2.- inversiones de cartera: las que se efectúen con propósitos de renta o especulativos, sin que interese el manejo o la propiedad de la empresa emisora de los valores.
- e) Cuentas a cobrar (pagarés, letras, aceptaciones en general, debentures y cualquier otra forma de crédito comercial o bancario, documentado o nó.
- f) Bienes inmuebles, muebles, mercaderías, oro en monedas o no monetario perteneciente a particulares, etc.
- g) Inversiones en empresas, no representadas por acciones.

### 3.- POSICION ECONOMICA INTERNACIONAL

La posición económica internacional de un país resulta de la comparación entre el valor de los capitales extranjeros que existen en su territorio y el monto de los capitales que sus residentes poseen en otros países.

Si este último es mayor que el primero, estamos en presencia de un país acreedor. Si los haberes extranjeros en el país son mayores que los haberes nacionales en el exterior, nos referimos a un país deudor.

### 4.- POSICION FINANCIERA INTERNACIONAL

La simple lectura de la lista de posibles formas de inversiones internacionales pone de manifiesto que las hay liquidables a corto plazo y largo plazo.

En este aspecto la situación es igual a la de un comerciante. Para estimar su estado financiero debe sumar sus recursos en efectivo a sus cuentas a cobrar a corto plazo y restar al resultado las

cuentas a pagar a corto plazo.

Si sus cuentas a cobrar son a plazos más largos que sus cuentas a pagar su situación financiera será mala pues para liquidar éstas tendrá que disponer de su efectivo que puede no ser suficiente.

Si los haberes extranjeros a corto plazo en un país son mayores que los propios en el extranjero, hay una amenaza potencial a sus reservas de oro (efectivo internacional). No obsta a ello que la posición económica internacional del país sea acreedora.

#### 5.- LOS HABERES INTERNACIONALES Y EL PATRIMONIO NACIONAL

El patrimonio de un país está constituido -como el de un negocio- por un conjunto de bienes y de deudas. La diferencia entre esos dos grupos, equivalentes al Activo y Pasivo comerciales, define un "Patrimonio Nacional", verdadero "Capital Nacional".

Es evidente que, en esta descripción equiparamos a la Nación a una persona, unidad indivisible, frente a otras naciones, también unidades personales. Por consiguiente, dentro de los bienes incluimos a las cosas productivas allí existentes y a los derechos o créditos sobre otras naciones. Los créditos y deudas entre residentes en un mismo país se compensan entre sí, de modo que en el Balance Nacional desaparecen.

El gran Activo Nacional está constituido por:

- a) todos los bienes que se hallan dentro de su territorio, tales como tierras, minas, plantas industriales, sembrados, ganados, mercaderías, materias primas, edificios, etc. Estos bienes pueden pertenecer en propiedad a residentes en el país o en el extranjero.

Se incluye en este grupo el oro monetario existente en el país en poder del Instituto emisor oficial. También el perteneciente a los organismos oficiales que lo mantienen depositado "earmarked"

en el exterior ya que, dejando de lado el aspecto jurídico, en lo económico tiene los efectos y características del oro en el país y no los de los haberes en el exterior.

- b) los bienes y créditos situados en el exterior de propiedad de personas o instituciones residentes en el país, tales como: divisas extranjeras, letras o cuentas a cobrar a residentes en el exterior, inversiones en papeles extranjeros, propiedad sobre bienes muebles o inmuebles situados en el exterior.

El Pasivo Nacional está constituido por el valor (incluido en el Activo) de las inversiones de propiedad de residentes en el exterior y además, por los créditos que éstos tienen contra residentes en el país y que deben serles pagados, tarde o temprano, con oro, divisas o mercaderías. Dentro de estos créditos se incluyen, por cierto, los saldos a su favor en cuentas bancarias y las inversiones en títulos de la deuda pública.

En síntesis, el Balance Económico Nacional sería el siguiente:

#### ACTIVO

- A.- Oro monetario en el país y en el extranjero.
- B.- Bienes en el país cuyos títulos de propiedad pertenecen a residentes en el país o en el exterior:
- Mercaderías
  - Materias primas
  - Sembrados y ganado
  - Instalaciones industriales
  - Tierras y minas
  - Edificios
  - Obras públicas
  - etc.
- C.- Bienes en o créditos sobre el exterior, pertenecientes a residentes en el país.

#### PASIVO

Valor de los bienes y créditos en el país, pertenecientes a resi-

dentos en el exterior:

- a) Inversiones, cuyo valor se incluye en el rubro B del activo;
- b) Créditos a cobrar, a cargo de entidades gubernamentales, bancarias, comerciales u otras.

PATRIMONIO NACIONAL ó CAPITAL NACIONAL

Es la diferencia entre el Activo y el Pasivo.

--0--0--

El cuadro, analizado con criterio contable, muestra que, en tanto que los bienes nacionales en el exterior están contrabalanceados por el rubro "CAPITAL NACIONAL" los haberes extranjeros en el país lo están por el rubro respectivo del Pasivo.

De aquí deducimos un hecho que tiene importancia tanto en el análisis de los movimientos internacionales de capital como en las medidas que se adoptan para controlarlos: una salida de "capital" no siempre significa una disminución del "Capital Nacional" ni, a la inversa, un ingreso de "capital" representa un aumento del "Capital Nacional".

Puede haber una compensación entre la variación de los rubros Activo y Pasivo, o de dos rubros de activo en sentido opuesto, sin ninguna alteración en el de Capital.

Aquí, cabe entonces precisar la doble acepción de la palabra "capital".

Aplicando un criterio estrictamente contable designamos como "capital" a la diferencia entre los bienes y las deudas. En economía internacional en cambio, se usa la expresión "capitales" para designar a los haberes o inversiones extranjeras en un país, de modo que su posición deudora o acreedora resulta de la diferencia entre los "capitales extranjeros" invertidos en el país y los "capitales nacio

"nales" invertidos en el exterior.

Se designa así, "movimiento neto de capitales" a la diferencia entré los bienes desplazados desde un país al exterior y los que se trasladen desde el exterior a aquél país.

Por consiguiente, en este trabajo designamos como "capitales internacionales" a los haberes de un país en otro, y "movimientos internacionales de capital" a los traslados de bienes y modificaciones de créditos entre países.

## 6.- CLASIFICACION DE LOS CAPITALES INTERNACIONALES

### A.- Clasificación de acuerdo a los titulares.

En general, podemos clasificar a los capitales que se poseen en el exterior, como pertenecientes:

- a) al Gobierno u organismos gubernamentales;
- b) a entidades bancarias;
- c) a entidades comerciales o a individuos, depositados en el exterior a nombre de entidades bancarias de su país;
- d) a entidades comerciales o a individuos, depositados o registrados a su propio nombre en el exterior;
- e) a entidades comerciales o a individuos, pero depositados o registrados en el exterior a nombre de entidades bancarias o privadas o de otras personas, también del exterior, de las que son acreedores (posiblemente en forma oculta).

El Fondo Monetario Internacional distingue los capitales oficiales, bancarios y privados y dice: "El capital privado se mueve respondiendo a las consecuencias de los negocios o a las posibilidades de ganancias, en la misma forma que lo hacen las mercaderías y servicios. Como ellos, aquel contribuye a producir los superavits o déficits en la balanza de pagos, para los cuales las autoridades monctarias deben proveer financiamiento compensatorio.

Los movimientos de fondos oficiales y bancarios, por el contrario son, con pocas excepciones, parte de este financiamiento oficial compensatorio" (1).

B.- De acuerdo a la posibilidad de su control.

En el país en que se radican los fondos extranjeros debe admitirse que, salvo aquellos que entran en forma clandestina, los demás son susceptibles de control por las autoridades, por cuanto se hallan dentro del territorio y, por ello, al alcance de aquellas.

En cambio, el país en que residen los titulares de los haberes en el exterior se enfrenta con:

- a) capitales que se hallan dentro de su control;
- b) capitales que se hallan fuera de su control.

En efecto, las autoridades de ese país pueden lograr conocimiento, control y/o disponibilidad de alguno de ellos, en tanto que pierde totalmente el contralor de otros. Así, tiene a su disposición o a su alcance, según los casos, los bienes pertenecientes al propio Gobierno, a los de entidades bancarias y a los de particulares depositados a nombre de bancos del país. En cambio, no caen dentro de su radio de acción los bienes comprendidos en los puntos d) y e) de la clasificación por titulares.

Consideramos esta distinción de importancia a los efectos de las consideraciones ulteriores sobre el movimiento internacional de capitales, ya que un traslado de haberes en que no cambia el titular o la residencia de éste, o la situación patrimonial internacional del país, pero que modifica su condición sacándolos del alcance y de la posibilidad de control y utilización por las autoridades del mismo. (p.ej. un residente adquiere divisas a un banco del



país y las hace acreditar en una cuenta en el exterior a su nombre) tiene en la práctica iguales efectos y necesita iguales controles que una salida de fondos que represente para el país una pérdida real de capital (en el sentido contable).

### C.- Clasificación por el plazo.

Clasificamos los capitales extranjeros, de acuerdo al plazo, en:

- a) Capitales a corto plazo;
- b) Capitales a largo plazo.

Se han seguido varios criterios para establecer la distinción entre capitales a corto plazo y largo plazo.

Dentro de los capitales a largo plazo se ha incluido a los instrumentos a largo plazo tales como títulos, bonos hipotecarios, títulos de propiedad, etc., en tanto que en los a corto plazo se hallarían los depósitos en moneda extranjera, los créditos en descuento, las letras de cambio y otras obligaciones pagaderas a corto plazo en moneda extranjera. Se suele también distinguir el corto del largo plazo teniendo en cuenta que el vencimiento de los instrumentos que representan a esos capitales sea menor o mayor de un año respectivamente.

El Fondo Monetario Internacional considera "Capitales a Corto Plazo" a los pagaderos a su presentación (v.g. depósitos a la vista, de los bancos) o dentro de doce meses a partir de la fecha en que se incurrió en la obligación. Las inversiones a largo plazo se definen como inversiones sin vencimiento (v.g. acciones), o que vencen después de 12 meses (1)

(1)- Fondo Monetario Internacional: Manual de la Balanza de Pagos, pág. 7.

Kindlerberger toma como base para hacer la distinción, la intención del inversor. Así, dice que "donde los fondos se mueven internacionalmente con la intención de cambiar o invertir la dirección del movimiento dentro de un período corto de tiempo, o aún en una indeterminada pero oportuna fecha futura, el movimiento de capital cae bajo el título de "corto plazo" (1).

Atento a esa intención de retirarlos en cualquier momento, el titular los mantiene en efectivo, en cuentas bancarias, o en colocaciones fácilmente liquidables. De allí el nombre de "capitales flotantes" con que también se los designa.

Por deducción, capitales a largo plazo son los que el titular invierte en un país con carácter de permanencia.

(1) .- Kindlerberger C.P.: "International Short-term Capital Movements", págs. 3/4.-

## CAP. II.- LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

### 1.- CONCEPTO

Movimiento Internacional de Capitales es el desplazamiento entre países, de haberes pertenecientes a un residente en uno de ellos o en un tercero, sin que por ello cambie su titular y, por tanto, sin el traslado en sentido opuesto, a favor del mismo titular, de bienes o servicios de valor equivalente. Pueden, por lo tanto, existir:

- a) transferencia de bienes desde el país de residencia del titular a otro país;
- b) repatriaciones, es decir el movimiento opuesto al anterior;
- c) transferencias entre dos países, en ninguno de los cuales reside el titular.

Los "movimientos netos de capital" de un país son la diferencia entre las entradas y las salidas de aquellos haberes.

### 2.- LOS MOVIMIENTOS Y EL PATRIMONIO NACIONAL

Ya expresamos que los movimientos internacionales de capital no siempre se traducen en variaciones del Patrimonio Nacional o Capital Nacional.

Recordando que los rubros del Balance Nacional son:

<u>ACTIVO</u>	<u>PASIVO</u>
Oro Monetario	Deudas al Exterior (valor de bienes y créditos extranjeros en el país).-
Bienes en el País (de nacionales y extranjeros)	
Bienes en el exterior	
	<u>CAPITAL NACIONAL</u>

Las situaciones que pueden presentarse son las siguientes:

#### A.- Movimientos de capitales nacionales

- a) Un residente en el país exporta oro o mercaderías adquiridas en él y hace acreditar su valor en moneda extranjera en una cuenta bancaria a nombre de un Banco del país (al alcance, por lo tanto,

de un eventual control por las autoridades nacionales) (1). Se ha producido en el Balance una disminución del rubro "Oro" ó "Bienes en el País" y un aumento en el de "Bienes en el Exterior".

- b) La misma exportación anterior, pero con el propósito de consumir en el exterior el valor de los bienes enviados. Aquí hay un quebranto real, y la disminución del rubro "Bienes en el País" se equilibra con la disminución de "Capital Nacional".
- c) El mismo caso a), pero el crédito se hace en el exterior directamente a nombre del titular. Teóricamente la situación es la misma ya que el dueño de los bienes es un integrante del país y su activo en el exterior forma parte del Balance Nacional. Pero el uso de sus fondos depende exclusivamente de su voluntad, hallándose fuera del alcance de todo control o reglamentación nacional. En ese caso puede pensarse que son fondos "perdidos" y que la disminución en el rubro "Bienes en el País" va acompañada de una disminución en "Capital Nacional".
- d) El traspaso de capitales en el exterior existentes en forma controlable, a una forma no controlable transforma el caso a) en caso c). Puede llegar a desaparecer el valor de "Bienes en el Exterior" disminuyendo correlativamente el "Capital Nacional". El caso inverso produce una alteración opuesta.
- e) La salida en oro o mercaderías, en pago de una indemnización o una donación provoca la disminución de "Oro" o "Bienes en el País" y la de "Capital Nacional" por igual importe.
- f) El pago de una indemnización o donación con fondos que ya se poseen

(1).- Cuando los bancos tienen en el crédito de su cuenta en el exterior una suma en divisas que han recibido "en depósito" y no en venta, las acreditan a su vez en sus libros al titular en una cuenta que suele llamarse "Divisas por Cuenta de Terceros".

en el exterior, provoca disminución de los rubros "Bienes en el Exterior" y "Capital Nacional".-

- g) las repatriaciones de capitales nacionales que se hallan en las situaciones a) y c) producen modificaciones inversas a las allí indicadas.-
- h) Un beneficio obtenido en el exterior por un residente en el país que se mantiene acreditado, aumenta el rubro "Bienes en el Exterior" y "Capital Nacional".- Puede incluirse aquí una indemnización a favor del país cuyo cobro no se hace efectivo de inmediato.- Un quebranto que se atiende con bienes existentes en el exterior produce la disminución de ambas cuentas.-

B.- Movimientos de capitales extranjeros.

- a) Un residente en el exterior traslada al país, un capital, importando oro o mercaderías.- Aumenta en el Activo la cuenta "Oro" o "Bienes en el País" y aumenta asimismo el de "Deudas al Exterior".-
- b) Si, en el caso anterior, consume los bienes importados, desaparece el aumento de "Deudas al Exterior" siendo reemplazado por el de "Capital Nacional".-
- c) El cobro de una indemnización o donación mediante entrada de oro o mercaderías aumenta los rubros "Oro" o "Bienes en el País" y "Capital Nacional".-
- d) Si el pago anterior es hecho con fondos que el país pagador ya posee en el beneficiario habrá en el balance de éste una disminución de "Deuda al Exterior" frente al aumento de "Capital Nacional".-
- e) Los retiros por los extranjeros de sus capitales ingresados según a) producirán un resultado inverso al allí indicado.-

- f) Un beneficio obtenido en el país por un residente en el exterior significa una disminución de Capital Nacional y un aumento de "Deudas al Exterior". Dentro de esta situación se halla el crédito al exterior de una donación o indemnización cuyo pago se difiere.

Un quebranto en el país a cargo del residente en el exterior producirá un resultado contrario.

### C.- Movimientos mixtos

- a) Un residente en el país compra a un residente en el exterior, bienes en el país de éste y le entrega en pago bienes en su propio país (le transfiere la propiedad de bienes en él o le acredita en una cuenta bancaria el equivalente en su moneda nacional). La salida de capital nacional se compensa con la radicación en el país del capital extranjero. En el Balance de ambos países habrá un aumento simultáneo y equivalente de los rubros "Bienes en el Exterior" y "Deuda al Exterior".
- b) El retiro de capitales en forma recíproca produce un resultado inverso al anterior.
- c) Cuando un capital trasladado según el ejemplo de a), se consume en el país de inversión, en dicho país disminuye el rubro "Deudas al Exterior" y aumenta el "Capital Nacional" y en el de origen del capital, disminuyen "Bienes en el Exterior" y "Capital Nacional".
- d) La emisión de un empréstito extranjero, cuyo producto no se transfiere de inmediato sino que se mantiene acreditado transitoriamente en cuenta bancaria ocasiona al país prestamista un aumento de "Bienes en el Exterior" por el préstamo acordado y de "Deudas al Exterior" por el crédito bancario a transferir.



El país prestatario tiene iguales aumentos, invirtiendo los conceptos.

### 3.- LOS MOVIMIENTOS Y LA POSICION ECONOMICA INTERNACIONAL.

Siendo la posición económica internacional la diferencia entre los rubros "Bienes en el Exterior" y "Deudas al Exterior" la influencia en ella de los movimientos internacionales de capital surge de cada uno de los casos detallados en el punto 2.

Cada vez que aumenta el rubro "Bienes en el Exterior" con un aumento menor o nulo de "Deudas al Exterior" la posición económica del país mejora pues aumenta su condición de acreedor o disminuye la de deudor. Por el contrario, empeora cuando el aumento de "Deudas al Exterior" es mayor que el de "Bienes en el Exterior" pues aumenta su condición de deudor o disminuye la de acreedor.

Si las variaciones de ambos rubros son iguales, su posición económica internacional no se altera (1).

### 4.- LOS MOVIMIENTOS Y LA POSICION FINANCIERA INTERNACIONAL.

Esta posición depende del plazo a que los titulares de capital extranjero hayan invertido los suyos en el país y al que los nacionales lo hayan hecho en el exterior (2). Por lo tanto su variación frente a los distintos tipos de capital puede ser muy diversa.

Lo que nos interesa destacar es que un desequilibrio financiero es perfectamente compatible con un equilibrio económico.

Así, la emisión de un empréstito, a que nos referimos en el párrafo 2, C, d), crea para el país prestamista un pasivo a muy corto plazo

(1).- El Fondo Monetario Internacional no considera como Rubros de Capital a los que no representan cambios en la posición internacional acreedora-deudora del país informante (Manual de la Balanza de Pagos, págs. 6 y 7).

(2).- A este efecto, consideramos como inversión a corto plazo extranjera (o en el extranjero) el saldo de los rubros corrientes a pagar (o a cobrar) de inmediato.

(en este caso, a la vista) como lo es el crédito en cuenta bancaria, compensado por un activo a largo plazo representado por los títulos que serán amortizables en cuotas a lo largo de muchos años.

#### 5.- FORMAS DE LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL.

Las transferencias internacionales de capital pueden materializarse de distintas formas. Pueden servir de vehículo para ellas:

- a) Oro monetario.
- b) Divisas.
- c) Billetes nacionales o extranjeros.
- d) Mercaderías (inclusive oro no monetario y alhajas).
- e) Papeles negociables.
- f) Créditos sobre el exterior.

Los fondos que se transfieren pueden provenir de la moneda circulante existente. (en manos del público o en depósitos bancarios) o de créditos bancarios cuyo producto se aprovecha con este objeto.

Cada una de estas formas de transferir tiene sus particularidades.

Como el tema de este trabajo es específicamente el de los "Movimientos de Capital a Corto Plazo", explicaremos solo aquellas formas en que se realizan éstos, en los capítulos en que nos referiremos particularmente a cada tipo de movimiento de capitales a corto plazo.-

CAP. III.- LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN EL BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES.

1.- EL BALANCE DE PAGOS.

Los pagos entre distintas naciones, que son consecuencia de las transacciones comerciales y financieras realizadas entre ellas, deben efectuarse en monedas que, lógicamente, no son comunes a ambas.-

Estos pagos en los dos sentidos, provocan la oferta y la demanda de divisas extranjeras en los mercados de cambio. Los pagos y cobros de un país con el resto del mundo, clasificados por conceptos y valuados por los importes a que han alcanzado en un determinado período de tiempo, forman un cuadro numérico o contable que se llama "Balance de Pagos".

Es decir, que el Balance de Pagos de un país está constituido por el conjunto de pagos al exterior y cobros del exterior que aquel realiza en un determinado período de tiempo. (1).

2.- RUBROS DEL BALANCE DE PAGOS.

El balance de pagos está constituido por rubros Activos y Pasivos.- Los del Activo son los que representan los ingresos de fondos en el país y los del Pasivo los que reflejan las salidas hacia el exterior.

Como se verá más adelante, hay distintas formas de ordenar o clasificar los rubros dentro de esos grupos, pues muchos países utilizan una nomenclatura particular.

No obstante, suelen diferenciarse, tanto dentro del Activo como del Pasivo, los siguientes rubros generales:

---

(1) El Fondo Monetario Internacional lo define como el registro sistemático de todas las transacciones económicas verificadas durante el período, entre los residentes del país informante y los residentes de otros países (Manual de la Balanza de Pagos, pág. 1)

- A.- Rubros corrientes
- B.- Rubros de capital
- C.- Movimientos de oro monetario

A.- Rubros corrientes

Dentro de los rubros corrientes, figuran:

- a) los rubros comerciales: "Exportación" o "Importación" de mercancías, los que, por sí solos, constituyen la "Balanza de Comercio".
- b) los servicios, o sea pagos en un solo sentido, ya que cancelan obligaciones no originadas en el envío en sentido contrario de bienes concretos y tangibles. Dentro de este grupo se incluyen, por ej.: los pagos por flotes y comisiones, intereses y otros servicios financieros, romesas de turistas y de inmigrantes, seguros, etc.

El Fondo Monetario Internacional considera rubros corrientes a los que registran las transacciones distintas de aquellas que representan cambios en la posición internacional acreedora-deudora del país informante y en sus tenencias de oro monetario (1).- Divide a los rubros corrientes en: Transacciones que implican un "quid-pro-quo" (venta de mercancías, trueques, pagos de servicios, pago de deudas, compra de valores), y transacciones que no implican "quid-pro-quo" (donaciones, romesas de inmigrantes, reparaciones, etc. (2)).

(1) Fondo Monetario Internacional: "Manual de la balanza de pagos" pág. 6.

(2) Idem. pág. 1.

### B.- Rubros de Capital.

Estos rubros reflejan los traslados de capital, a corto y a largo plazo, al y del país al que pertenece el balance.

Para el Fondo Monetario Internacional, las Cuentas de Capital registran todas las transacciones que representan cambios en la posición acreedora-deudora del país informante y en sus tenencias monetarias (1).

### C.- Movimientos de oro monetario (2).

El saldo se liquida en oro o divisas, de modo que el rubro de referencia equilibra numéricamente el balance.

En los países en que el oro es el único respaldo monetario el incremento de divisas no convertidas es un crédito contra el país deudor y figura por lo tanto como un ingreso de capital a corto plazo. En cambio, cuando las divisas son consideradas junto con el oro como reserva monetaria, suele no hacerse la discriminación aunque teóricamente corresponda, manteniéndose un rubro global de "saldo" que refleja el movimiento de oro, divisas y otros

- 
- (1) Fondo Monetario Internacional: "Manual de la balanza de pagos" pág. 7
  - (2) El Fondo Monetario Internacional lo incluye en la Cuenta de Capital.

rubros cancelatorios.

En síntesis, el Balance de Pagos Internacionales de un país responde al siguiente esquema:

ACTIVO	PASIVO
<u>Rubros corrientes</u>	<u>Rubros corrientes</u>
Exportaciones de mercaderías	Importaciones de mercaderías
Cobro de servicios	Pago de servicios
Donaciones	Donaciones
<u>Rubros de Capital</u>	<u>Rubros de Capital</u>
Ingresos de capital a largo plazo.	Egresos de capital a largo plazo.
Ingresos de capital a corto plazo.	Egresos de capital a corto plazo.
<u>Movimientos de Oro</u>	<u>Movimientos de Oro</u>
Exportaciones de oro	Importaciones de oro.

El Balance de Pagos es siempre un cuadro numéricamente equilibrado. En efecto, cuando un lado de los rubros corrientes y de Capital es mayor que el otro, la diferencia se cancela con oro, o se mantiene como un crédito a cobrar o a pagar que modifica la cifra anterior de "Movimientos de capital a corto plazo".

### 3.- LOS RUBROS DE CAPITAL

Los rubros de Capital representan transferencias unilaterales. Lo mismo que algunos rubros corrientes, no son contrapartida de bienes concretos y tangibles. Pero mientras que esos rubros corrientes cancelan servicios adeudados, los de capital representan movimientos de fondos destinados a inversión, préstamo o depósito en el país que los recibe, así como el retiro de fondos anteriormente ingresados con ese objeto.

En las transferencias por "servicios" y en las "donaciones" se cede la propiedad de los haberes transferidos. En las de Capital el girador mantiene esa "propiedad".

Ya se han explicado las distintas formas en que pueden presentarse los desplazamientos internacionales de capital. Veamos, a continuación, cómo reflejan esos movimientos los rubros de Capital del Balance de Pagos.

a) Movimientos de capital en oro

El envío internacional de oro da lugar, en el balance de pagos del país receptor, a un aumento en el rubro "Ingresos de Capital" con el incremento consiguiente de la contrapartida "Importaciones de Oro".

En el del país inversor, un aumento en el rubro "Egresos de Capital" está equilibrado con el incremento de "Exportaciones de Oro" o la disminución de "Importaciones de Oro" (teniendo en cuenta que el movimiento de oro figura generalmente por su valor neto).

b) En divisas.

Para un país que considera solo al oro como reserva monetaria, las tenencias de divisas de sus bancos constituyen capitales a corto plazo en el exterior.

Por lo tanto un ingreso de capital en divisas, adquiridas por los Bancos que las mantienen en el exterior sin convertirlas a metálico, se traduce en una salida y una entrada simultáneas de capitales, que se compensan. No aparecerán en el balance de pagos, si en él se registran los movimientos netos de capital, o figurarán en los rubros activo y pasivo de Capital si, como en los Estados Unidos, se registran por separado, la entrada como aumento de "Habereros extranjeros en el país" y la salida como aumento de "Habereros nacionales en el exterior".

La misma conclusión corresponde a un egreso de capitales mediante la compra de divisas que un banco del país posee acredi-

tadas en el exterior.

Si, en cambio, analizamos el balance de pagos de un país que considera las divisas extranjeras como reservas monetarias, el movimiento de capitales en divisas tendrá la misma figuración que el que se lleva a cabo en oro, es decir, un aumento o disminución del rubro "Movimientos netos de capital" con una variación equivalente -como contrapartida- en el rubro "Saldo" que refleja el movimiento de todos los medios cancelatorios.

c) En billetes.

El movimiento internacional de billetes es muy difícil de reflejar en los balance de pagos ya que es un medio que elude fácilmente todo control. Por otra parte, solo excepcionalmente puede adquirir una importancia tan grande que justifique la implantación de un sistema de control tan rígido como sería necesario.

En el balance de los Estados Unidos figura, dentro de los rubros de Capital, el "Movimiento de Papel Moneda". Seguramente se refiere a los movimientos hechos a través de los bancos o agencias que están bajo control de las autoridades bancarias nacionales, sin pretender que su importe sea el total real.

En otros países, seguramente figura dentro del rubro "Varios", cuando ese movimiento de billetes esté respaldado a la variación en sentido contrario, de otro rubro, lo que hace indispensable su inclusión -por diferencias- para lograr el equilibrio del balance.

d) En mercaderías.



Las "Importaciones" y "Exportaciones" figuran en el Balance de Pagos por un valor que no es el importe efectivamente pagado sino el de las mercaderías realmente trasladadas, hayan sido pagadas o no.

Cuando el pago se realiza, el aumento del rubro respectivo se contrabalancea con el aumento de la importación o exportación de oro. Cuando su valor queda total o parcialmente impago, es necesario, a fin de equilibrar el balance, que la parte impaga se refleje en el movimiento de capitales. De modo que la traslación de capitales en forma de mercaderías, aunque no se lleven estadísticas ni controles, aparece en el balance por un simple juego de mecánica contable.

e) En papeles negociables.

Las letras de cambio giradas por un residente en el país contra un extranjero, figuran en el balance de pagos como diferencia entre la mercadería exportada y los pagos recibidos, si se hallan pendientes en la fecha de cierre de ese balance.

Si la letra hubiera sido comprada a un residente en el exterior que fuera el girador, se produce un ingreso de capital, (el crédito en moneda nacional al vendedor de la letra) y una salida de capital (el crédito del residente contra el girado de la letra).- Hay compensación.

Con respecto a los títulos públicos, acciones, debentures, etc., se tienen particularmente en cuenta las emisiones de títulos extranjeros en las plazas nacionales o de títulos nacionales en plazas extranjeras y sus amortizaciones, a fin de tener una base para estimar los rubros de capitales a largo plazo.-

Pero en cuanto a los valores ya emitidos y la consideración de su traslado físico al exterior, puede aplicarse en li-

neas generales, lo dicho para movimientos en papel moneda (1).-  
d) Determinación por diferencias.

En general, y como veremos luego, no es posible tener un relevamiento exacto de los movimientos de capital. De allí que, cuando el balance de pagos no se nivela, la diferencia se considera como movimiento de ese carácter y se lo incluye en un rubro "Varios", "Remanente" o, como se lo designa en el balance de pagos de los Estados Unidos, "Errores y Omisiones".-

---

(1) El traslado físico de estos valores no da lugar a movimientos de capital (ver pág. 81 y siguientes)

SECCION IIMOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL A CORTO PLAZOCAP. IV.- LOS CAPITALES INTERNACIONALES A CORTO PLAZO

## 1.- CONCEPTO

De acuerdo a lo dicho en la Sección I, al tratar de la Clasificación de los Capitales Internacionales en General, (1) los haberes que un residente en un país tiene en otro se consideran a corto plazo, cuando el titular no tiene la intención de mantenerlos allí invertidos o depositados por mucho tiempo, o cuando son pagaderos a su presentación o dentro de los doce meses en que se concertó la obligación.

## 2.- FORMAS EN QUE SE CONSTITUYEN

Los capitales a corto plazo se caracterizan por ser capitales flotantes ya que, existiendo el propósito de retirarles en cualquier momento, se evita toda inversión cuya liquidación rápida ocasione quebrantos. Por ello se los mantiene en forma líquida o en inversiones fácilmente liquidables.

De las formas mencionadas en el Cap. I los capitales a corto plazo se mantienen en:

- a) billetes nacionales o extranjeros;
- b) depósitos bancarios a la vista o a corto plazo;
- c) en papeles al portador, de vencimiento a corto plazo o cotizables en las Bolsas;
- d) en mercaderías de fácil venta.

Debe destacarse que los valores al portador con vencimiento a largo plazo (debentures, títulos de la deuda pública, acciones), que se cotizan en las Bolsas de Valores, son transferibles en cualquier momento, por lo que los consideramos representativos de capital a corto plazo. Sólo excluirmos de esta afirmación a las acciones que hemos llamado "inversiones directas".

(1) págs. 8 y 9.

"Los bonos y acciones de tenedores extranjeros - dice al respecto el Banco de Ajustes Internacionales (1) - representan para el mercado comprometido, un pasivo potencial a corto plazo del cual es difícil obtener adecuada información".

### 3.- CLASIFICACION DE LOS CAPITALS A CORTO PLAZO

#### A.- Según los titulares.

Esta clasificación coincide con la que dimos para los capitales internacionales en general:

- a) Bienes del Gobierno o de instituciones oficiales;
- b) Bienes de instituciones bancarias comerciales;
- c) Bienes de empresas y particulares, en tres categorías según la forma en que se hallan depositados.

#### B.- Según su objeto.

El Banco de Ajustes Internacionales (2) hace una clasificación de los capitales mantenidos en un país en forma líquida o exigible, destinados a ser utilizados o desplazados a breve término. Establece 4 categorías:

- a) Reservas del Banco Central y otras reservas monetarias y bancarias mantenidas en moneda extranjera.

Se trata de las reservas en divisas que un país posee en el exterior para hacer frente a la demanda de moneda extranjera de quienes deben efectuar transferencias a otro país. Por tal motivo deben ser mantenidas en forma altamente líquidas, y se emplean en el mercado a corto plazo.

Como estas reservas, donde es de aplicación el Patrón Cambio Oro, sirven de respaldo monetario, las respectivas leyes sobre Bancos Centrales reglamentan la proporción y condiciones en que pueden ser mantenidas.

(1) Memoria N<sup>o</sup> 6

(2) Memoria 1934/5, pág. 31 y sig.

b) Fondos empleados en la financiación de comercio exterior.

Incluye créditos para financiar mercaderías en tránsito y depósito, (usualmente liquidables por sí mismos por la venta de las mercaderías), y saldos mantenidos en el extranjero por grandes empresas industriales y comerciales. Hace notar el Banco que, si bien en épocas normales estos movimientos fluctúan en relación con el comercio internacional, en momentos de inseguridad monetaria se producen alteraciones en esa relación, ya que los importadores de mercaderías procedentes de un país cuya moneda tiende a depreciarse, tratan de obtener facilidades para hacer sus compras, previendo que más adelante podrán cancelar los préstamos con divisas compradas a menor precio; en tanto que los exportadores a un país en esas condiciones vacilan en aceptar compromisos de pagos futuros en esa moneda.

Podemos agregar que en el caso de monedas que tienden a apreciarse se verificará la tendencia a realizar pagos anticipados y cobros diferidos.

Los fondos comprendidos en este rubro pueden ser bancarios o privados.

c) Fondos mantenidos para hacer frente a pagos de intereses, dividendos y amortizaciones sobre préstamos a largo plazo y otras obligaciones extranjeras.

Aún cuando pueden confundirse con las del punto a), se trata de fondos destinados a atender determinadas obligaciones, y se acumulan en el exterior poco tiempo antes de que éstas venzan.

d) Un grupo variado de fondos a corto plazo, de naturaleza "financiera".

Incluye saldos resultantes de negocios en valores extranjeros y arbitrajes, cuentas corrientes entre compañías y sus sucursales y subsidiarias en el exterior, créditos creados a consecuencia

de préstamos a largo plazo, "ahorros a corto plazo", dinero que busca "seguridad" y fondos vagabundos en general.

En la misma Memoria, el Banco de Ajustes Internacionales, ha ce notar como de interés, la clasificación hecha en Finlandia, de la deuda extranjera a corto plazo:

- a) comercial y de negocios (commercial & business);
- b) financiera.

### C.- Clasificación en los Estados Unidos.

En su balance de pagos de 1931, Estados Unidos hacía una enumeración de sus activos y pasivos a corto plazo que resulta de interés transcribir por el detalle de conceptos que contiene:

#### Cuentas de deudas a extranjeros

Depósitos

Descubiertos y adelantos

Inversiones

    Aceptaciones

    Letras de Tesorería

    Otras

Aceptaciones libradas por extranjeros y no descontadas, mantenidas al cobro por bancos americanos.

Obligaciones pendientes sobre letras no vencidas giradas bajo créditos concedidos por bancos extranjeros a americanos y aceptadas por bancos extranjeros:

- 1.- letras giradas por exportadores extranjeros (a menudo con garantía de banco americano) bajo créditos concedidos por bancos extranjeros a importadores americanos (1).
- 2.- letras giradas por exportadores americanos bajo créditos concedidos a ellos por bancos extranjeros.
- 3.- letras giradas por importadores americanos bajo créditos concedidos por bancos extranjeros (muy raro).

#### Cuentas de deudas de extranjeros

Depósitos

Adelantos y descubiertos

Inversiones a corto plazo (incluye aceptaciones no descontadas giradas por americanos y mantenidas por bancos extranjeros al cobro).

(1)- Los bancos extranjeros que conceden tales créditos generalmente exigen una garantía por un banco americano asegurando el reembolso al o antes del vencimiento de la letra.

Otros préstamos a corto plazo

Obligaciones pendientes sobre letras no vencidas giradas bajo créditos concedidos por bancos americanos a extranjeros y aceptadas por bancos americanos:

- 1.-letras giradas por exportadores americanos sobre bancos americanos, bajo créditos por aceptaciones concedidas a importadores extranjeros (1).
- 2.-letras giradas por extranjeros con el propósito de crear cambio en dólares.
- 3.-letras giradas por extranjeros para financiar mercaderías en depósito o en tránsito en el exterior.

Las "aceptaciones giradas por extranjeros, no descontadas, mantenidas al cobro por bancos americanos" y las "aceptaciones giradas por americanos, no descontadas, mantenidas al cobro por bancos extranjeros" son apropiadamente consideradas como inversiones a corto plazo por extranjeros en los Estados Unidos y por americanos en el exterior, respectivamente, y se excluyen por lo tanto de esta clasificación.

(1)- Cuando el crédito es concedido al exportador americano, la obligación del importador es al exportador más bien que al mercado monetario americano y por lo tanto el ítem debería ser considerado en el balance de pagos como un crédito mercantil.

## CAP. V. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO

### 1.- CONSIDERACIONES GENERALES

Las consideraciones formuladas en el Capítulo II sobre los movimientos internacionales de capital y de las formas en que los mismos se producen, se refieren tanto a haberes destinados a ser radicados en forma permanente en el país importador (capitales a largo plazo) como a aquellos en que es intención del inversor variarlos a la brevedad (capitales a corto plazo).

El presente capítulo y los subsiguientes se refieren a los movimientos de capitales a corto plazo exclusivamente.

Antes de entrar a las pertinentes consideraciones recordamos que la clasificación en Capital a corto plazo y a largo plazo se refiere a su posible grado de permanencia en un país, y destacamos que no hay diferencias en el mecanismo utilizado para efectuar los desplazamientos internacionales de uno y otro.

La clasificación tiene importancia porque se diferencian los propósitos que los motivan y la oportunidad, características y consecuencias de esos traslados.

### 2.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO EN EL BALANCE DE PAGOS.

#### A.- Equilibrio y desequilibrio del balance de pagos.

Si consideramos el balance de pagos, desde un punto de vista formal, como cuadro numérico contable, debemos concluir a base de los principios y métodos contables habituales, que el mismo se halla siempre en equilibrio, es decir, la suma de su Debe será siempre igual a la de su Haber. Es evidente que, si la diferencia entre lo recibido y lo enviado, se paga en parte en oro y en parte se acredita, la suma del pasivo más las importaciones de oro y los créditos acordados tiene que igualar necesariamente al activo.



E.3

Este inevitable "equilibrio formal" no impide que las partes integrantes del balance, tomadas por separado, arrojen saldos que fluctúan en sentidos y magnitudes iguales o distintas, dando lugar a otro concepto de equilibrio que podríamos llamar "operativo" o "Funcional".

Tomemos los rubros corrientes y los movimientos de capital a largo plazo, y considerémoslos en conjunto.

En cada país hay, teóricamente, una situación interna de producción, costos, renta nacional, que podría considerarse normal y que da lugar a corrientes de exportación, importación e inversiones que se compensan estrictamente entre sí, sin requerir traslados de oro o creación de saldos deudores o acreedores. Se identifica a esta situación con el "equilibrio del balance de pagos".

No obstante, en la vida real dichas corrientes experimentan fluctuaciones constantes que hacen prácticamente imposible hallar un equilibrio de ese tipo. Lo normal es que los rubros considerados arrojen un saldo neto en uno u otro sentido.

Generalmente esos saldos, son razonablemente normales, por su magnitud y duración, en relación con las características propias de la economía del país afectado, y ejercen normalmente dentro del país, efectos económicos que producen su propio ajuste logrando que en el futuro los saldos se inviertan, lo que da lugar a un movimiento de carácter cíclico o pendular que aunque se lo considere como desequilibrio a corto plazo, trasunta un verdadero "equilibrio dinámico".

Cuando en cambio, la existencia de hechos anormales crea saldos cuyos efectos pueden ser graves, y que no se pueden equilibrar en plazo breve con el juego normal de las leyes naturales, si no que exigen sacrificios y la adopción de medidas de excepción, po-

demos hablar de un desequilibrio, definido también con sentido dinámico.

Como no es posible en la práctica lograr un equilibrio operativo mediante la nivelación perfecta de pagos y cobros por rubros corrientes y de inversiones a largo plazo, debe admitirse que normalmente existirá un saldo que se cancelará mediante entregas de oro o se mantendrá como crédito a cobrar o a pagar.

#### B.- Efectos de los saldos y mecanismo de ajuste.

Cuando los rubros activos son mayores que los pasivos, el país obtiene un saldo positivo, que provoca una mayor oferta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional, valorizándose ésta última con respecto a aquella en los mercados de cambio.

Si por el contrario, los rubros pasivos son mayores y el saldo es negativo, se producirá una mayor demanda de moneda extranjera para pagar esa diferencia, elevándose su precio y desvalorizándose en consecuencia la moneda nacional.

En un régimen de patrón oro, las variaciones de los tipos de cambio tendrán como límites los puntos de entrada y salida de oro. Llegados a éstos, comienza el ingreso o egreso de metálico en el país. En un régimen de papel moneda (con tipos de cambio flexibles) la valorización o desvalorización de la moneda, en principio no tiene límites.

Estos fenómenos deben dar lugar a alteraciones que producen el ajuste automático del balance de pagos. Conocido es el proceso de ajuste que va configurando el ciclo económico y que puede exponerse así, en forma muy esquemática y general:

En la fase ascendente, las mayores exportaciones e ingresos de capital producen un aumento en las tenencias de oro que, al depositarse en el Instituto emisor, provocan el incremento del me-

dio circulante. Mayores ingresos y baja del valor de la moneda extranjera aumentan la demanda de productos extranjeros, ya sea por los consumidores, o por los que los utilizan como materia prima para producir artículos nacionales cuya demanda también crece. De tal manera, serán mayores las importaciones. Por otra parte, la abundancia de dinero, aumentada por el mayor margen para créditos que tienen los bancos, hace bajar el tipo de interés con lo que se detienen los ingresos de capitales y aún se llega a los egresos de los que buscan un mejor rendimiento en el exterior. Por último, el mayor costo y las variaciones de los tipos de cambio elevan el precio de los productos nacionales para el comprador extranjero, por lo que las exportaciones tienden a reducirse.

Disminución de exportaciones, aumento de importaciones y salidas de capital invierten el saldo que se hace negativo, con la consiguiente salida de oro y la absorción de medios de pago. Las consecuencias son:

- a) encarecimiento de la moneda extranjera por su mayor demanda;
- b) elevación de las tasas de interés, por la disminución de los medios de pago.

Esto redundará en el encarecimiento y consiguiente reducción de importaciones, abaratamiento de los productos nacionales para el consumidor extranjero y por lo tanto aumento de exportaciones y nuevos ingresos de capital. Volvemos así a la faz ascendente o sea el punto de partida.

En un régimen de papel moneda inconvertible no se producen ingresos ni egresos de oro. Como las variaciones de los tipos de cambio ya no tienen fopos, éstos se elevan o descienden en tal medida, que, teóricamente, producen por sí solos la expansión o contracción de las exportaciones e importaciones.

Tanto en el régimen de patrón oro como en el de papel inconvertible, si por situaciones determinadas el ajuste no se produce, las autoridades se ven frente a la necesidad de adoptar medidas para detener las fluctuaciones o suavizar sus consecuencias. Ellas pueden ser, en el régimen de patrón oro, la devaluación de la moneda o la suspensión de la conversión; en el de moneda papel, la alteración de los tipos de cambio, mediante operaciones estabilizadoras en el mercado respectivo. Podrá utilizar asimismo medidas para regular la cantidad de medio circulante y la política de crédito, y por último, el control de cambios y las medidas de restricción y control de importaciones y exportaciones, ingresos de capitales, etc.

C.- La acción de los movimientos de capital a corto plazo.

Producidos los desequilibrios a que nos referimos en el punto anterior, los desplazamientos de capital a corto plazo contribuyen a lograr la nivelación transitoria o equilibrio a corto plazo del balance de pagos.

Cuando un saldo negativo da lugar a una salida de oro, disminuye el valor de la moneda del país afectado y, debido a la contracción del circulante, aumenta la tasa de interés. Los inversores extranjeros envían entonces sus capitales, con el fin:

- a) de aprovechar las mejores tasas de interés;
- b) obtener un lucro con las diferencias de cambio, ya que al disminuir el valor de la divisa extranjera al punto de salida del oro, prevén que pronto iniciará su ascenso, beneficiándose así con la diferencia entre el precio bajo a que la han comprado y el más alto al que esperan venderla.

Este ingreso de capitales provee al país la cantidad necesaria de divisas para hacer frente al momentáneo desequilibrio del balance de pagos sin que tenga que exportar oro.

En el caso de existir saldos favorables, los ingresos de oro ocasionarán el aumento del circulante y, por lo tanto, bajará la tasa de interés. Además, la oferta de divisas extranjeras valoriza la moneda nacional. Por aplicación del mismo mecanismo anterior, se producirán salidas de capital que neutralizan los ingresos derivados de los citados saldos favorables.

Sin embargo, en otros casos los capitales a corto plazo, han ejercido una acción totalmente distinta a la explicada. En efecto, después de la guerra 1914-18, dichos capitales actuaron con otra orientación. Llevados los inversores por el afán de salvar sus capitales ante la inestabilidad política y económica que imponía en casi todos los países, comenzaron a trasladarlos de uno a otro, a veces en forma repentina, sin atender a las tasas de interés ni a los tipos de cambio; dirigiéndolos a aquellos países en que su presencia era supérflua, en lugar de hacia aquellos cuya situación económica lo hacía necesario.

De tal modo, los movimientos de capitales flotantes o a corto plazo pueden considerarse, frente a su acción sobre el balance de pagos, en dos formas:

- a) como efecto del desequilibrio del balance de pagos: Son los movimientos generalmente especulativos o interesados, pero que cumplen el rol de equilibradores, pues permiten efectuar la nivelación a corto plazo del balance de pagos hasta que la situación se invierta;
- b) como causa de desequilibrios del balance de pagos. Tales, los movimientos anormales. La importancia que adquirieron estos movimientos y las notables perturbaciones que ocasionaron en el mundo, indujeron a los países a adoptar medidas para controlarlos, restringirlos o impedirlos.

D.- La figuración de los capitales a corto plazo en el balance de pagos.

Uno de los problemas que dificulta el estudio de los movimientos de capitales a corto plazo, es la imprecisión e inexactitud de sus estadísticas.

Lo común ha sido que este concepto apareciera englobado en una partida residual, necesaria para nivelar numéricamente el balance de pagos.

Se han hecho intentos para metodizar y unificar la elaboración de los balances de pagos, primero por la Sociedad de las Naciones y últimamente por el Fondo Monetario Internacional, que publicó su Manual de la Balanza de Pagos en el año 1950.

Según el Fondo Monetario Internacional, "los movimientos de activos y pasivos sobre el exterior a corto plazo, son estimados sobre la base de cambios en los saldos y no sobre la base de transacciones" (1).

Pero la diferencia entre los saldos al comienzo y al final de cada ejercicio, tiene que referirse necesariamente a los saldos de cuentas conocidas por las autoridades, o sea, las cuentas oficiales y las bancarias. En tanto que las cuentas privadas no siempre son accesibles; las operaciones que se cursan por ellas no son declaradas. Cuando existe un control de cambios se exige su declaración jurada, pero muchos tipos de transacciones a corto plazo tienen lugar por vías clandestinas. Todos estos movimientos no registrados aparecen, por diferencia, en el rubro residual del balance de pagos.

El Fondo Monetario Internacional divide el balance de pagos en "Cuentas Corrientes" y "Cuentas de Capital". Pero no puede omitir el rubro de "Errores y Omisiones" para cancelar la diferencia resultante de las operaciones no registradas.

Las fórmulas que el Fondo Monetario aconseja utilizar para la declaración de los movimientos internacionales de capitales a

(1)- Fondo Monetario Internacional. "Manual de la Balanza de Pagos" página 4.-

corto plazo son los siguientes:

Cuadro I.- Resumen del Balance de Pagos

B.- Movimiento de Capitales y Oro Monetario.

PRIVADO (excluyendo Instituciones Bancarias)

- 11.- Capital a largo plazo
  - 11.1 Inversiones directas
  - 11.2 Valores en cartera: bonos
  - 11.3 Valores en cartera: acciones
  - 11.4 Amortización
  - 11.5 Otros reembolsos contractuales
  - 11.6 Otros
- 12.- Capital a corto plazo
  - 12.1 Moneda, depósitos, Obligaciones del Gobierno.
  - 12.2 Otros

INSTITUCIONES OFICIALES Y BANCARIAS

- 13.- Capital a largo plazo
  - 13.1 Préstamos oficiales
  - 13.2 Préstamos bancarios
  - 13.3 Valores de cartera
  - 13.4 Amortización
  - 13.5 Otros reembolsos contractuales
  - 13.6 Otros
- 14.- Capital a corto plazo
  - 14.1 Convenios de pagos y de compensación
  - 14.2 Obligaciones con el Fondo Monetario Internacional y con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.
  - 14.3 Otras obligaciones con instituciones oficiales y bancarias.
  - 14.4 Otros
- 15.- Oro amonedado
- 16.- Total

Cuadro XII.- Activos y pasivos a corto plazo sobre el extranjero de individuos e instituciones no bancarias.

Activos

- 1.- Billetes y moneda fraccionaria
- 2.- Depósitos
- 3.- Obligaciones del Gobierno

- 4.- Anticipos por importaciones
- 5.- Créditos concedidos por exportaciones.
- 6.- Otros
- 7.- Total

Pasivos

- 8.- Créditos recibidos por importaciones
- 9.- Anticipos por exportaciones
- 10.- Otros
- 11.- Total

Cuadro XIV.- Activos y pasivos a corto plazo sobre el exterior y tenencias de oro de las Instituciones oficiales y bancarias

Activos a corto plazo sobre el exterior

- 1.- Convenios de pago y de compensación
- 2.- Préstamos
- 3.- Créditos comerciales del Gobierno
- 4.- Activos comprometidos
- 5.- Otros activos restringidos
- 6.- Otros

Obligaciones a corto plazo con instituciones oficiales y bancarias del extranjero

- 7.- Convenios de pagos y de compensación
- 8.- Obligaciones con el F.M.I. y el B.I.R.F.
- 9.- Préstamos
- 10.- Créditos comerciales del Gobierno
- 11.- Otros

Otras obligaciones a corto plazo con extranjeros

- 12.- Créditos comerciales del Gobierno
- 13.- Otros

Posteriormente el Fondo Monetario Internacional inició la publicación de un anuario denominado "Balance of Payments Year-book" con los balances de pagos de los países miembros y de algunos no miembros. Sin embargo se observa en ellos que el agrupamiento de datos suele ser distinto, no solo entre países, sino entre diferentes años para un mismo país, particularmente en lo que se refiere a los rubros de capital y residuales.

El Departamento de Comercio de los Estados Unidos publica los balances de pagos de ese país, en los que incluye los rubros de "Movimientos netos de capital a corto plazo americano en el ex-



terior", "Movimientos netos de capital a corto plazo extranjero en los Estados Unidos" y "Errores y Omisiones". Se complementa esa información con un detalle que contiene:

- 1) capitales americanos a corto plazo en el exterior,
  - a) Privados
  - b) Oficiales
- 2) capitales extranjeros a corto plazo en Estados Unidos.
  - a) Obligaciones de entidades bancarias e individuos:
    - Obligaciones bancarias:
      - Cuentas oficiales
      - Instituciones internacionales
      - Países extranjeros
    - Cuentas privadas extranjeras
    - Otras obligaciones.
  - b) Obligaciones del Gobierno de los Estados Unidos.

Gran Bretaña, en sus Libros Blancos sobre el Balance de Pagos Internacionales, incluye los rubros:

- Préstamos, Inversiones, etc.
- Donaciones al Reino Unido
- Variación de las Obligaciones en £
- Variación de las reservas.

Los capitales privados a corto plazo se hallan incluidos, junto a los de largo plazo, en "Préstamos, Inversiones, etc.", en un subrubro "Otras transacciones de capital". Los saldos oficiales a corto plazo se hallan en los dos últimos rubros.

La República Argentina, cuyos balances de pago se publican en las Memorias Anuales del Banco Central, registra los movimientos de capital en los rubros:

- a) "Saldo neto del movimiento de capitales y otros fondos del exterior", que incluye a los movimientos a corto y largo plazo;

b) "Ajuste de deuda comercial y diferencias varias", rubro equivalente a Errores y Omisiones, que el Banco Central define como "diferencia que proviene principalmente de la circunstancia de que los cobros y pagos no coinciden con las fechas de las exportaciones e importaciones en nuestro país", y en el que es obvio que se incluyen traslados de capital a corto plazo.

### 3.- CLASIFICACIONES DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO.

Se han formulado diversas clasificaciones de estos movimientos de capital.

Nurkse (1) los clasificó en: Inducidos y autónomos.

#### A.- Inducidos

- a) Créditos comerciales;
- b) depósitos de los fondos obtenidos por préstamos a largo plazo, que se mantienen transitoriamente en el país acreedor por cuenta del país deudor para ser transferidos en la moneda de éste.
- c) movimientos especulativos, los que tienen por objeto aprovechar tipos de cambio o tasas de interés favorables.

#### B.- Autónomos

Son los originados en motivos extra-económicos, y los que no se relacionan con el deseo de hacer lo mayor posible la cantidad de capital recuperado.

Por su parte Kindlerberger basa su clasificación en los motivos por los que tienen lugar los movimientos. Los clasifica en cuatro categorías:

- A.- Compensadores o de equilibrio.
- B.- Especulativos.
- C.- De renta.

(1)- Citado por Kindlerberger, op. cit., pág. 4 y siguientes.

## D.- Autónomos.

### A.- Compensadores o de equilibrio

Son los que resultan directamente de los desequilibrios en el balance de pagos, y que contribuyen a realizar su ajuste a corto plazo. Todo cambio en el saldo neto de los créditos comerciales concedidos y recibidos envuelve un movimiento de capital a corto plazo. Este movimiento se produce siempre en el mercado "contado" de cambios, sin que en nada afecte esta conclusión el hecho de que por dichos créditos se compre o venda cambio a término para cubrir los riesgos de eventuales variaciones en los tipos de cambio.

Dentro de este grupo debe también considerarse el traslado de capital a corto plazo que significa mantener depositado en el país prestamista, por corto tiempo, los fondos recibidos a largo plazo.

### B.- Especulativos.

Son los motivados por cambios o perspectivas de cambios en el precio de las monedas extranjeras.

Un especulador compra una moneda extranjera que experimenta una baja persistente, esperando que a corto plazo cambiará esa tendencia por un alza en su valor, por lo que podrá revenderla a mayor precio obteniendo un beneficio.

En estos casos los especuladores no conciertan contratos de cambio a término para cubrir riesgos por variaciones en los tipos, pues su propósito es, precisamente correr ese riesgo para aprovechar una probable variación favorable.

En virtud del hecho de que una perspectiva de alza de una moneda extranjera provoca pagos anticipados o cobros diferidos de mercaderías, estos movimientos pueden considerarse también dentro de los especulativos.

C.- De renta.

Fondos que se trasladan para invertir en otra plaza, con el propósito inmediato de lograr una tasa de interés más alta que la que puedan ganar en el mercado interno.

Dentro de esta categoría debemos distinguir dos tipos de movimientos:

- a) Los traslados de fondos para invertir en operaciones a corto plazo: depósitos, letras de cambio, aceptaciones, préstamos a la vista. El inversor cubre los riesgos de su operación con una venta a término de la moneda adquirida. Como los tipos de cambio a término están afectados por descuentos, puede ocurrir que éste sea tal que neutralice el beneficio que puede obtenerse por la mayor tasa de interés. Por eso no siempre resulta más conveniente la inversión en el país de tasa de interés más alta.
- b) movimientos entre mercados, de valores de varios países, impulsados, no ya por una tasa de interés más alta, sino por las perspectivas de valorización del capital. Se asemejen a los especulativos.

D.- Autónomos

Son movimientos que se producen respondiendo a temores por la integridad del capital. Se los llama comúnmente "fuga o evasión de capitales". Sus características son:

- su partida rápida;
- no se cubren los riesgos de cambio con operaciones a término;
- son intentadas por capitalistas privados más bien que por banqueros o negociantes en cambios;
- son realizados con capital propio y no con fondos recibidos en préstamo.

A los efectos del análisis de los distintos movimientos de capital a corto plazo que realizaremos en este trabajo, los separaremos en dos tipos principales, teniendo en cuenta su acción con respecto al balance de pagos: los que son efecto y causa, respectivamente, de desequilibrios. De tal modo, distinguimos:

A.-) movimientos normales o equilibradores.

B.-) movimientos anormales o desequilibradores.

A.- Movimientos normales o equilibradores.

Son aquellos movimientos que se producen con motivo de la aparición de saldos transitorios en el Balance de Pagos y que hacen recuperar su equilibrio.

Son transferencias privadas, realizadas por aquellos que atraídos por un posible beneficio en el tipo de cambio o en la tasa de interés, desplazan sus fondos hacia los países que están perdiendo reservas y contribuyen, sin proponérselo, a producir el ajuste de los desequilibrios transitorios del balance de pagos.

Incluimos aquí los grupos que Kindlerberger llamó compensadores, especulativos (1) y de renta.

B.- Movimientos anormales o desequilibradores.

Son los que se producen por razones ajenas a propósitos especulativos o compensadores, y sin tener en cuenta, por consiguiente, tipos de cambio, tasas de interés ni situaciones de balances de pagos. Generalmente son de gran magnitud y, en tales casos, provocan el desajuste del balance en lugar de su equilibrio.

Distinguimos dentro de estos movimientos, dos subtipos: (2)

- (1).- Más adelante se verá que, en los años posteriores a 1930 los movimientos especulativos pasaron a ser desequilibradores.
- (2).- Sin tener en cuenta a los especulativos a que se refiere la llamada anterior.

a) de saldos acumulados

Dentro de este grupo se considera a masas de fondos acreditadas en cuentas bancarias o comerciales a nombre de titulares residentes en otro país y cuya transferencia puede pedirse inesperadamente, creando problemas al país deudor en razón de la gran magnitud que generalmente tienen.

Caben en esta categoría los saldos resultantes de la colocación de empréstitos extranjeros y las indemnizaciones de guerra.

Al terminar la segunda guerra mundial se han presentado dos situaciones especiales comprendidas en este grupo:

- 1) los saldos bloqueados, especialmente en £ y R.M., en virtud de convenios de compensación, sin límite de crédito. Al vencer los convenios, los países deudores careciendo de oro o divisas para hacer frente a esas eventuales salidas de capital, por lo que debieron buscar métodos de desbloqueo que no sometieran a sus economías a esfuerzos que no estaban en condiciones de soportar.
- 2) los fondos de ayuda, que Estados Unidos acordó, en forma de préstamos y donaciones, a países devastados por la guerra o subdesarrollados.

b) de fondos erráticos

Cuando debido a temores o falta de confianza, el capitalista retira sus fondos de un país, haciendo caso omiso de tasas de interés o tipos de cambio, se producen desplazamientos de capitales de tipo errático, nervioso, que desequilibran el balance de pagos, y a los que en literatura inglesa se llama "hot money".

Son los que Kindlerberger llama "Movimientos autónomos" y cuyas características hemos dado al exponer la clasificación de ese autor (pág. 41)

CAP. VI.- MOVIMIENTOS NORMALES O EQUILIBRADORES DE CAPITAL A CORTO PLAZO.

1.- CONCEPTO Y CAUSAS.

Son movimientos corrientes, habituales y hasta podríamos decir naturales, ya que se producen espontáneamente, por el juego normal de las fuerzas económicas que regulan los mercados financieros.

Los desplazamientos se producen atraídos por tasas de interés más favorables, o por la perspectiva de variaciones en los tipos de cambio, que permitan obtener un beneficio. También pueden ser motivados por el propósito de aprovechar fluctuaciones bursátiles en países extranjeros. A continuación analizaremos el mecanismo y los efectos de estos movimientos, dentro de los tres distintos sistemas monetarios:

- a) régimen del patrón oro;
- b) régimen de moneda papel con tipos de cambio flexibles;
- c) régimen de moneda papel con tipos de cambio fijos.

2.- LOS MOVIMIENTOS EN REGIMEN DE PATRON ORO.

A.- Mecanismos de los movimientos que especulan con la cotización de las monedas.

Para facilitar la exposición supondremos un balance de pagos entre Argentina y Gran Bretaña con un saldo favorable a nuestro país.

En el régimen de patrón oro el saldo a favor de la Argentina se traducirá en un ingreso de oro en este país, ya que en la medida en que las divisas a nuestro favor no son necesarias para pagar los rubros contrarios, darán lugar a una demanda de pesos que harán llegar su cotización al punto de importación de oro.

Pero en la práctica el traslado de metálico puede no llegar a producirse. Lo evita un movimiento de fondos a corto plazo.

En efecto, el país para quien el saldo de la balanza es positivo, tiende a prestar esos fondos, a corto plazo, al otro.

Así en el caso previsto tendremos:

I.- Para pagar exportaciones argentinas.

- a) los bancos ingleses necesitan pesos, por lo cual se eleva la demanda y por consiguiente el tipo de cambio. Les conviene entonces obtener préstamos en pesos que venden al precio del día y que devolverán cuando, una vez equilibrada la situación, puedan adquirirlos a un precio inferior. De esa manera los ingleses cubren el balance con fondos obtenidos en préstamos a corto plazo. Pueden obtener estos préstamos girando letras de cambio en pesos, que los bancos argentinos pagan a los beneficiarios por cuenta de sus corresponsales británicos.
- b) pueden ser los bancos argentinos los que, ante la posible futura valorización de la £, compran letras de cambio en esa moneda a los exportadores, para hacerlas efectivas en el futuro. Es otra forma de otorgamiento de préstamos argentinos a Gran Bretaña, que nivela la oferta y la demanda de libras esterlinas.
- c) el exportador argentino que ha facturado su venta en libras esterlinas, procurará demorar el cobro en esa moneda o la negociación de las divisas que recibe, hasta que su cotización mejore. En el primer caso está acordando un crédito comercial a corto plazo. En el segundo mantiene un depósito a la vista o una letra a corto plazo en moneda extranjera.
- d) si la venta de la mercadería se concertó en pesos argentinos, será el importador británico el interesado en demorar el pago o efectuarlo con pesos obtenidos en préstamo que



cancelará cuando el tipo de nuestra moneda sea menor.

## II.-Para pagar exportaciones británicas.

- a) al subir el valor del peso y, por consiguiente, bajar el de la libra esterlina, los importadores argentinos se apresurarán a pagar sus compras en Gran Bretaña facturadas en esa moneda aun cuando todavía la mercadería no esté lista y a su disposición. Es decir que, aprovechando el tipo de cambio favorable, harán pagos por anticipado: efectúan préstamos a corto plazo.
- b) en lugar de pagar por anticipado, el importador argentino puede asegurar el tipo de cambio mediante una compra de libras esterlinas a término. El banco vendedor deberá cubrir su posición para no soportar el riesgo consiguiente. Para ello compra libras esterlinas (ya sean divisas o letras de cambio), al precio de hoy. El mantenimiento de esas £ (en cuenta o invertidas) significa la colocación de un capital a corto plazo en el mercado británico.
- c) Si la operación se concertó en pesos argentinos será el exportador británico el interesado en adelantar la cobranza - tal vez acordando un descuento al importador - para poder negociar los pesos mientras su cotización es elevada. Situación similar a la expresada en a), es decir pago anticipado del importador argentino.
- d) en lugar de pedir los pesos con anticipación, el exportador británico puede asegurar el cambio mediante su venta al precio actual en el mercado a término de divisas. El banco británico comprador para cubrir sus riesgos debe vender de inmediato esas divisas y como todavía no las posee pues las recibirá en el futuro debe pedir las en préstamo, con el propósito de devolverlas cuando se liquide la operación a término.

Resultado: un préstamo a corto plazo de pesos argentinos a Gran Bretaña.

B.- Mecanismo de los movimientos que especulan con las tasas de interés.

Un país con saldo negativo de su balance de pagos debe transferir el excedente mediante la entrega de oro o divisas por el Instituto emisor con lo cual cancela una cantidad equivalente de medio circulante y se reduce, como consecuencia, el margen bancario para otorgar créditos. La reducción de circulante y la restricción crediticia elevan la tasa de interés. El país con saldo favorable experimenta cambios opuestos a los descriptos y por tanto baja de la tasa de interés.

Debe presumirse que entre dos países con mercados equivalentes y saldos de balance de pago opuestos, manteniéndose invariables las demás condiciones, la tasa de interés será mayor en el país con saldo negativo.

Los bancos del país con saldo positivo y tasa baja de interés procuran comprar moneda del país deudor a cambio de la propia, que invierten a interés en éste. Por su parte los bancos del país con saldo negativo utilizan la moneda recibida en pago, para hacer frente a la mayor demanda derivada de dicho saldo negativo del balance de pagos. Es la situación expuesta en el punto anterior (A, I, b).

Ahora bien, si la operación se hizo en momentos en que el tipo de cambio no había llegado al punto del oro, el banco inversor corre el riesgo de que al tener que retirar su capital, la moneda en que lo invirtió se haya desvalorizado aun más, provocándole un quebranto de cambios que lo absorba o aun supere el mayor interés ganado.

Para evitarlo, trata de asegurar su cambio, vendiendo a término la moneda extranjera. Esta operación puede concretarse mediante un pase consistente en la compra "contado" y venta "futuro" simultánea de esa divisa. Esta es la diferencia entre esta operación y la mencionada A, I, b.- Mientras que aquí se busca ganar con la diferencia de intereses y se asegura el tipo de cambio para evitar que una variación desfavorable anule ese beneficio, en la anterior ese seguro no se contrata porque se procura precisamente, especular con la diferencia de cambio.

Hasta aquí, cuando la iniciativa parte del país con saldo positivo. Pero pueden ser también los bancos del país con saldo negativo los que toman la iniciativa para aprovechar la diferencia de tasas de interés.

En este caso no compran, sino que piden prestada una suma en moneda del país acreedor, a la tasa más baja vigente en éste. Venden esa moneda, equilibrando así el balance de pagos, y el producto de la venta lo invierten en su mercado a tasa de interés más alta.- (Caso A, I, a).

Aquí la cobertura contra riesgos de cambio sólo podría lograrse mediante una compra a término de la moneda extranjera en el propio mercado y no con un pase con el banco del país deudor ya que al obtenerse las divisas en préstamo y no en venta falta la contrapartida de la operación.

En síntesis, para cubrir los desniveles del balance de pagos el país deudor puede obtener las divisas necesarias, de bancos del país acreedor mediante préstamo o venta.

En el caso de préstamo, el prestatario (país deudor) se beneficia con la mayor tasa de interés, aunque no puede cubrir con "pases" el riesgo de cambio.

149

En caso de venta, es el vendedor (país acreedor) quien se beneficia con la diferencia de tasas de interés. Puede cubrirse con operaciones de "pase" de los riesgos de fluctuaciones de cambio si no desea especular también con éstas.

#### C.- Movimientos que especulan con valores bursátiles.

En el país deficitario, la elevación de la tasa de interés produce una baja de los valores bursátiles ya sea por falta de fondos para invertir, por necesidad de liquidar papeles para destinar los recursos a otros fines o por su menor rendimiento real tratándose de valores a interés fijo.

Esa baja, en mercados de importancia internacional produce una corriente de fondos extranjeros que buscan especular con las variaciones de los precios bursátiles.

Por el contrario, la baja de la tasa ocasiona una elevación de precios lo que quita incentivos a nuevas entradas y provoca la venta por parte de inversores extranjeros que habían comprado durante la baja con el propósito precisamente de vender en momentos de alza. El retiro de estos capitales disminuye el saldo positivo del balance e impide que se llegue al punto de oro.

Lo común es que estas operaciones las realicen inversores privados que transfieren fondos reales con ese objeto. Por lo tanto la iniciativa es tomada por los residentes en el país de tasa más baja, que compran las divisas extranjeras, aplicándose en todo, lo indicado en el punto B para operaciones de este tipo.

#### D.- Efectos de los movimientos normales de capital a corto plazo.

##### 1.- Sobre los movimientos internacionales de oro.

Los movimientos internacionales de capital a corto plazo de carácter equilibrador llenan los vacíos transitorios del balance de pagos evitando movimientos de oro, pues proveen en momento oportu-

no las divisas necesarias para hacer frente a los pagos internacionales que exceden de las cobranzas del mismo carácter.

## 2.- Sobre la situación monetaria.

Para conocer el efecto de estos préstamos sobre la situación monetaria en el país prestamista debemos precisar el origen de los capitales que se prestan; y sobre la del país prestatario, el destino que se les da en el mismo.

a) en el país prestamista.

En un esquema teórico podríamos suponer que estos movimientos de capitales pueden tener tres fuentes que consideramos a continuación:

- α) un banco comercial del país acreedor compra las divisas o letras de cambio a vencer. Esta es la forma habitual de efectuar estas operaciones. El banco compra las letras a los exportadores de su país creando depósitos. Sustituye a aquellos en su carácter de acreedores del exterior, pero pagándoles con fondos creados por él. Por lo tanto los depósitos bancarios aumentan como si hubiera ingresado oro. Pero a diferencia de que en ese caso también aumentaría el efectivo (por la entrega de metálico al Banco Central) y por lo tanto habría margen para mayores ampliaciones de crédito; en cambio, no siendo las divisas o letras, computables por el Banco Central como reserva monetaria, ni por los bancos comerciales para el efectivo mínimo, la creación de los depósitos con que se pagan se realiza utilizando el margen para créditos que ya tenía el banco adquirente. Con lo que se reducen sus posibilidades de acordar nuevos créditos. En síntesis, el efecto es inflacionista pero en menor medida que si hubiera ingresado oro.

β) una persona o firma adquiere divisas o letras de cambio, con fondos que posee disponibles en el país. La compra de las divisas a un exportador por otro residente en el país, no aumenta el circulante ni el crédito bancario. Pero por tratarse de fondos que se hallaban ociosos o invertidos en el mercado financiero y que pasan al mercado de producción, hay un desplazamiento de dinero del sector de baja velocidad de circulación al de mayor velocidad. Su efecto es también de alguna manera inflacionista.

γ) el adquirente del caso anterior obtiene los fondos mediante préstamo bancario. El efecto es idéntico al del caso α).

Lo común es entonces, que estos créditos produzcan efectos infla-

cionistas en el país prestamista, aunque no de la magnitud que hubieran tonido si ingresaba oro.-

b) en el país prestatario

Los bancos del país prestatario que reciben las divisas a corto plazo, las venden a sus importadores contra moneda nacional (retiro de fondos del mercado o disminución de saldos de cuentas bancarias). Pero como no pueden tener ocioso ese dinero pues su contrapartida en divisas devenga intereses, lo invierten en el mercado a corto plazo, es decir en el mercado financiero (creación de medios de pago).- No se reduce el medio circulante pues la absorción en la primera etapa se compensa con la creación en la segunda.

Pero hay un desplazamiento de fondos del mercado de producción al financiero y por lo tanto una disminución en la velocidad de circulación, traduciéndose en un efecto deflacionista.-

### 3.- Sobre el equilibrio del Balance de Pagos.

El ajuste del balance de pagos en un sistema de patrón oro se produce como consecuencia del efecto inflatorio del ingreso de oro en el país con saldo favorable y del deflatorio de la salida en el de saldo desfavorable, efectos que producen la inversión de dichos saldos.

Los movimientos de capital a corto plazo equilibradores o normales proveen las divisas necesarias o expelen las sobrantes, de forma tal que evitan los desplazamientos de oro.- Sin embargo, si con ello neutralizaran también los efectos internos, el equilibrio sería meramente de transferencias, pero no se ajustarían los rubros básicos del balance que son los que deben provocar la nivelación.

Pero, según lo explicado, el país prestamista experimenta

por estas operaciones, efectos inflacionistas similares, aunque menos pronunciados, a los derivados de la entrada de oro.- Y el país prostatario no puede excluir los efectos deflacionistas.-

Por otra parte, si bien la cotización de la moneda del país deficitario no baja más allá del punto del oro, se mantiene baja; lo contrario provocaría la suspensión de la corriente de capitales que buscan, precisamente, especular con esa baja.

De modo que las causas generadoras del ajuste no se neutralizan.

Cuando el desequilibrio del balance de pagos obedece a alteraciones superficiales o transitorias los movimientos de capital a corto plazo evitan el desplazamiento de oro y mantienen el balance nivelado hasta que aquellos efectos internos logran revertir la situación, oportunidad en que se reintegran los préstamos.

Cuando el desequilibrio es fundamental, a largo plazo, pues responde a causas profundas, estos movimientos no pueden sostenerse hasta que el ajuste se produzca.

Sin embargo, no dejan de tener lugar y contribuyen, según se dice, a poner en marcha el proceso de ajuste a largo plazo que posiblemente se concrete en un cambio en la estructura del balance de pagos.-

### 3.- LOS MOVIMIENTOS EN REGIMEN DE PAPEL MONEDA CON TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES.-

En el sistema de patrón oro la proximidad del punto del oro indica que una moneda se está acercando a su valor más bajo o más alto y que el sentido de la fluctuación va a cambiar.- Elo ha ce posible la especulación.

En el de papel moneda con cambios flexibles no existe ese límite de modo que se supone que la fluctuación continuará en sentido favorable a la moneda del país con saldo positivo, sin que o-

xista un punto de referencia para estimar el monto de la posible inversión de su sentido. En este caso el riesgo para los prestamistas es muy grande.

Por lo tanto teóricamente suele presumirse que los movimientos de capital equilibradores no se producen. El equilibrio del balance de pagos resulta de las variaciones muy pronunciadas en el valor de la moneda que detienen, por resultar inconvenientes, los pagos en un sentido y promueven los en sentido contrario.

Se admite sin embargo que, en este régimen hay largos períodos de estabilidad en que los bancos hacen operaciones de préstamos internacionales a corto plazo. Por definición, la adquisición por los bancos a los exportadores del excedente de divisas, representa un préstamo a corto plazo.

Claro es que, cuanto mayor sea el riesgo, menos precio pagarán por ellas y esa es precisamente la causa de la continuación de la depreciación de la moneda del país deudor.

Esta depreciación no será tan pronunciada si el país acreedor concierta una operación de pase con el deudor, vendiéndole una cantidad de su moneda a cambio de las de éste y asegurando la recompra al precio actual con lo que el riesgo recae sobre el país deudor.

También puede el acreedor otorgarle un préstamo en su propia moneda ya que aquí no corre peligro alguno. El riesgo total recae sobre el deudor que deberá más tarde conseguir esa divisa para cancelar el préstamo, por lo que la operación dependerá de él, como en el caso anterior.

Lo lógico es suponer que un régimen de inconvertibilidad no signifique necesariamente una depreciación constante de la moneda o el mantenimiento permanente de desequilibrios, pues éstos no



podrían ser soportados por una nación.

Debe suponerse que esos desequilibrios que ocasionan una depreciación monetaria pronunciada son transitorios y que tarde o temprano se obtendrá la estabilización en el precio anterior o en el nuevo.

Pero, a excepción de esas situaciones accidentales, el balance tendrá una estructura normalmente equilibrada como consecuencia del funcionamiento de una economía interna estable.

En esas condiciones los bancos pueden predecir períodos de fluctuaciones escasas de los tipos de cambio y prestar a corto plazo. El equilibrio se lograría como bajo el patrón oro.

Debemos agregar que las compras de divisas en este régimen están limitadas por el margen con que cuentan los bancos para ampliar el crédito y, si las adquiere el Banco Central, por la proporción de divisas que legalmente le es admitido mantener como reserva monetaria.

#### 4.- LOS MOVIMIENTOS EN EL REGIMEN DE PAPEL MONEDA CON CAMBIOS FIJOS

En un régimen papel de tipos fijos, debemos distinguir:

- 1.- La estabilización del tipo por medio de Fondos de Regulación.
- 2.- La fijación arbitraria y rígida de un tipo obligatorio, por el Estado.

El primer caso, de estabilización racional, a cuyas características nos referimos al tratar más adelante, los Fondos de Estabilización de Cambios, no impide los movimientos normales o compensadores de capital (1). Más bien los facilita dando una base estable.

Pero como su funcionamiento no es automático, sino que está supeditado al manejo del hombre, se hace más difícil la previ-

(1).- En principio es similar al régimen de patrón oro, ya que, al llegar la cotización a un punto mínimo, en un caso sale oro y en el otro el Fondo entrega divisas.

sión sobre el curso futuro, con lo que las transferencias de capital normales de carácter especulativo se exponen a mayores riesgos y adquieren mayor característica de especulación que en el patrón oro (aunque menos que en el de tipos flexibles). Contribuye a ello el hecho de que, por lo general, la administración de los Fondos es secreta. No siempre puede saberse en qué precio las autoridades estarán dispuestas a estabilizar una moneda o en qué momento con-  
si-  
derarán conveniente cambiar ese precio.

Es posible también que el Fondo decida operar con respecto a solo una o pocas monedas extranjeras y no con las demás, o dejar de operar con una de ellas en cualquier instante. No es de carácter general, como el patrón oro, ni de carácter permanente. Los Fondos de Estabilización actúan en los regímenes de cambio flexibles, para hacer frente a los movimientos accidentales a que nos referimos en el punto anterior.- Es decir que el equilibrio normal y corriente que se traduce en la estabilidad de los cambios (aun en régimen de inconvertibilidad), es procurado con el auxilio de estos Fondos que, operando igual que movimientos de capital a corto plazo, los complementan para hacer frente a aquellos desequilibrios mayores.-

El segundo caso se refiere a la fijación artificial de un tipo de cambio inamovible, por el Estado, tal como ocurrió en nuestro país en los períodos en que solo funcionaba el Mercado Oficial de Cambios.

No creemos en la posibilidad de que existan movimientos normales o compensadores de capital a corto plazo en este régimen.

En primer lugar, faltan los atractivos que inducen a esos movimientos. No hay una baja transitoria en los precios de una moneda, con la perspectiva de un alza posterior una vez alcanzado el límite mínimo, como ocurre con el patrón oro. Aquí el tipo es rígido, a lo que debe agregarse una diferencia en contra pues, por lo general, se fijará un tipo de cambio comprador más bajo que el tipo vendedor.

En cuanto a las tasas de interés internas debemos pensar que, en el terreno práctico, uno de los motivos por el que un Gobierno fija un tipo artificial de cambios, es el propósito de evitar el reflejo en la cotización de su moneda, de una política interna de tipo inflacionista. Por lo tanto debemos deducir que la tasa de interés interna será baja, aparte de los riesgos que para todo inversor significa colocar sus fondos en esas condiciones.

Por último debe destacarse que la fijación de un tipo de cambio rígido impide las fluctuaciones normales del comercio internacional que promueven el ajuste y por eso no es aplicable sin el control de cambios. Los saldos favorables del balance de pagos producirán una reacción inflacionista con aumento en la demanda de artículos extranjeros; y los desfavorables una deflacionista, con efectos contrarios. Pero como el tipo de cambio no puede experimentar las correspondientes variaciones que frenen las importaciones y, como casi seguramente, la moneda estará sobrevaluada en razón de una política inflacionista interna, el Estado se verá obligado a implantar un régimen de Control de Cambios y a transformarse en el monopolista del comercio de divisas, única forma de dar efectividad al precio único. Una vez implantado el control de cambios, los movimientos de capital de la banca privada se ven trabados. Es muy arriesgado trasladar fondos a un país para aprovechar posibles

pequeñas diferencias en las tasas de interés, si no se cuenta con la seguridad de poder retirarlos con toda libertad cuando el titular lo desee.

En general, los desequilibrios en estos casos se impiden mediante una rígida adecuación de las salidas de divisas a las disponibilidades y la centralización de los saldos en moneda extranjera en el Banco Central, lo que representa créditos oficiales acordados entre Gobiernos, política que ha sido la base de los Convenios de Compensación suscriptos poco antes y durante la Segunda Guerra Mundial.

Por lo general, se exige la entrega inmediata, y a veces anticipada, en el Mercado Oficial de Cambios de las divisas provenientes de las exportaciones (por lo que el país exportador no acuerda crédito al importador, salvo que así consideremos las divisas no convertidas del Banco Central).- Para el pago de importaciones recién se acuerdan las divisas una vez introducida al país la mercadería (lo que configura un crédito recibido del Banco que tomó el crédito documentario), salvo que se admita la cobertura anticipada del crédito para evitar represalias.- La cobertura la proporciona el Banco Central (con divisas del Mercado Oficial) con lo que es también dicho Banco el que absorbe el desnivel del balance de pagos.

#### 5.- MERCADO DE CAPITALES EQUILIBRADORES.

Virtualmente, los movimientos equilibradores están en manos de los bancos. Son ellos los que piden y acuerdan préstamos internacionales, compran divisas para cubrir los desniveles, compran las letras de cambio a los Bancos del país prestatario, tratan de hacer márgenes con las diferencias de tipos de cambio, invierten los fondos a corto plazo para aprovechar la diferencia entre pla-

zas, de las tasas de interés, etc.

Cuando se dice que, en virtud de las condiciones imperantes se difiere el cobro de una exportación, con lo que se radica un capital en el exterior, por lo general no es el exportador quien **pospone** la cobranza.- Este gira una letra a término que vende a un banco, con un descuento; es el banco el verdadero concedente del préstamo al exterior, que figura en su balance como una Letra comprada.

Por consiguiente el funcionamiento fluido del mecanismo nivelador de los capitales a corto plazo, requiere la existencia de un mercado específico bien organizado.

A este respecto son indispensables:

- a) una buena red de relaciones entre los bancos del país y sus corresponsales del exterior;
- b) un buen conocimiento por parte de los bancos: de la plaza prestataria, de los canales comerciales y de las firmas que operan;
- c) un margen suficiente de crédito que los bancos prestamistas puedan acordar a los prestatarios;
- d) la organización del mercado de cambios del país prestatario que haga posible negociar la moneda prestada y obtenerla nuevamente para su devolución, y cuyos tipos de cambio reflejen el valor real de las monedas;
- e) disposiciones legales y reglamentarias que hagan posible o no dificulten esas operaciones;
- f) la organización, en el país prestatario, de un mercado financiero donde los fondos prestados puedan invertirse, en forma segura y fácilmente liquidable, para aprovechar las tasas más altas de interés.-

No es indispensable que cada país tenga un mercado a corto plazo organizado. Puede uno solo transformarse en un mercado de ca

rácter mundial, capaz de centralizar las operaciones entre muchos países. El caso típico ha sido el mercado londinense, con una organización, relaciones y conocimientos que se extendían a prácticamente todas las plazas del mundo civilizado y que hacía de puente entre países prestamistas y prestatarios tomando de aquellos el dinero disponible para colocarlo en éstos.-

#### 6.- PAISES QUE INTERVIENEN EN LA TRANSFERENCIA

Hasta aquí hemos venido ejemplificando los distintos aspectos del tema mediante el supuesto de dos países de igual importancia relativa, cuyo recíproco balance de pagos arroja un mismo saldo, favorable para uno y desfavorable para el otro. En la práctica, la situación no es tan sencilla y no podemos limitarnos a la existencia de dos países frente a frente.

En un régimen de patrón oro generalizado, todas las monedas están vinculadas entre sí por un patrón fijo, con valores determinados.

Si un país A tiene un balance negativo con el país B y uno positivo con C, cuando los importadores de A que compraron en B ven encarecer la divisa de este último con la que deben hacer sus pagos, tratarán de obtenerla por medio de arbitrajes de cambio a través de la moneda de C.

De modo que la cotización de las monedas de B y C en A se nivela en relación con el saldo neto que tiene para A su balance de pagos general. Si, por el contrario, los balances de A con B y C resultan negativos, el resultado será acumulativo y los capitales, cualquiera sea su procedencia, tendrán que nivelar también su balance de pagos general.

De allí que no debe enfrentarse a un país con saldo positivo con uno de saldo negativo. País con saldo positivo o negativo en su

balance de pagos, es el que lo obtiene como resultado neto de sus o peraciones con todas las restantes naciones tomadas en conjunto.

Este hecho hace resaltar más la diferencia entre las importancias relativas de los países afectados.- Un país de comercio pequeño, con un saldo negativo, puede diluirse en el conjunto de operaciones de los capitalistas mundiales y como consecuencia, el mecanismo de la tasa de interés como medio de ajuste pierde gran parte de su eficacia.

En un régimen de inconvertibilidad pero con libertad para cambiar e intercambiar divisas entre sí, el fenómeno se presenta exactamente en los mismos términos. Podrá apreciarse que el alza o baja de la moneda nacional con respecto a una extranjera va acompañada de variaciones semejantes y equivalentes en los precios de las otras monedas, ya que los arbitrajes de cambio que tienen lugar para aprovechar las disparidades transitorias en las cotizaciones, lo gran su nivelación.

En cambio cuando se opera con divisas de compensación, en que cada moneda puede utilizarse solo para pagos en el respectivo país, sin posibilidad de realizar arbitrajes, las relaciones son bi laterales, de modo que en cada caso juega el saldo del balance de pagos de un país con el otro país contratante. Pero ello no impide que los efectos internos, por ejemplo el total de medio circulante lanzado o absorbido a cambio de las diferentes divisas bloqueadas, esté en relación con el saldo neto conjunto de esos balances de pago independientes.

## CAP.- VII.- MOVIMIENTOS ANORMALES DE CAPITAL A CORTO PLAZO

### 1.- CLASES DE MOVIMIENTOS ANORMALES

Dentro de la designación de Movimientos Anormales o Desequilibradores del Balance de Pagos hemos incluido dos subgrupos

- a) movimientos de saldos acumulados.
- b) " " capitales erráticos.

Cabe observar que despues de 1930, los "movimientos especulativos" habitualmente equilibradores, se presentaron muchas veces como desequilibradores.

### 2.- MOVIMIENTOS DE SALDOS ACUMULADOS

Incluimos bajo este rubro la transferencia de un país a otro de sumas muy importantes de dinero o bienes que deben realizarse ya sea en concepto de transferencias de capital a largo plazo, o en pago de deudas y donaciones.

En las primeras figuran el producto de las emisiones de títulos de empréstito de un gobierno extranjero.

En la segunda, indemnizaciones de guerra, cancelación de grandes saldos acumulados por la compra ilimitada de divisas de compensación, o la entrega de sumas importantes en concepto de ayuda, rehabilitación, etc.

### 3.- EMISIONES EXTRANJERAS

La literatura especializada ha tomado este tema como básico para estudiar el problema de las remesas unilaterales y analizar sus efectos.

En síntesis según esa literatura la primera entrega pone en movimiento capitales a corto plazo en sentido contrario mientras actúan las fuerzas que habrán de equilibrar el balance de pagos, equilibrio a largo plazo que se logrará por una reestructura-



ción de la economía del país, la que se adaptará de esa manera, a su nueva función prestamista,

Vale decir que el efecto será inicial. En el futuro y mientras mantenga un ritmo uniforme de préstamos al exterior, éstos ya forman parte del balance de pagos normal y no provocan nuevos ajustes.

Con respecto al efecto inicial, cabe distinguir distintas situaciones referentes a estos empréstitos, que resultan del origen de los fondos y de la forma y momento de la transferencia.

Los fondos pueden ser obtenidos en el país prestamista tomándolos del mercado, o por la creación de fondos nuevos (préstamos utilizando crédito bancario o préstamos oficiales mediante emisión al efecto por el Instituto emisor). La transferencia al exterior puede hacerse en mercaderías o en oro.

Cuando son fondos tomados del mercado que se transfieren en oro, el impacto es deflacionista (1). Si se retira en mercaderías es inflacionista pues reduce los bienes existentes manteniendo la cantidad de circulante.

Tratándose de fondos creados al efecto, si se transfieren en oro se mantiene la relación interna "bienes-dinero circulante", aunque con menos reservas metálicas. Es similar a la operación de neutralización de las salidas de oro mediante la adquisición de títulos; si las reservas de oro fueran escasas podrían provocar dificultades para realizar importaciones adecuadas al nivel del poder de compra interno existente, traduciéndose así en un efecto inflacionista. Si la traslación de fondos nuevos se hace en mercaderías,

(1) El grado de contracción depende de si los fondos que se retiran provienen del mercado comercial activo o del mercado financiero de menor velocidad de circulación.

su efecto es doblemente inflacionista.

También es importante para el país prestamista el momento y ritmo en que la transferencia tiene lugar. Mientras los fondos recogidos se mantienen en cuentas a nombre del prestatario, sus efectos no se producen (1). El mantenimiento en estas cuentas actúan como un ingreso de capitales a corto plazo que neutraliza la salida del producido del empréstito.

#### 4.- INDEMNIZACIONES DE GUERRA.

Este pasivo que, en todo o en parte, es una deuda a corto plazo, obliga también a considerar los aspectos de la obtención de los bienes a transferir y la transferencia propiamente dicha.

Por lo común, lo primero que pierde el país vencido son sus reservas de oro. La transferencia de las indemnizaciones suele hacerse luego en mercaderías, equipos industriales o mano de obra.

Si las indemnizaciones deben pagarse en mercaderías, habrá que buscar el método para que la carga pese internamente sobre todos en forma equitativa; si la producción no es abundante ocasionará necesariamente una reducción del consumo y un ordenamiento de la producción sobre la base de prioridades impuestas. Se hace también necesaria la implantación del control de cambios para contener el aumento de importaciones, ya que el pago de las indemnizaciones solo puede hacerse con el margen favorable del balance de pagos.

Si el pago debe efectuarse con instalaciones industriales, se reducirá la capacidad de producción del vencido, lo que le impedirá pagar el remanente que suele ser mayor que la suma cancelada con equipos. Lo mismo puede decirse del desplazamiento de mano de obra, salvo que la haya ociosa.

(1) Salvo la contracción si los fondos fueran tomados del mercado.

En el país cobrador el efecto del ingreso de estos bienes dependerá de la situación interna. Si las mercaderías que deben recibirse o que pueden producirse con los equipos que se obtengan, son competitivas con las de la industria nacional, o la mano de obra que ingresa lo hace en momentos en que es redundante, el cobro de la indemnización será inconveniente. En estos casos se prefiere el cobro en dinero (oro o divisas); para ello es necesario facilitar al vencido sus exportaciones, aun en competencia con la de los propios vencedores.

#### 5.- SALDOS BLOQUEADOS

Durante la Segunda Guerra Mundial, Gran Bretaña y Alemania aplicaron una política de compras que consistía en no pagar sino en acreditar su valor en cuenta.

Al concluir la guerra los saldos eran tan grandes que su cancelación inmediata con oro hubiera producido trastornos muy serios a la economía de esos países.

Después de la guerra los convenios de compensación bilateral se difundieron dando lugar a la creación de saldos bloqueados, pero estableciendo márgenes máximos y la forma de pago al vencimiento, para evitar los efectos de su desbloqueo.

#### 6.- CONTRIBUCIONES

Al advenir la paz, Europa se encontró en una situación económica muy difícil y Estados Unidos tuvo que acudir en su ayuda.

Las respectivas contribuciones se realizaron como donaciones o en forma de empréstitos a largo plazo. En cada caso se establecieron previsiones para evitar los efectos de la transferencia al exterior de tan enormes masas de valores.

CAP. VIII.- MOVILIENTOS ANORMALES DE CAPITAL A CORTO PLAZOMOVIMIENTO DE FONDOS ERRATICOS O FLOTANTES

## 1.- CONCEPTO

Dentro del grupo de movimientos anormales o desequilibrados, los de capitales erráticos, flotantes o "hot money", son desplazamientos de fondos ociosos de un país a otro, sumamente inconvenientes tanto para el país que los recibe como para el que los pierde.

Son las tan perjudiciales "fugas de capital", movidas por el temor de pérdidas que podrían originarse por distintas circunstancias y que han sido tan comunes en los años comprendidos entre las dos guerras mundiales.

"El temor del capital a la incertidumbre produce el desinterés del mismo por las inversiones beneficiosas y provoca su fuga hacia lugares seguros." (1).

Kindlerberger dice que se trata de movimientos que se producen de un país con tasa alta a un país con tasa más baja. Algunos autores lo consideran como traslados movidos por razones extra-económicas, en tanto que otros sostienen lo contrario, entendiéndolo que son económicas desde que se trata de salvar el capital. Si bien la tasa del interés es más alta en el país abandonado, se convierte en inferior a la del país de refugio, si se le deduce la prima por el riesgo que el titular estima que corre, y del cual quiere cubrirse. Agrega Kindlerberger que en tanto que un movimiento normal es atraído a un país, uno anormal es impulsado hacia afuera de un país.

El Banco Central de la República Argentina (2) dice: "Los capitales flotantes no se dirigen más hacia los mercados donde su

(1) - André Piatier "Exchange Control", citado por Condliffe J.B. "La reconstrucción del Comercio Mundial", Bs. Aires, pág. 288.

(2) - Memoria 1937, pág. 11.

"presencia sería necesaria, sino justamente hacia aquellos donde "es supérflua, y emigran tan pronto como la evolución desfavorable "de la situación económica pudiera hacer provechosa su presencia".

El aliciente habitual de los movimientos de capital -la perspectiva de una pequeña ganancia especulativa o de mayor rendimiento- ha quedado desplazada por fuerzas más potentes:

el temor de que se abandone el patrón oro o se devalúe la moneda, el peligro de que se inmovilicen o "congelen" las inversiones a corto plazo, la posibilidad de una pérdida total en caso de guerra, etc. En tales condiciones no solo crece la movilidad de los fondos a corto plazo que se trasladan de un centro monetario a otro en busca de mayor seguridad sino que se agrega a ello la transferenciada toda clase de disponibilidades nacionales o extranjeras líquidas o fácilmente liquidables.(1)

## 2.- CAUSAS

Las causas de estos desplazamientos pueden ser las siguientes, todas ellas, como se desprende, movidas por el propósito de buscar refugio (2):

- a) altos impuestos;
- b) temor a que se apliquen altos impuestos (3);
- c) motivos políticos o sociales;
- d) desconfianza en el sistema bancario nacional;
- e) temores de devaluación monetaria.

## 3.- TIPOS

Para el país que pierde los capitales puede tratarse de:

- a) una huida de capital nacional;

(1) - Ellsworth, Comercio Internacional. pág. 234.

(2) - Kindlerberger, pág. 157, copiando en parte a Fano. Excluimos de su enumeración a los pagos por reparaciones o deudas de guerra a las que hemos clasificado en el grupo anterior (Cap. VII).

(3) - El déficit fiscal es equivalente a este motivo.

- b) un retiro de fondos depositados temporariamente en el país en procura de refugio;
- c) un repentino retiro de fondos invertidos en el curso normal de las relaciones financieras internacionales.

Para el país que los recibe:

- a) un capital extranjero que busca refugio;
- b) un capital nacional que se repatria luego de haber huído.

#### 4.- ORIGEN DE LOS FONDOS TRANSFERIDOS

Aquí surge una fundamental diferencia con los movimientos normales.

Estos últimos son realizados, en la generalidad de los casos por los bancos mediante el otorgamiento de créditos (es decir, ampliando sus Depósitos sin la contrapartida en efectivo) a sus corresponsales en el exterior.

En cambio, los desplazamientos anormales son hechos por capitalistas privados, que desplazan capitales reales, que mantienen ociosos o en inversiones muy líquidas.

Al decir "desplazan capitales reales" creemos dar a entender claramente que los movimientos no son créditos en libros sino tras pasos de valores concretos y tangibles que se quitan de un país y se llevan a otro en busca de protección.

#### 5.- INVERSION DE LOS FONDOS

Característica básica de estos capitales, que les da el nombre de "flotantes" o "hot money" es su inestabilidad. Su llegada a un país no significa que se van a invertir en actividades productivas. Se mantienen en cuentas bancarias o se invierten en el mercado monetario en papeles a corto plazo o fácilmente liquidables. De esa forma su estada en el país carece de permanencia. En cualquier instante emprenden el retiro al punto de procedencia o a otra plaza que les resulte más segura.

## 6.- FORMAS Y EFECTOS DE LAS TRANSFERENCIAS

De lo dicho en el punto 4 "ORIGEN DE LAS TRANSFERENCIAS" surge que sirve con este objeto cualquier medio que haga factible el traslado al exterior de cosas u otras formas de haberes existentes en un país; siendo utilizados aquéllos más convenientes o practicables según el momento y las circunstancias. Como "circunstancias" incluimos a las normas restrictivas que generalmente regulan o prohíben estos movimientos, en cuyo caso se adoptan aquéllos sistemas de traslado que los permitan en forma clandestina.

Los medios de que se valen los tenedores de capitales para su traslado internacional son los siguientes:

- a) Las reservas monetarias del país;
- b) Divisas pertenecientes a bancos;
- c) " " a particulares;
- d) Mercaderías;
- e) Monedas de oro y alhajas;
- f) Letras de cambio en moneda extranjera;
- g) Billetes nacionales y extranjeros;
- h) Valores negociables.

Se entiende que cada transferencia podrá estar comprendida en dos distintos métodos según se lo considere desde el punto de vista del país girador o receptor. Así una transferencia en divisas entre un país en que las acepta como reserva monetaria y otro en que se aplique el patrón oro puro, estaría dentro del sistema a) para el primero y b) para el segundo. A continuación consideramos cada uno de los métodos y sus efectos.

### A.- Transferencias utilizando las reservas monetarias del país.

En un régimen de patrón oro, quien desea exportar capitales puede dirigirse al Instituto emisor, canjear sus billetes por

metálico y embarcarlo. En el caso de ingresos, quien importa capital entrega el oro al mismo Instituto y recibe moneda nacional. Debe recordarse que este movimiento de oro ocasiona gastos de transporte, de modo que solamente tendrá lugar cuando la cotización de la moneda ha alcanzado el punto de entrada o salida del oro, en el país importador o exportador del capital respectivamente.

En un régimen de patrón cambio oro en que las divisas convertibles son aceptadas como reservas monetarias, las compras o aprovisionamientos por el Banco Central de las relacionadas con los movimientos de capital son equivalentes a las operaciones con oro.

Efectos en el país en que ingresa el capital: El banco comercial al recibir el oro o las divisas crea un depósito en moneda nacional a favor del titular del capital. Hay un crecimiento primario del medio circulante en el país. Por su parte, ese Banco transfiere ese oro o divisas al Banco Central, quién le acreditará en su cuenta el equivalente en moneda nacional, aumentando su margen para acordar créditos, al hacer mayor su liquidez. Nuevo crecimiento (secundario) de los medios de pago.

De modo que el ingreso del capital ha tenido un efecto inflacionista. En una situación normal y por el juego habitual del balance de pagos, aumentará en el país la demanda de mercaderías y por lo tanto las importaciones, ocasionando la salida de las divisas u oro entradas en exceso.

Efectos en el país originalmente exportador del capital: La situación es inversa a la anterior. La huida de masas de capital produce la salida de oro o divisas, que el Instituto emisor entrega cancelando depósitos bancarios, con el consiguiente efecto de e



flacionista, propio de un saldo desfavorable del balance de pagos. Es un proceso igual al pago de las reparaciones de guerra, aunque inesperado.

Efectos en el país de ingreso, cuando fuga el capital previamente recibido: Ya dijimos que este país sobre la base del oro recibido emitió circulante, se aumentó el crédito bancario, la demanda de mercaderías y las importaciones y debió exportarse oro en igual, mayor o menor cantidad que el recibido.

Pero los capitales así entrados carecen de firmeza, son capitales flotantes, que al primer soplo de intranquilidad se retiran bruscamente.

Para hacer frente a esta huida sin afectar sus reservas de oro o divisas, el país procurará primero obtener préstamos a corto plazo confiando en que logrará hacer renacer la calma. Si no lo logra, aquéllos préstamos se interrumpen y se debe recurrir a las propias reservas. Entonces se comprueba que las divisas que aportó el capital se destinaron al pago de importaciones; que una cantidad adicional de divisas se destinó además al pago de importaciones fomentadas por la expansión del crédito bancario basado en la entrada del capital; y que ahora hay que disponer de nuevas divisas para entregar al capitalista que desea retirarse. (1).

De modo que por una cantidad de oro que el país ha recibido por la entrada de un capital en busca de refugio, tiene que desprenderse de una cantidad superior de metálico. También esta huida tiene repercusiones en el mercado bursátil porque:

1. los que han invertido sus capitales en títulos y deseen huir, traten de liquidarlos;

(1) - Las sumas que se hubieran obtenido en préstamos a corto plazo para satisfacer, en parte, esta demanda de divisas, se agregarán a esa lista, a la brevedad, para cancelar aquéllos préstamos.

2. la depresión que produce en la plaza obliga a liquidar inversiones para obtener fondos en efectivo;
3. la tasa de interés se eleva (a consecuencia de la deflación) haciendo perder valor a los títulos de tasa fija.

Todos estos hechos aumentan la alarma: la huida de capitales, con la consiguiente pérdida de oro, puede ser cada vez mayor, llegando a ejercer una presión insostenible.

Para contenerla puede llegar a ser necesaria la adopción de medidas drásticas en el terreno económico y aún político, la prohibición de los movimientos internacionales de capital, el control de cambios, al abandono del patrón oro donde existe, etc.

Como ejemplo, podemos mencionar el abandono del patrón oro por Gran Bretaña y la implantación del control de cambios en Alemania en 1931, como consecuencia de los extraordinarios movimientos de capital a corto plazo provocados por el pánico que sembró la quiebra del Creditanstalt de Austria.

B.- Transferencias en divisas pertenecientes a bancos: (1)

Se trata de transferencias realizadas mediante débitos o créditos en las cuentas abiertas en los bancos de un país a nombre de bancos de otro.

Los saldos en divisas extranjeras acreditadas en la cuenta de un banco de otro país, integran el activo internacional de éste.

La adquisición por un particular, de divisas acreditadas en cuenta de un Banco de su país, para crear un capital a su nombre en el exterior, da lugar a una típica "salida de capital" que, aunque no disminuye el haber del país tomado en conjunto, (que al particular forma parte del mismo) excluye a esos fondos del control y posibilidad de uso por las autoridades, como elemento monetario.

(1) - Excluidas las que integran las reservas monetarias del Instituto emisor.

Efectos en el país importador del capital: Cuando un banco comercial compra las divisas provenientes de un ingreso de capital (ya sea la moneda del país exportador del mismo o de un tercer país) y no puede convertirlas ni transferirlas al Banco Central, está, a su vez, colocando un capital a corto plazo en el exterior, de carácter equilibrador. Al comprar las divisas, crea a favor del vendedor un depósito en moneda nacional, con lo que aumenta los medios de pago en su país. Pero es un crédito que está acordando dentro del margen con que ya contaba, pues al no haber entrado oro, no hay nuevo efectivo que le permita ampliarlo. El Banco asigna así, al titular del capital, un crédito que, de otra manera hubiera acordado a un empresario nacional. Y como aquél lo mantendrá ocioso o lo destinará al mercado financiero, de menor velocidad de circulación, la compra producirá efectos deflacionistas si el encaje bancario es ajustado (1).

De lo dicho se hace también evidente que, para poder comprar estas divisas, el Banco necesita tener margen disponible para acordar créditos. Y como, generalmente, los desplazamientos anormales de capital son sumamente grandes, es muy difícil que los bancos estén en condiciones de absorberlos si no les es posible ir traspasándolos al Banco Central.

Si la transferencia se hace en la moneda del país importador del capital, la designación "divisas extranjeras" sólo rige para el país exportador del mismo.

En ese caso, en el país importador hay una simple transferencia de cuenta. Los fondos en su moneda nacional que estaban acreditados en una cuenta a nombre de un banco del otro país (por tanto, con una velocidad de circulación muy baja o nula) pasan a una cuenta a nombre de un residente en el mismo país extranjero. No ha-

(1).- Simplemente, reduce el margen de crédito de los bancos. La diferencia con los efectos de la compra de capitales equilibradores (pág. 50) radica en que en éstas los fondos creados se vuelcan en la actividad productiva.

bra ningún cambio en la situación hasta que el nuevo titular decida el destino a dar a los fondos.

Efectos en el país exportador del capital: El banco, al vender las divisas (moneda del país importador, o de un tercer país), está haciendo frente a la salida de capital con sus propios activos en el exterior, es decir mediante una repatriación. Al liquidar la venta, el Banco cancela depósitos sin disminuir el efectivo por lo que aumenta su margen para acordar créditos en plaza.

Para hacer posible estas operaciones, es necesario que los bancos cuenten con reservas suficientes de divisas para hacer frente a la demanda, cosa improbable. (1).

Si la fuga de capital fuera en la propia moneda nacional, no hay egresos de divisas ni siquiera salida neta de capital, pues aquella está compensada con el ingreso que representa la compra de esa moneda por un banco extranjero. En el país se produce un traslado de fondos entre cuentas, pasando de un depósito a nombre de un empresario nacional a otro a nombre del banco extranjero. Siendo ésta de mejor velocidad de circulación, el efecto será deflacionista.

C.- Transferencias en divisas pertenecientes a particulares.

Es éste uno de los métodos habituales para fugar capitales, particularmente donde esos movimientos están prohibidos. Generalmente la compra-venta de divisas a particulares constituyen los mercados negros, paralelos o clandestinos de cambio.

En todos los casos un movimiento de capital mediante este procedimiento está neutralizado por un movimiento semejante en sentido opuesto.

(1) - Este desequilibrio entre oferta y demanda es lo que ocasiona la gran depreciación que la moneda nacional experimenta en régimen de papel moneda en presencia de fugas de capital.

Efectos en el país de que el capital ingresa: pueden darse distintas situaciones según la residencia de las partes intervinientes.

1. el que importa el capital y el que lo compra las divisas que ofrece a ese efecto, residen en el país.

La operación no produce ningún efecto ya que se produce una simple sustitución de titular, compensándose por lo tanto la entrada de capital con una salida equivalente.

2. ambos residen en el exterior.

Si un residente en Estados Unidos desea radicar un capital en la Argentina y le vende dólares contra pesos argentinos a un residente en Francia, es porque este último tenía el capital en nuestro país. De modo que para la Argentina, país de ingreso, ha habido simplemente una sustitución de acreedor.

En un régimen de libre convertibilidad, no hay, por ello, ningún efecto especial.

Sin embargo, en un sistema internacional de pagos como el que ha regido en los últimos años, puede variar la situación. En efecto, las monedas han funcionado aisladas entre sí, en compartimientos estancos, y no eran intercambiables. Al ser distintas e independientes eran calificables. Y así, para un país determinado había divisas "duras" y divisas "blandas". En el ejemplo mencionado, Argentina tenía un pasivo potencial en francos franceses (moneda blanda) y lo ve transformarse en uno en dólares (moneda dura). (1) Puede ocurrir también el caso inverso.

3. quién importa el capital vivo en el país y quién lo compra las divisas, en el exterior.

(1) - El control de cambios prohiba estas operaciones precisamente por el carácter inconveniente que surge de lo explicado.

Como puede apreciarse, el residente en el exterior tenía moneda nacional en el país importador. De modo que hay una compensación entre un ingreso y un egreso de capital. Sin embargo, pueden existir las siguientes derivaciones:

- a) en el caso de inconvertibilidad y de no intercambiabilidad de las monedas, puede plantearse el problema del caso anterior. Un argentino que desea repatriar un capital en dólares americanos, (moneda fuerte) y en lugar de venderlos en el país los transfiere a un residente en Francia a cambio de pesos argentinos de propiedad de éste, perjudica a la Argentina.
  - b) la diferencia entre el destino que dará a los fondos el nuevo titular y aquél en que los mantenía el anterior, puede modificar la velocidad de circulación, presumiblemente en aumento.
4. El que importe el capital reside en el exterior y el que le compra las divisas, en el país.

La entrada de capitales se compensa con una fuga de capital nacional, no produciéndose modificación en la cantidad de medio de pago existentes, salvo que el nuevo titular decida repatriarlo. Fue de haber sin embargo, modificación en la velocidad de circulación.

Efectos en el país del que huye el capital: se presentan 4 casos equivalentes a los del país importador.

1. Ambas partes residen en el país.

No hay cambio alguno pues es un simple trueque entre un capital nacional en el exterior (que se repatrió) y otro nacional que está en el país (y se exporta).

2. Ambas partes residen en el exterior.

Un residente en el exterior que tiene un capital en el país y lo vende a otro residente en el exterior, recibiendo divisas en

el extranjero, sólo provoca el cambio de manos del capital extranjero en el país. En un régimen de no intercambiabilidad monetaria habrá un cambio favorable al país si el nuevo titular vive en una nación con moneda más blanda que el anterior y vice-versa.

- 3. Quién huye es un residente en el país y quién le vende la di visa reside en el exterior.

Mientras que el extranjero que adquirió el capital nacional no decida repatriarlo, no hay una salida neta real pues la fuga se compensa con el ingreso de éste. Sólo se ha creado, entretanto, un pasivo potencial (1) y probablemente, se ha provocado una modificación en la velocidad de circulación monetaria.

- 4. Un residente en el exterior retira su capital comprando divi sas a un residente en el país.

La salida es neutralizada por una repatriación, pudiendo esperarse solo una variación, tal vez en aumento, de la velocidad en la circulación monetaria.

D.- Transferencia en mercaderías

La exportación de mercaderías cuyo contravalor no se recibe, es asimismo, un traslado de capitales desde el país exportador al importador, o a aquél en que queda depositado o acreditado el valor de los productos una vez vendidos.

El pago diferido de una importación significa un desplazamiento transitorio de capital en forma de mercaderías, que se repatria en el momento en que se pagan. El pago anticipado de mercaderías a importar representa un traslado transitorio de capital en divisas, que se repatria en mercaderías al realizarse la importación.

(1)- El pasivo potencial está teóricamente equilibrado por el activo nacional representado por el capital nacional colocado en el exterior. Pero, mientras el primero es de cumplimiento obligatorio (condicionado solo por reglamentos sobre control de cambios), el activo escapa al control de las autoridades nacionales y pue de ser consumido o mantenido indefinidamente en el exterior.

Las operaciones en mercaderías se prestan a otro tipo de movimientos internacionales de capital, sobre todo cuando son dandes tinos: la subvaluación y la sobrevaluación.

La exportación de mercaderías facturadas por menor valor del real permite, de común acuerdo con el importador, mantener la diferencia acreditada en el exterior. Las facturadas por mayor valor permiten el desplazamiento de un capital del país importador al exportador.

Las importaciones facturadas por menor valor hacen posible la radicación de un capital en el país importador ya que éste paga al exterior un importe menor del que corresponde. Y las facturadas por mayor valor permiten al importador trasladar sus capitales al extranjero.

Efectos en el país del que sale la mercadería: Al exportarse las mercaderías sin recibir el pago del exterior, hay una evidente descapitalización del país, como que salen bienes sin reemplazarse por otros o por poder de compra para adquirirlos.

Con respecto al efecto monetario, si la mercadería se hubiese cobrado, la entrega del oro al Banco Central hubiera provocado una emisión de nuevo circulante (ampliación primaria) y un mayor margen para otorgar créditos bancarios (ampliación secundaria): en síntesis, el efecto inflacionista habitual, que provoca la reposición de las mercaderías por producción o importación.

Al no recibirse el pago, no hay ese proceso total. Pero es evidente que la salida de las mercaderías altera la relación bienes-medios de pago<sup>n</sup> aumentando la proporción de éstos con respecto a aquellos. Vale decir que el efecto es también inflacionista.

Es decir que, mientras la salida de capitales en oro con - trae la actividad por su acción deflacionista, la salida en merca-



derías debe producir el efecto inverso. Aunque ese efecto, en lugar de iniciarse en el mercado monetario se iniciará en el mercado de bienes con un alza en los precios.

Supongamos la siguiente posición original:

Banco Central		Bancos Comerciales	
Oro	500	Billetes	500
		Efectivo	400
		Préstamos	600
		Depósitos	1.000
<b>P ú b l i c o</b>			
Billetes	100	Oblig. Bancarias	600
Bancos	1.000	Capital	1.600
Mercaderías	<u>1.100</u>		
	2.200		<u>2.200</u>

Imaginemos tres casos:

- a) exportación de mercaderías a cambio de oro por \$ 100.
- b) salida de capital en oro por valor de \$ 100.
- c) salida de capital en mercaderías por valor de \$ 100.

Los balances originales se transformarán en los siguientes:

Caso a)

Banco Central		Bancos Comerciales	
Oro	600	Billetes	600
		Efectivo	500
		Préstamos	600
		Depósitos	1.100
<b>P ú b l i c o</b>			
Billetes	100	Oblig. Bancarias	600
Bancos	1.100	Capital	1.600
Mercaderías	<u>1.000</u>		
	2.200		<u>2.200</u>

Caso b)

Banco Central			
Oro	400	Billetes	400
Bancos Comerciales			
Efectivo	300	Depósitos	900
Préstamos	600		
Público			
Billetes	100	Oblig. Bancarias	600
Bancos	900	Capital	1.500
Mercaderías	1.100		
	2.100		2.100

Caso c)

Banco Central			
Oro	500	Billetes	500
Bancos Comerciales			
Efectivo	400	Depósitos	1.000
Préstamos	600		
Público			
Billetes	100	Oblig. Bancarias	600
Bancos	1.000	Capital	1.500
Mercaderías	1.000		
	2.100		2.100

Las modificaciones se traducen en las siguientes variaciones porcentuales en las relaciones básicas:

	<u>Bancos</u>	<u>Público</u>
	Efectiva sobre Depósitos	Medio de Pago sobre Mercaderías
	%	%
Posición original	40	100
Caso a)	45,4	120
Caso b)	33,3	90,9
Caso c)	40	110

El caso c) tiene consecuencias inflacionistas a diferencia de b) que es deflacionista. Pero ése efecto inflatorio, es menor que el del caso a) y nace en la relación de "Medios de Pago - Mercaderías", en tanto que se mantienen invariables, al principio, las relaciones monetarias y bancarias.

Efectos en el país importador del capital: Son los exactamente opuestos a los anteriores.

#### E.- Transferencias en monedas de oro y alhajas

La compra por los habitantes de un país, de monedas de oro nacionales o extranjeras, para atesorarlas o remitirlas al exterior, es una forma bastante extendida de exportar capitales, particularmente en forma clandestina, cuando se quiere huir de una moneda que no merece confianza. La moneda de oro, por su durabilidad, su aceptación general en base a su contenido fino, y a la facilidad para su ocultamiento y transporte, es un vehículo que goza de preferencias para el desplazamiento de capitales.

Las monedas de oro no se utilizan en forma de medio de pago corriente. Su posesión por un particular representa un capital atesorado y fuera del mercado. Su exportación no produce ningún efecto, como no sea el de quitar al Estado la posibilidad de expor-

piarlas, para hacerse de metálico en alguna situación extrema.

Con respecto a las alhajas pueden formularse las mismas consideraciones. Es una exportación de mercaderías que no pesa en el mercado de bienes de consumo.

F.- Transferencias en letras de cambio o giros que acuerdan derechos en monedas extranjeras.

Estos derechos son exigibles al vencimiento o a voluntad del titular. También pueden ser vendidos o descontados antes del vencimiento.

Supongamos la adquisición de una letra de cambio en £ girada contra un importador británico. Mientras ese documento no se ha ce efectivo, es un título de crédito a corto plazo contra Gran Bretaña.

En todos los casos estas compras son exactamente equivalentes a la compra de divisas a particulares (Método C).

G.- Transferencias en otros papeles negociables.

Cabe incluir en este grupo las inversiones en papeles que constituyen una amplia variedad de obligaciones productivas. Podemos mencionar los documentos comerciales y las letras de Tesorería. Incluimos asimismo los bonos y acciones que son fácilmente liquidables en los mercados de valores.

Estos valores, a los que ya nos hemos referido como forma de inversión de capitales extranjeros, pueden servir también como vehículo para el desplazamiento de los capitales entre naciones. Pero cabe a este respecto hacer algunas aclaraciones, ya que no siempre el traslado físico del título dá lugar al del capital.

Efectivamente, debe comprenderse que un documento de esta naturaleza es un título representativo de un derecho o de la participación en la propiedad de bienes o créditos existentes en un determinado país. La exportación o importación de esos papeles no sig

nifica el movimiento del capital que ellos representan.

Habrá movimiento de capital recién cuando esos bienes o créditos se liquiden y se reembolse el valor del título representativo.

Los valores emitidos por un país representan un pasivo para el mismo si pertenecen o se hallan a nombre de residentes en el exterior, y un activo para el país de residencia de éstos; no lo representan, en cambio, si pertenecen o se hallan a nombre de un residente en el mismo; en ambas situaciones, cualquiera sea el lugar en que el título representativo se halle depositado.

Los tr spasos de la propiedad ~~de los papeles de un~~ residente en el país a uno del exterior, y viceversa, implican el aumento o la disminución de los activos y pasivos internacionales y, por lo tanto, movimientos de capital, aún cuando los títulos se mantengan en el lugar. En cambio, la exportación o importación del título puede no alterar la situación si no cambia la residencia del titular.

Podría parecer una excepción la exportación por un residente en el país, de papeles nacionales emitidos en divisas, ya que cuando se reembolsan, las divisas quedarán en el exterior, de modo que el titular ha obtenido una real exportación de capital. Pero en verdad, no se altera la situación que existía antes de su exportación, porque siendo pagaderos estos títulos en divisas, est n en el país o fuera de él, su producido podrá quedar de cualquier manera en el exterior si as  lo ordena el titular. Contra la voluntad de éste, solo podrá lograrse la reincorporación de las divisas al país mediante el procedimiento extremo de la expropiación, factible únicamente si no se exportaron los títulos.

Para establecer en cada operación si existe o no movimiento de capital y en qué medida se halla compensado por un movimiento en

sentido contrario hay que considerar:

- a) el país emisor;
- b) la moneda en que está emitida;
- c) el país de residencia del comprador y vendedor;
- d) la moneda en que se paga la compra.

#### H.- Transferencia en billetes nacionales y extranjeros.

El papel moneda de un país puede compararse a un título al portador que no devenga interés. Su poseedor es titular de un derecho sobre el país emisor. Una cantidad importante de éstos billetes en poder de residentes en el exterior representan una obligación para el país que los emitió, similar a los depósitos bancarios extranjeros.

Normalmente los billetes son llevados de un país a otro por turistas u otros viajeros que los venden en el lugar a que llegan para obtener dinero local con el que hacer frente a sus gastos.

Cuando se trata de monedas de prestigio, como el dólar, los bancos compradores no tienen inconvenientes en mantener cantidades apreciables de ellos, como una verdadera inversión. Pero si algún acontecimiento les hace dudar acerca de la estabilidad de esa moneda, tratan de inmediato de enviarlos a sus corresponsales en el país emisor, para que le acrediten en cuenta su equivalente, que luego se convierte en oro, o bien les debitan ellos directamente a su corresponsal en la moneda de su país.

Los ingresos de billetes en dólares a los Estados Unidos en 1933, que luego veremos, son una prueba de ello.

Como en el caso de los títulos al portador el traslado físico de un billete extranjero no significa movimiento de capital, salvo en la primera operación.

Cuando llega a la Argentina un turista norteamericano tra -

yendo consigo billetes en dólares y los negocia en una Agencia de Cambio, ésta procede a "exportar" un capital, pues cambia un activo nacional (pesos que entrega al turista) por un título de crédito contra el Gobierno de los Estados Unidos.

Cuando, posteriormente, vende esos billetes a quien los desea remitir al exterior, lo único que ha hecho es pasar de mano un capital va en el exterior. En efecto, los billetes de un país no son capital en otro, sino un simple título representativo de uno radicado en el primero. Por eso el atesoramiento de billetes extranjeros puede representar una "huída individual" de la moneda nacional, pero no un movimiento de capital, pues el anterior poseedor de los billetes (particular o casa de cambio), y por tanto acreedor a corto plazo de la Nación emisora, ha sido sustituido por otro acreedor.

La venta de esos billetes a una persona que va a radicarse en el exterior disminuye el activo nacional; aunque desde el punto de vista práctico puede carecer de importancia.

EMERGENCIA

LA ACCION OFICIAL FRENTE A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO

PLAZO

CAP. IX.- ACCION INTERNA. LOS MOVIMIENTOS NORMALES.

1.- ALCANCE DE LA ACCION OFICIAL

Los movimientos normales de capital a corto plazo, constituyen un rubro fundamental en los balances de pagos internacionales. Estos balances no pueden mantener un equilibrio rígido y permanente; sólo se aspira al equilibrio dinámico. Aún durante el año tiene que haber saldos a favor y en contra del país, que se van compensando en el tiempo.

Esos desvíos ya sean anuales o correspondientes a períodos menores, son cubiertos mediante créditos a corto plazo. De modo que un país no puede privarse de estos movimientos sin experimentar tensiones sobre sus reservas monetarias.

El problema de estos movimientos normales de capital a corto plazo no radica, entonces, en su existencia y realización, sino por el contrario, en su falta o insuficiencia.

Los Gobiernos deben intervenir en dichos casos para proveerlos mediante algún medio de atracción, o para sustituirlos con movimientos realizados oficialmente.

2.- PAISES QUE ACCIONAN

Para contestar a qué país interesa promover los movimientos normales de capital, hay que establecer cuál se perjudica con su paralización.

En general, estos movimientos tienen como efectos facilitar el comercio internacional, impedir traslados de oro y alterar, en alguna medida, los efectos sobre el mecanismo monetario interno que lleva al ajuste posterior del balance de pagos.



Para el país acreedor, evitar los ingresos de oro carece de importancia práctica. Es él quien debe recibir el pago, de modo que la salida de capitales a corto plazo significa una postergación del cobro de sus créditos.

Sólo tendrá interés en financiar estas operaciones cuando necesita fomentar la exportación de sus productos frente a un mercado reticente, o bien como una contribución a la agilitación del comercio internacional en general.

En cuanto a los efectos monetarios, la salida de un capital equilibrador desde el país acreedor, no impide los efectos inflacionistas del saldo favorable, aunque los suaviza. Pero esto último a costa de una parte del margen de crédito que los bancos tenían disponible para atender las necesidades internas.

Un beneficio que podrían reportarle los préstamos, serían las ganancias por diferencias en los tipos de cambio y en las tasas de interés. Pero éstas son ganancias para los bancos y no para el Gobierno por lo que no incitan la acción oficial. Y además puede apreciarse que si los movimientos normales se han detenido, es porqué esas utilidades no existen o no son suficientemente atractivas para esos bancos.

En cuanto al país deudor la situación es distinta ya que:

- a) los movimientos normales evitan drenajes en las reservas monetarias del Banco Central;
- b) si las obligaciones son en moneda nacional, el crédito recibido permite reducir la operación a un simple crédito a la cuenta del país acreedor. Los fondos pueden ser invertidos reduciéndose el efecto deflatorio del saldo negativo.
- c) si son obligaciones en moneda extranjera puede invertir el producto de la venta de las divisas recibidas en préstamo, lucrando con las diferencias entre las tasas de interés.

d) el préstamo recibido impide la reducción de los medios de pago existentes y del margen de crédito bancario. Hay un simple reemplazo del titular de un depósito: un residente en el país es sustituido en ese carácter por un residente en el exterior. El único efecto probable será una reducción de la velocidad de circulación del dinero.

En síntesis, para el país acreedor hay una ventaja especulativa que sólo interese a los banqueros y quizás una suavización en el efecto inflatorio por la reducción del margen de crédito. Salvo este último aspecto, que puede ser salvado por el Gobierno con las medidas pertinentes -modificación de las tasas, del mínimo de liquidez, etc.- el Estado sólo se ve interesado en movimientos de capital equilibradores cuando le facilita la colocación de productos de difícil salida, o como una colaboración nacional a la reactivación del comercio internacional. Para el país deudor las ventajas son más positivas, pues como el sentido común lo indica, es un deudor a quién se le permite diferir el pago.

De allí que, frente a la falta de movimientos de capitales el Gobierno que más se preocupará por la adopción de medidas para provocarlos o reemplazarlos, será el del país con saldos desfavorables en su balance de pagos.

3.- MEDIOS OFICIALES DE ACCION

Para lograr la atracción de capitales equilibradores o para cubrir el vacío que dejan, puede recurrirse a los siguientes medios (1):

- a) las tasas de interés;
- b) los fondos oficiales en divisas;
- c) los saldos en divisas obtenidas por medio de créditos internacionales.

(1) - Si no se obtiene éxito, se adopte el Control de Cambios para reducir los pagos al nivel de los ingresos.

#### A.- Tasas de interés a corto plazo.

Siendo la tasa diferencial de interés uno de los atractivos para promover los movimientos de capital a corto plazo de carácter especulativo, las autoridades del país interesado procuran que la que rige en su país sea superior a la de las plazas extranjeras cuando desean atraer capitales.

Ya se explicó que en el país con balance de pagos negativos podrá haber una elevación de la tasa de interés debido a la disminución de los medios de pago.

Pero la interrupción, no realización o insuficiencia de los movimientos equilibradores de capital, indican que esa elevación no es suficiente.

La acción del Banco Central sobre la tasa de redescuento que incide de inmediato en las tasas bancarias de plaza por la necesidad de los bancos de recurrir a ese medio de procurarse fondos puede acentuar y dar firmeza al alza de éstas.

#### B.- Fondos oficiales en divisas.

Cuando hay un saldo neto desfavorable en los pagos internacionales sólo es posible evitar el drenaje de las reservas con nuevas ofertas de divisas provistas mediante préstamos a corto plazo.

A falta de éstos, y para sustituirlos el Banco Central suele operar en los mercados de cambio, mediante operaciones llamadas "de regulación del mercado". A tal efecto vuelve en él, divisas que posee en sus cuentas en el exterior, nivelando la demanda con la oferta y evitando el movimiento de oro.

Cuando el saldo del balance de pagos es favorable, el Banco Central compra divisas en el mercado de cambio, creando una disponibilidad en el exterior y evitando con ello el alza exagerada de la moneda nacional, o la entrada de oro.

Al crear esa disponibilidad, el Banco Central ha radiado un capital a corto plazo en el exterior suplantando en esta función a la Banca privada en la medida en que ésta no actuó como se esperaba. Esas divisas serán vendidas por el Banco Central cuando se produzcan el movimiento inverso.

Para actuar de esta manera, el Banco Central puede utilizar sus propias disponibilidades siempre que tenga reservas flexibles, es decir que se halle legalmente en condiciones de ampliar la emisión monetaria sin aumentar sus tenencias de oro o divisas computables como reservas.

Una forma de facilitar la acción de los Gobiernos en los mercados de cambio, fué la creación de los Fondos de Estabilización.

Es una forma típica de acción oficial que compra monedas extranjeras cuando un ingreso excesivo amenaza con aumentar el valor de la moneda nacional y las vende en el caso contrario. A este respecto, interesa mencionar la Cuenta de Igualación de Cambios de Gran Bretaña ya que compraba las divisas con £ obtenidas mediante la colocación de Letras de Tesorería en el mercado monetario. Su adquisición por los Bancos o con fondos obtenidos de éstos provocaba otorgamientos de créditos bancarios en la misma medida en que reducía la concesión de nuevos créditos. De modo que su efecto en este particular es idéntico a los créditos a corto plazo que consideramos normales.

No obstante, el Fondo convertía a oro las divisas adquiridas. No evitaba los movimientos de metal como los traslados normales de capitales equilibradores. En segundo lugar, la política monetaria que siguen las autoridades puede también diferenciarlos de aquéllos. Así, el Fondo Británico se creó para neutralizar las fluctuaciones temporales de los cambios y no las a largo plazo. Es de-

cir que se utilizaba para evitar los desequilibrios anormales y no los habituales (propios de la balanza comercial), a la inversa de lo que ocurre con los movimientos normales de capital a corto plazo. Por esta razón consideramos a los Fondos de Estabilización como un medio de control de los movimientos anormales de capital y no para provocar movimientos de capital tendientes a cubrir los desníveles causados en el balance por las operaciones normales y corrientes.

### C.- Créditos Internacionales.

En los últimos años, los movimientos de capitales equilibrados se han visto muy reducidos debido a los especiales regímenes de cambios y su control, las inconversiones, los tipos fijos de cambio, las divisas congeladas o de compensación, etc.

Los Estados, frente a la necesidad de enfrentar los desníveles en sus pagos internacionales y no teniendo la posibilidad de contar con los movimientos de capital ni con reservas propias, han tenido que recurrir a los créditos entre Gobiernos para sustituir a los de la Banca privada. El caso típico han sido los Convenios de compensación con márgenes de crédito pre-establecidos. Estos márgenes constituyen de por sí radicaciones en el exterior de capitales a corto plazo, y provocan en los países otorgantes de los créditos los consiguientes problemas vinculados con los márgenes de emisión monetaria o de ampliación de crédito bancario, y con los riesgos de cambio por acumulación de divisas inconvertibles debiendo los acuerdos contener cláusula que los prevean.

CAP.X.- ACCION INTERNA - CONTROL DE LOS MOVIMIENTOS ANORMALES

1.- MEDIDAS UTILIZADAS

Los efectos perturbadoras de los movimientos de capital a corto plazo alcanzaron una importancia muy grande después de la guerra 1914-1918, y especialmente a partir de la crisis de 1929. Los factores de ~~intranquilidad~~ inestabilidad en el orden político, social, económico, etc., que se presentaron en el mundo y que tuvieron como desenlace la reciente guerra, propagaron una intensa sensación de temor y los titulares de capitales comenzaron a desplazarlos nerviosamente en distintas direcciones en procura de un seguro refugio.

Esta situación indujo a los principales países a adoptar medidas para evitar que los movimientos afectaran su estabilidad económica.

Podemos clasificar las medidas en:

- I.- Destinadas a desanimar los movimientos o a provocar movimientos en sentido contrario para neutralizarlos:
  - a) devaluación monetaria;
  - b) manejo de los tipos de cambio;
  - c) variación de las tasas de interés.
- II.- Destinadas a neutralizar o disminuir los efectos de los movimientos en los mercados monetarios, financieros y de cambio:
  - a) fondos de estabilización de cambios;
  - b) flexibilidad de las reservas de oro y divisas de los bancos centrales;
  - c) política de crédito;
  - d) operaciones de mercado abierto;
  - e) regulación del mercado de valores;
  - f) bloqueo de los fondos que ingresan;
  - g) desdoblamiento de los mercados de cambio.

III.- Destinadas a impedir los movimientos:

- a) abandono del patrón oro;
- b) control de cambios extranjeros;
- c) control del movimiento de fondos y valores;

IV.- Medidas complementarias y auxiliares:

- a) organización de estadísticas;
- b) observación constante de los movimientos de capitales en el mundo.

Algunos autores comprenden a todas las medidas dentro de la denominación "control de los cambios". No cabe duda que la adopción de cualquiera de ellas significa una intervención estatal.

Pero, como dice Condliffe, (1) "es necesario establecer una distinción entre las políticas cuya finalidad es regular y moderar las fluctuaciones en el mercado de los cambios, mediante la manipulación de sus tipos, las operaciones en el mercado abierto o el empleo de los fondos de estabilización monetaria, y el control de cambios en sentido estricto recurriendo a métodos de racionamiento".

Las primeras medidas tienen un campo de acción muy limitado. Sólo surten efecto en ciertas circunstancias y dentro de cierta medida. Dice Condliffe (2) "...los intentos de regular el precio de una divisa tienen límites muy reducidos de acción efectiva, siempre que se utilicen solamente los fondos de nivelación o las operaciones en el mercado abierto".

Cuando a pesar de esas medidas, la presión es muy grande, y la salida o entrada de capitales persiste, "las autoridades que tratan de mantener la estabilidad del tipo de cambio se ven obligadas a intentar un control parcial del mercado, prohibiendo la ex -

(1) - Condliffe, J.B., Ob. cit., pág. 289.

(2) - Idem, pág. 291.

portación de oro o de divisas, imponiendo el control oficial u oficioso sobre la exportación de capitales y restricciones al pago de las deudas externas, o de las propias importaciones de mercaderías" (1)

Este control, parcial al principio, se va haciendo poco a poco total.

Analizaremos brevemente cada una de las medidas enunciadas.

2.- MEDIDAS DESTINADAS A DESANIMAR LOS MOVIMIENTOS O PROVOCAR MOVIMIENTOS OPUESTOS PARA NEUTRALIZARLOS.

a) Devaluación monetaria

Devaluar es reducir la paridad oro de la moneda. Un país puede devaluar su moneda de una plumada, o puede abandonar el patrón oro y volver a él a una paridad más baja, después de algunos meses o años (2).

En un régimen de patrón oro una fuerte salida de capitales provoca un egreso de oro. La devaluación monetaria consistiría en reducir el valor de la moneda local con respecto al oro de modo que al encarecer el metálico se desalientan los movimientos. Por otra parte, la mayor cantidad de unidades de moneda local que se obtiene por cada onza de oro podría atraer al país capitales del exterior, y provocar un aumento de las exportaciones, proporcionando así el oro necesario para atender la salida.

Cabe hacer notar que a veces la medida resulta, no voluntaria para neutralizar los movimientos, sino imperativa a causa de éstos y a fin de evitar males mayores.

Recordemos que una salida de capital a corto plazo que había ingresado poco antes, dá lugar a salidas de oro y divisas en cantidades superiores a las que ingresaron por su causa. Inciden

(1).- Condliffe, J.B., Ob, cit. pág. 292.

(2).- Benham F. Curso Superior de Economía, pág. 422.



también los créditos acordados por los bancos en base a ese aumento de circulante. Resulta, en definitiva, que el dinero en circulación susceptible de convertirse a oro es superior a las reservas, es decir que en realidad, a cada unidad monetaria le corresponde menos oro.

Puede ocurrir también que la moneda nacional esté sobrecargada, fomentando las importaciones y los egresos de capital, con las consiguientes salidas de oro. En este caso se presenta la necesidad de producir la devaluación. Mencionamos como ejemplo de esta situación a Gran Bretaña, que volvió al patrón oro en 1925 con la paridad muy elevada, experimentando los trastornos consiguientes.

Como ejemplo de devaluación forzosa a causa de los movimientos de capitales, se mencionan las de los países del bloque del oro a partir de 1935. Bélgica devaluó su moneda en un 20%, Francia y Suiza 30% y los Países Bajos cerca del 20%. Francia realizó más tarde nuevas devaluaciones.

La devaluación monetaria como medida para evitar la huida de capitales puede tener un efecto limitado. Si las causas de la fuga son importantes, los titulares de los capitales preferirán perder en la conversión a oro a correr el riesgo de mantener sus activos en el país.

#### b) Manejo de los tipos de cambio.

En un régimen de moneda papel, con tipos de cambio fijados o regulados por las autoridades monetarias, pueden, como en el caso anterior, modificarse las relaciones de la moneda nacional con las extranjeras con el objeto de desalentar los movimientos de capital en un sentido, fomentando los que se realizan en sentido contrario. También como en el caso anterior sus efectos son limitados

y dependen del riesgo que importe para el capitalista mantener sus fondos en el país. Por otra parte la posibilidad de que las modificaciones de los tipos se produzcan por voluntad de las autoridades, sin el límite que les fijan los puntos del oro, es otro elemento de desconfianza que hace más difícil el ingreso de capitales.

b) Variación de las tasas de interés.

Hemos explicado este método al referirnos a la acción oficial con respecto a movimientos normales. La medida tiende a provocar un movimiento normal para compensar desequilibrios del balance de pagos provocados por cualquier causa y entre ellas, por los movimientos anormales de capital. Frente a éstos, sin embargo, la medida suele carecer de eficacia. Es más fuerte el temor de perder el capital que el afán especulativo de sus dueños.

Al definir estos movimientos dimos como una de sus características salientes, que se producen de un país con tasa de interés alta a uno con tasa más baja. Esto es bastante categórico.

3.- MEDIDAS DESTINADAS A NEUTRALIZAR O DISMINUIR LOS EFECTOS DE LOS MOVIMIENTOS.

a) Fondos de Estabilización de Cambios.

Es este quizás el método más importante de los destinados a neutralizar los efectos de los movimientos internacionales de oro en la economía interna. Los restantes métodos es muy común que actúen conjuntamente o como auxiliares o complementos de éste.

"Consiste esencialmente en separar una cantidad de oro o de divisas extranjeras que se destinan a hacer frente a las variaciones temporales del cambio, aislando al sistema nacional de crédito de las fluctuaciones que procedan de los movimientos especulativos de capitales". (1). "Un ataque a la baja puede enfrentarse con la

(1) - Condliffe J.B., op. cit., pág. 291.

oferta de divisas del fondo de estabilización, que se compromete a adquirir toda la moneda nacional que pudiera ofrecerse, al tipo de cambio al cual se pretenda mantener la estabilidad de la divisa. El fondo puede absorber por el mismo procedimiento todas las ofertas de dinero a corto plazo, sin tener necesidad de aumentar la base crediticia de la comunidad, manteniéndose en reserva las divisas adquiridas por este método con objeto de hacer frente a fluctuaciones posteriores de la oferta y la demanda". Se distinguen dos tipos de fondos (1): tipo "crédito" y tipo "oro". El de Gran Bretaña era de tipo "crédito" puro. El de Estados Unidos era tipo "oro".

El Fondo británico fué provisto de una cantidad de letras de Tesorería. Cuando se produce una entrada de fondos del exterior, con la consiguiente demanda de £, el Fondo coloca las Letras de Tesorería en la plaza y obtiene £ con las cuales compra las divisas que se le ofrecen. Cuando se produce el movimiento contrario, vende esas divisas contra £ y con éstas retira las Letras de Tesorería.

El Fondo de Estados Unidos tuvo como base una cantidad de oro resultante de la revaluación del dólar. Frente a un ingreso de fondos, por un desnivel favorable del balance de pagos, el Fondo traspasaba la titularidad del oro (mediante la entrega de Certificados de Oro) al Banco de la Reserva a cambio de billetes en dólares emitidos por éste, que eran utilizados por aquél para comprar divisas. Un saldo desfavorable permitía al Fondo vender las divisas, recuperar los dólares y devolverlos al Banco de la Reserva a cambio del oro.

La Cuenta de Igualación británica compraba el exceso de divisas ofrecidas, manteniendo el tipo de cambio en un nivel razonable. Actuaba así en forma semejante a un greso de capital a corto

(1) - Kindlerberger C.P. 06 cit., pág. 213.

plazo que neutraliza a los ingresos de fondos. Sin embargo, su condición de prestamista al exterior (que se traduce en su posesión de divisas extranjeras) es transitoria porque la Cuenta procede a convertir a oro esas divisas. Vale decir que, hasta aquí, evita las fluctuaciones del precio de las monedas pero no el desplazamiento del oro.

Con respecto al mercado monetario, la Cuenta compra las divisas con £ obtenidas mediante la venta de Letras de Tesorería. Estas letras son generalmente compradas por los bancos, o por las casas descontatarias utilizando préstamos bancarios. En esa forma no hay emisión de circulante por el Banco de Inglaterra ni ampliación de la base crediticia de los bancos como ocurriría si entrara oro, por la vía normal. La ampliación del rubro "préstamos bancarios" por los que se acuerdan para comprar las Letras de Tesorería constituyen un aumento de los medios de pago y por lo tanto hay un ligero efecto inflacionista (1). Pero esos préstamos se otorgan utilizando el margen crediticio actual de los bancos, con lo que se reduce la posibilidad de acordar créditos a otras actividades. En su suma un efecto inflacionista mucho menor que el que se hubiese producido mediante el ingreso normal de oro: un efecto exactamente igual al que hubiese producido una entrada de capital a corto plazo cuyas divisas adquirieran y mantuvieran los bancos. En cambio, si éstos no tienen margen para ampliar créditos y las Letras de Tesorería se adquieren con fondos ya en poder del público, el circulante absorbido y el lanzado se igualan, no produciéndose ningún efecto por el ingreso de fondos del exterior.

Lo mismo ocurre si las Letras de Tesorería son compradas, como inversión a interés, por el titular de los capitales ingresados, con las £ obtenidas a cambio de sus divisas.

(1).- Que será menor o inexistente si los nuevos fondos se destinan al sector financiero.-

¿Cuál es la eficacia de este método? En primer lugar debe -  
 mos destacar que el Fondo británico se creó con una disponibilidad  
 de £ y pudo atender ingresos de oro. Pero no hubiera podido comen-  
 zar a funcionar si en la primer operación hubiera tenido que aten-  
 der un saldo transitorio desfavorable del balance de pagos pues ca-  
 rreía de divisas. Este debía haberse cancelado necesariamente con  
 las reservas metálicas del Banco de Inglaterra.

Desde otro punto de vista todos estos procedimientos tienen  
 límites muy reducidos de acción efectiva. El Fondo inglés, podrá  
 esterilizar el oro que ingresa, en la medida que posea Letras de  
 Tesorería para lanzar al mercado o, si se amplía la cantidad de és-  
 tas, hasta el límite de la capacidad receptiva de dicho mercado. Si  
 se trata de hacer frente a las salidas de oro, lo logrará hasta que  
 sus existencias se agoten.

"El poder del Fondo de mantener bajo el valor de las £ está  
 limitado por la magnitud de sus disponibilidades en libras esterli-  
 nas, y su poder de mantenerlo alto por la magnitud de sus disponi-  
 bilidades en moneda extranjera". (1).

El Fondo de Estados Unidos, de "tipo oro" tuvo como base  
 una cantidad de oro resultante de la revaluación del dólar. Su úni-  
 co efecto es evitar las fluctuaciones de los tipos de cambio, pero  
 no impide los movimientos de oro ni aísla el mercado de crédito. Al  
 parecer su creación habría tenido en vista mantener el valor de  
 las monedas, antes que evitar el efecto del ingreso de oro sobre  
 el sistema de crédito del país. En esa forma, cuando se producía  
 un fuerte ingreso de una moneda extranjera, el Fondo trasladaba  
 (mediante entrega de certificados de oro) el metálico al Banco de  
 la Reserva, el que emitía los billetes necesarios para comprar a-

(1) - Benham, F. Curso Superior de Economía, México, pág. 403.

59

quella. Se producía así una verdadera ampliación del medio circulan-  
te con todos los efectos conocidos sobre el crédito y los ingre-  
sos nacionales. Los inconvenientes de este procedimiento se pusie-  
ron en evidencia al producirse a partir de 1934 fuertes entradas de  
oro, entre otras razones por la devaluación del dólar. Las autori-  
dades norteamericanas tuvieron que adoptar en 1936 como medida com-  
plementaria, el aumento de los efectivos mínimos legales, (a que  
nos referimos a continuación), y más tarde a absorber billetes me-  
diante la emisión de títulos del Gobierno (operaciones de mercado  
abierto).

A diferencia del Fondo Británico que se inició con £ y no  
hubiera podido atender en primer término una salida de fondos, el  
de Estados Unidos se inició con oro y sin dólares, y las fuertes  
demandas de dólares pasieron en evidencia sus fallas. Parecería  
que fué creado pensando que debería hacer frente a salidas más bien  
que a entradas de oro.

En general, puede afirmarse que estos fondos no pueden opo-  
nerse a movimientos que obedecen a alteraciones fundamentales en  
el balance de pagos; en éstos casos sólo sirven para retardar sus  
efectos.

"El Fondo de Estabilización ofrece pues, a la larga un me-  
dio más adecuado para eliminar las fluctuaciones temporales de los  
cambios, pero es impotente para oponerse a una salida continua de  
fondos (o movimientos hacia la importación de oro y divisas extran-  
jeras) que resulten de los desequilibrios del balance de pagos.

Estos movimientos deben ser resueltos permitiendo la depre-  
ciación de la moneda (o acumulando grandes reservas de oro y divi-  
sas) o por la acción apropiada para establecer de nuevo el equili-

brío entre la estructura nacional de precios y las condiciones internacionales." (1).

b) Flexibilidad de las reservas metálicas.

En un sistema de patrón oro rígido en que se entrega oro contra billetes y billetes contra oro a la paridad legal, el movimiento de capitales se refleja en forma absoluta en el medio circulante del país. Una forma de amortiguar los efectos de las salidas de capital ha sido dar flexibilidad a las reservas metálicas de los bancos centrales. Así, la Conferencia Económica y Monetaria de 1933 recomendó dar elasticidad creciente a la cobertura legal de los bancos centrales por la reducción del porcentaje de cobertura de oro a una tasa mínima de 25%. En esta forma, al producirse una salida de capitales, el Banco Central puede reemplazar los billetes absorbidos por las compras de oro exportados, por otros billetes emitidos contra papeles. Lógicamente, este procedimiento sólo puede hacer frente a salidas de magnitud limitada.

c) Política de crédito.

Un movimiento de fondos con el exterior aumenta o disminuye los depósitos bancarios y sobre esa base los bancos pueden aumentar o deben disminuir la concesión de créditos. Por lo tanto, una de las vías por las cuales los movimientos de capitales proyectan sus efectos sobre el país, es el crédito. Como ya hemos mencionado al hablar de movimientos anormales de capital, resulta peligroso permitir que los movimientos de capitales lleven a un aumento de crédito en la plaza, sin garantía de que el ingreso pueda ser mantenido en forma permanente. Los efectos indeseables de estos movimientos sobre el crédito pueden ser reducidos por la política de crédito seguida por el Banco Central.

(1) - Condliffe, *ib. cit.*, pág. 292.

Una de las formas de restringir el crédito es el alza del tipo de interés. Pero en este caso su eficacia es relativa porque los bancos amplían el crédito a base de los fondos abundantes que poseen y no necesitan recurrir al redescuento.

Para controlar el crédito, los bancos centrales poseen recursos tales como la presión moral sobre los bancos (Argentina hasta 1946), el aumento del efectivo mínimo legal y su depósito parcial en la Institución emisora (Estados Unidos en 1936 y 1937), la nacionalización del crédito (Francia) o su centralización en el Banco Central (Argentina en 1946).

La restricción del crédito ante el ingreso de capitales atenúa un tanto los efectos de éste, pero no los anula ni mucho menos. En cuanto a su aplicación en la práctica, dice Ellsworth: (1)

"La idea de utilizar la política crediticia para lograr la estabilidad nacional, con razón o sin ella, ha gozado de popularidad creciente. En verdad, es dudoso que hoy en día pueda encontrarse un solo país cuyas autoridades monetarias estén dispuestas a apoyar la doctrina de que su política crediticia debería estar determinada por movimientos de oro y la situación de los cambios sobre el exterior".

#### d) Operaciones de mercado abierto.

Quando los medios de pago en una plaza son excesivos, el banco central puede vender valores (Letras, títulos, etc.) retirando billetes a los que esteriliza.

Si los billetes son escasos, los emite comprando valores. Estas compras y ventas se llaman operaciones de mercado abierto.

Si las compras de los valores las realizan los bancos en lu-

(1) - Ellsworth P.T.: Comercio Internacional Tomo II pág. 531.



gar del público, la eficacia del procedimiento es menor ya que solo en el caso excepcional de que sus existencias se hallaran en el mínimo legal, se verían obligados a no aumentar o a disminuir el crédito concedido.

Si éstos papeles pueden ser rescatados en cualquier momento a pedido del comprador existe siempre el eventual riesgo de que de sin efecto la absorción. Este inconveniente no se presenta si se emiten certificados de oro y divisas, cuyo comprador será titular, no de una cantidad de moneda nacional, sino de una cantidad de oro que está depositado en las arcas del Banco Central o a nombre de éste en el exterior. El comprador puede pedir el rescate de los certificados antes del vencimiento, pero en tal caso se le entregara en lugar de emitir billetes. Chile (1) emitió certificados de Oro respaldados por el oro de propiedad de su Banco Central con vencimiento a 3 años y devengando un interés del 3%. El tenedor podía en cualquier momento solicitar su canje por divisas con el fin de efectuar pagos autorizados por el Consejo Nacional del Comercio Exterior. Más tarde se emitieron Certificados de Depósitos de Dólares. Su duración era de 15 meses, pero podían convertirse antes a dólares para pagar determinadas importaciones de necesidad vital para el país.

Gran Bretaña aplicó el sistema de mercado abierto en combinación con el Fondo de Igualación ya que éste compraba el cambio que se ofrecía con exceso, con libras esterlinas que obtenía mediante la colocación de Letras de Tesorería en £. Por su parte, Estados Unidos debió recurrir en 1936 a la venta de Obligaciones del Gobierno para absorber fondos provenientes de fuertes ingresos de capitales.

(1) - Banco Central de Chile, Memoria 1944.

El inconveniente de este procedimiento es su onerosidad ya que el Gobierno o el Banco Central retira fondos (que mantendrá inactivos), en la misma forma que si solicitara un préstamo, por lo que abona intereses.

e) Regulación del mercado de valores.

Los fondos flotantes, por su propio carácter, no se invierten en bienes que los inmovilicen, sino en valores fácilmente liquidables. Vale decir que los papeles que se cotizan en las Bolsas son los que reciben el impacto en todo desplazamiento de esos fondos. Cuando éstos ingresan, se produce una demanda grande por lo que sus cotizaciones aumentan. Cuando huyen se produce su liquidación masiva, siendo más fuerte los efectos en los valores a largo plazo, especialmente cuando no existe organizado el mercado de valores a corto plazo.

El Gobierno puede intervenir comprando y vendiendo papeles para mantener las cotizaciones y dar liquidez al mercado. Sin duda no tendrá efectos decisivos ante la huida de capital, si ésta obedece a otras razones que las meramente bursátiles.

No obstante, es de capital importancia su contribución para mantener la confianza. "La Bolsa es, en efecto, uno de los centros nerviosos más importantes del organismo económico: destruida allí la confianza, el contagio psicológico se propaga rápidamente al resto de la colectividad". "Las compras en títulos realizadas por los bancos centrales cuando acontecen serias perturbaciones psicológicas constituyen la única forma de dar liquidez al mercado financiero, permitiendo que las inversiones a largo plazo se conviertan instantáneamente en recursos líquidos, en vez de producir una baja deastrosa que no proviene del juego normal de factores económicos. En otros términos, se establece una fácil comunicación entre el mer

cado financiero y el mercado monetario y ello redundaría en el mejor funcionamiento de ambos, aparte de sus efectos sedentes sobre la economía general". (1).

f) Bloqueo de fondos ingresados.

Los bancos que compran el cambio proveniente de un ingreso de capital, deben transferirlo al Banco Central, el que no entrega el equivalente en moneda nacional. Lo retiene hasta que el interesado demuestra que lo destinará a una inversión estable y útil para el país, o que lo remesará nuevamente al exterior. En esta forma el ingreso no produce efectos sobre el poder de compra. En el fondo es la misma situación que se produce ante la absorción de medios de pago mediante operaciones de mercado abierto. Pero en tanto que éstas últimas son voluntarias y absorben billetes de quien quiera comprar los papeles, el bloqueo es obligatorio y retiene los fondos de quien los trae del exterior. Además es gratuito.

g) Desdoblamiento de los mercados de cambio.

Se adoptan medidas tendientes a aislar los movimientos de capital del mecanismo general de transferencias a fin de evitar que las alteraciones que producen en los cambios incidan en las exportaciones e importaciones y sobre otros rubros esenciales del balance de pagos.

Se crea para éstos un mercado oficial de cambios, dejando a los movimientos de capital que se desenvuelvan en un mercado libre.

En esa forma la oferta y demanda de divisas para estas operaciones actúan libremente, sin alterar los tipos, fijos o no, en el mercado oficial.

(1) - Banco Central de la República Argentina, Memoria 1941, página 8.

#### 4.- MEDIDAS DESTINADAS A IMPEDIR LOS MOVIMIENTOS

##### a) Abandono del patrón oro.

Esta medida tiene por objeto contener las salidas y no las entradas de capital.

Cuando se producen salidas de capital que amenazan las reservas áureas del Estado, y fracasa la devaluación monetaria decretada como primer medida de contención, el Gobierno suele disponer el abandono del patrón oro. En esa forma, el país se libera de la obligación de entregar metálico a cambio de billetes y los capitales se encuentran impedidos de retirarse en forma de transferencias de oro. Así procedió Gran Bretaña en 1931.

Es cierto que los capitales fugitivos buscarán divisas pero, en cierta medida, se verán penados por la excesiva cotización que éstas podrán alcanzar.

##### b) Control de cambios.

No obstante el abandono del patrón oro, si el riesgo para los capitales es muy grande, es posible que los titulares insistan en su propósito de huir, aún cuando se eleve mucho la cotización de las divisas necesarias.

Se implanta entonces el "Control de los Cambios extranjeros". La expresión "control de cambios" es muy amplia. Puede ser un control de todas las compras y ventas de divisas que efectúan los bancos a los que se autorice para operar en cambios y puede llegar al monopolio estatal absoluto del comercio de divisas, de modo que el Organismo oficial encargado, sólo adquiere (o autoriza a adquirir por quienes actúan en su nombre) las divisas provenientes de conceptos que estima legítimos (excluirá los ingresos de capitales), y vende o autoriza a vender divisas para realizar transferencias al exterior también por conceptos determinados y dándoles un orden de

preferencia (excluirá las salidas de capital).

c) Control del movimiento de fondos y valores.

Para hacer más estricto el control puede adoptarse, conjuntamente con el control de cambios (y suelen considerarse como parte integrante de éste) otras medidas que pueden llegar a ser extremas, tales como:

- a') obligación de transferir al exterior el valor de toda mercadería importada. (control de ingreso de capitales), o de recibir del exterior y negociar en el mercado Oficial de Cambios, el valor de toda mercadería salida del país (1) (control de egresos de capitales). Por lo general, se hace necesario adoptar además el control de los precios de las mercaderías importadas y exportadas para evitar su sobervaluación o subvaluación en las facturas.
- b') necesidad de obtener autorización previa del Organismo de control, para comprar o vender valores de propiedad o por cuenta de residentes en el exterior.
- c') necesidad de dicha autorización para debitar o acreditar cuentas bancarias a nombre de residentes en el exterior.
- d') necesidad de dicha autorización para debitar o acreditar cuentas a nombre de residentes en el exterior, abiertas en libros de firmas comerciales.
- e') para complementar los tres últimos casos suele necesitarse la denuncia de todos los capitales en forma de bienes y créditos que existen en el país por cuenta de residentes en el exterior.

5.- OBSERVACION Y ESTADISTICA DE LOS MOVIMIENTOS

a) Organización de estadísticas.

Los Bancos centrales deben guardar una estrecha observación

(1) - Puede obligarse al exportador, para permitirle embarcar, que demuestre que ha recibido el pago o que existe un crédito documentario a su favor.

de los movimientos de capitales en el país, mediante la preparación de las más completas estadísticas.

Existen tres tipos de estadísticas de estos movimientos (1):

1. estimaciones anuales y/o semestrales del balance de pagos.
2. estadísticas bancarias.
3. estadísticas sobre movimientos de capitales, reunidas por las autoridades monetarias y gubernativas a cause de lo inadecuado de la información obtenida por los procedimientos 1 y 2.

La figuración de los capitales a corto plazo en el balance de pagos fué tratada en el Capítulo V, en el que nos hemos referido también a los esfuerzos por unificar los métodos para su elaboración.

Las estadísticas bancarias suelen mostrar los activos y pasivos extranjeros de los bancos. Las variaciones de esos rubros pueden dar una idea más o menos aproximada de los movimientos de capitales internacionales a corto plazo; pero son incompletas, desde que no reflejan la gran variedad de transacciones no registradas que constituyen también movimientos de ese tipo. Otras estadísticas bancarias señalan, no ya movimientos de capital, sino situaciones de orden económico que pueden provocar esos movimientos.

---

(1) - Kindlerberger G. F.: ob. cit. pág. 241.

Los informes especiales son estadísticas e informaciones reunidas por las autoridades monetarias que las solicitan a los bancos para su información. Dificilmente son dadas a publicidad. Existirían diferencias entre los sistemas de recolección de estos informes en los distintos países, ya que mientras unos toman solo las reservas en el exterior, otros incluyen las transacciones en valores internacionales, y otros toman los activos extranjeros en conjunto. No pueden dejar de mencionarse, al tratar este tópico, las estadísticas que publica el Boletín de la Reserva Federal, de los Estados Unidos.

Uno de los inconvenientes que para su observación presentan las estadísticas, principalmente los balances de pago, es que se confeccionan por períodos largos, generalmente anuales. Como los movimientos de capital a corto plazo durante un año suelen producirse varias veces en sentidos opuestos, se hace imposible estudiarlos y, muchas veces, hasta determinar su existencia. Al respecto expresaba el Banco de Ajustes Internacionales: "Las cifras anuales, que se refieren a una división de tiempo artificial con respecto a los asuntos económicos, pueden oscurecer grandes variaciones dentro del año mismo". (1).

b) Observación de los movimientos de capital en el mundo.

También es esencial que el Banco Central recoja informaciones con respecto a activos y pasivos internacionales y estudie cómo se desenvuelve su situación en cada mercado nacional así como desde un punto de vista internacional. El Banco de Ajustes Internacionales aconseja esa medida de previsión, refiriéndose al gran movimiento de fondos producidos hacia Estados Unidos en 1928/9, con gran presión sobre la situación de los cambios, cuando no había inquietud monetaria alguna.

(1) - Banco de Ajustes Internacionales. Memoria 1937/8.

## CAP. XI.- COOPERACION INTERNACIONAL

Tratándose de accionar en respecto a traslados de bienes que afectan a dos o más países, es obvio el éxito que puede tener una colaboración recíproca de los países interesados dirigida a ese fin.

Debemos distinguir lo que se refiere a movimientos normales o anormales de capitales.

Con respecto a los normales se trata de sustituirlos o complementarlos cuando faltan o son insuficientes. Para ello se recurre a los créditos oficiales para atender los desniveles transitorios del balance de pagos, créditos que se han concedido muy particularmente por los convenios de compensación y por las instituciones bancarias internacionales que han prestado divisas con ese objeto. Las compras de una divisa determinada por parte de un Fondo de Estabilización extranjero, para sostenerla, es también una muestra de esa colaboración.

Los acuerdos para la liquidación de los grandes saldos bloqueados en divisas de compensación y para utilizar las grandes sumas prestadas u obsequiadas por E.E.U.U. después de la Segunda Guerra Mundial con fines de reconstrucción y promoción económica de países extranjeros, es una muestra de cooperación en cuanto a la forma de utilizar grandes sumas acumuladas sin ocasionar los problemas derivados de su brusco desplazamiento.

La colaboración para el control de los movimientos de fondos erráticos, es un tanto más difícil. Salvo la actuación combinada de los Fondos de Estabilización, no siempre eficaz, solo podemos mencionar el intercambio de informaciones sobre haberes extranjeros en el país, que no cuenta con gran apoyo porque atenta contra el secreto bancario y es siempre inexacto; y una forma indirecta de colaboración que es la implantación de medidas de control de los movimientos en el propio país, especialmente en el que ingresan, con lo cual se coadyu-



va al éxito de las medidas tomadas con el mismo objeto en el país del que los capitales huyen.-

PARTE XI

LA EXPERIENCIA  
INTERNACIONAL

P A R T E IIL A E X P E R I E N C I A I N T E R N A C I O N A L

## SECCION I

OBJETO Y DIVISION DEL TEMACAP.- XII OBJETO Y PERIODOS

En la primera parte de este trabajo hemos sintetizado los principios teóricos sobre movimientos de capital a corto plazo.

En esta segunda parte tratamos de entrever en la realidad del complejo mecanismo financiero internacional por qué se han producido movimientos de capital del tipo que nos interesa, a qué fuerzas han respondido, qué efectos han tenido y cuál ha sido la política que siguieron frente a ellos las autoridades responsables de los países interesados.

En general, estudiaremos el tema analizando los fenómenos de dos países, Estados Unidos y Gran Bretaña ya que éstos, por la organización de sus mercados de capitales han sido, en la práctica, los centros principales de esos desplazamientos. En verdad los grandes movimientos internacionales de fondos han tenido lugar entre esos dos países o, entre uno de ellos y otros, dándose el caso de que Gran Bretaña fuera utilizado como puente o intermedio en traslados entre terceras naciones, inclusive los Estados Unidos.

Estudiaremos los fenómenos desde el año 1925. En ese año se produce la vuelta casi general del mundo al régimen de patrón oro después de la Primera Guerra Mundial. En esa forma lograremos abarcar periodos en los que han prevalecido regímenes y situaciones distintas. A tal efecto, dividimos el estudio en cuatro periodos:

- a) 1925 - 1930.- Período de Patrón Oro.
- b) 1931 - 1939.- Período de Inconversión.
- c) 1940 - 1945.- Período de Guerra.
- d) 1946 - 1955.- Período de Post-guerra.

## SECCION II

PERIODO DE PATRON OROCAP. XIII.- CONSIDERACIONES GENERALES

En el régimen de patrón oro, con su funcionamiento teóricamente natural, los movimientos internacionales de capital deben ceñirse a la conducta clásica conformada por los principios teóricos ortodoxos. De allí que el estudio de los acontecimientos de este período tiene interés porque permitirá comprobar si aquellos principios se cumplen.

La primera guerra mundial provocó la suspensión del Patrón Oro en el mundo. Al terminar la conflagación Estados Unidos retornó a dicho régimen monetario en 1919, no así los otros países que recién lo hicieron en 1925, encabezados por Gran Bretaña. Su aplicación se prolongó hasta 1931.

Por lo tanto enmarcamos este período en el lapso 1925 - 1930.-

## CAP. XIV.- ESTADOS UNIDOS DE AMERICA

### 1. POSICION A CORTO PLAZO DE ESTADOS UNIDOS

Los Estados Unidos constituyen al mismo tiempo un país agropecuario e industrial. Su producción agraria, por la magnitud de sus saldos exportables y por la época en que se producen, y la manufacturera por su eficiencia y métodos, que le permiten competir con ventaja en mercados exteriores, han conquistado en el mundo mercados que las consideran indispensables y se han ligado fuertemente a ese país.

Sus importaciones están constituidas esencialmente por materias primas (caucho, estaño, lana, cacao, etc.) para sus industrias; en consecuencia se hallan muy influenciadas por la situación económica interna. En momentos de poca actividad, aquellas se reducen. En varios casos constituye Estados Unidos el único comprador de materias primas que son la base de la economía de otros países. La suerte económica de éstos se ha visto así estrechamente vinculada con la del país del Norte.

La exportación de Estados Unidos está en relación con las existencias de dólares que los compradores tengan para abonarlas. Esta es una característica fundamental del balance de pagos estadounidense.

Cuando nos referimos a algún otro país, por ejemplo el nuestro, pensamos que nuestras importaciones están supeditadas a las exportaciones, que habrán de producir las divisas necesarias para atender el pago de aquellas. Para importar necesitamos exportar. En Estados Unidos ocurre lo contrario: en épocas normales su producción en exceso sobre sus necesidades exige un desahogo en la exportación. Pero a fin de exportar debe primero proporcionar los dólares a los eventuales compradores. Esta prelación de los pagos sobre los cobros aparece implícita en una publicación del Depart

mento de Comercio de los Estados Unidos (1) cuando define al balance de pagos de su país como un registro de:

- a) dólares puestos a disposición de países extranjeros por los Estados Unidos mediante compras de mercaderías, servi cios e inversiones en el exterior, y
- b) los usos a que son destinados esos dólares por los países extranjeros haciendo compras similares a los Estados Unidos.

Esta característica ha sido una de las fuentes de perturbaciones de la economía mundial durante los 30 años últimos. En efecto, las necesidades de importación de los Estados Unidos son inferiores a los requerimientos extranjeros de productos americanos. En ningún año posterior a la primera guerra mundial las importaciones en Estados Unidos han podido siquiera equilibrar a las exportaciones. Tomando al conjunto de operaciones corrientes, que incluye además del valor del intercambio las transferencias financieras corrientes, (es decir excluyendo las remesas de capital), solo en tres años 1935, 1936 y 1937 los pagos al exterior han sido mayores que los del exterior.

¿Cómo ha sido posible a los restantes países hacer frente a los pedidos de divisas para atender sus pagos por importaciones de productos de Estados Unidos?

El déficit de las balanzas de pagos ha sido cubierto con fondos provenientes de créditos a corto y largo plazo acordados por aquel país. Los Estados Unidos que antes de la primera guerra eran deudores internacionales, se transformaron después de aquella en acreedores. Los préstamos acordados a los aliados durante esa conflagración, así como los realizados después de la misma con fines de reconstrucción, y para hacer posible la compra de productos norteamericanos, y la financiación de exportaciones mediante aceptaciones de letras, hicieron posible esa transformación.

(1) - U.S. Dpt. of Commerce: The U.S. in the World Economy.

Pero esa posición acreedora general se hizo a costa de una situación deudora a corto plazo.

En efecto la política de colocar empréstitos en Estados Unidos se extendió, superando las sumas necesarias para cubrir los saldos desfavorables del intercambio, pues muchos préstamos tuvieron por objeto la realización de obras, la constitución de reservas monetarias, la compra en terceros países, etc.

El importe de los empréstitos no destinado a cancelar el saldo desfavorable inmediato del comercio del país emisor con Estados Unidos, quedaba transitoriamente depositado en éste creando saldos acumulados a corto plazo.

En cuanto al factor activo de esa posición, las aceptaciones, recién comenzaron a desarrollarse en el año 1927 con motivo de la organización de un mercado específico que hasta ese momento no existía.

La posición a corto plazo norteamericana estaba así constituida:

a) Obligaciones a corto plazo

Las obligaciones a corto plazo están formadas por depósitos en efectivo a nombre de residentes en el exterior, por créditos cobrables a la vista o a plazos menores, y por inversiones en papeles fácilmente liquidables. Entre los primeros dos grupos mencionados, destacamos los fondos bancarios y no bancarios.

Los fondos bancarios a corto plazo, que constituyen el grupo más importante y aquel para los cuales existen estadísticas que permiten estudiarlos, están formados principalmente por depósitos bancarios a nombre de residentes en el extranjero. Son de menor importancia las aceptaciones y otras inversiones a menor plazo.

Después de la guerra 1914-18 los préstamos al exterior se realizaron, como expresamos más arriba, en mayor extensión que la necesaria, lo que dió lugar a la formación de saldos extranjeros



depositados en bancos americanos, creando para el país un pasivo a corto plazo que llegó a adquirir importancia por su magnitud y desplazamientos. Los factores que contribuyeron a hacer cada vez mayores esos depósitos extranjeros en los Estados Unidos eran:

- a) la necesidad de acumular sumas para atender los pagos en los Estados Unidos por compras de productos a ese país, la de pagar obligaciones emergentes de préstamos obtenidos anteriormente y en especial para la amortización de las aceptaciones mediante las cuales los americanos financiaban gran parte del comercio exterior;
- b) la acumulación de fondos resultante de la demora en transferir en metálico o mercaderías los fondos obtenidos por otros países mediante la emisión de empréstitos o la obtención de otra forma de préstamos en los Estados Unidos;
- c) el deseo de los países extranjeros de constituir reservas en dólares como respaldo de sus propias monedas, según los principios de Gold-Exchange Standard, teniendo en cuenta la firmeza de la moneda estadounidense fuertemente respaldada por un elevado stock de oro.

Aparte de las obligaciones bancarias a corto plazo existen también inversiones extranjeras en títulos en las Bolsas norteamericanas. Estas operaciones que alcanzan a cifras muy significativas, son generalmente registradas como operaciones con capitales a largo plazo. No obstante, son verdaderas inversiones a corto plazo que en cualquier momento pueden liquidarse y ser transformadas en fondos bancarios a la vista o transferidos al exterior.

No se cuenta con estadísticas de los saldos no bancarios, constituidos especialmente por créditos en los libros de comerciantes americanos a favor de comerciantes del exterior.

**b) Activo a corto plazo**

Después del año 1927 el rubro principal del activo son

Las aceptaciones bancarias en tanto que los depósitos bancarios americanos en el exterior carecen de toda importancia. Le siguen en orden de importancia los préstamos é inversiones a corto plazo en el exterior.

c) Posición neta en el período 1925-1930

En el siguiente cuadro se refleja la posición neta de los Estados Unidos.

CUADRO N° 1

	1925	1927	1929
	(en millones de dólares)		
<u>Obligaciones americanas a corto plazo</u>			
Depósitos bancarios de extranjeros..	1005	1846	1708
Inversiones a corto plazo, anticipos, descubiertos, etc.....	276	1073	1287
Aceptaciones .....	-	29	35
	1281	2948	3030
<u>Créditos americanos a corto plazo</u>			
Depósitos bancarios en el exterior .	193	222	210
Inversiones a corto plazo, anticipos, descubiertos, etc. ....	563	573	524
Aceptaciones .....	333	550	1042
	1089	1345	1776

Fte.: U.S. Department of Commerce: The United States in the World Economy

En todo momento la posición de Estados Unidos ha sido deudora.

d) Posición financiera de los Estados Unidos

Las existencias de oro de la Reserva Federal han sido siempre muy elevadas, superando a las obligaciones a corto plazo aun sin tomar en cuenta a los créditos. De allí que la posición financiera americana resultó siempre cómoda y ello influyó en la actitud de las autoridades frente a los desplazamientos internacionales de fondos.

CUADRO N° 2

	1925	1927	1929
	(millones dólares)		
<u>Disponibilidades</u>			
Oro en la Reserva Federal .....	4397	4416	4324
Créditos a corto plazo .....	1089	1345	1776
	5486	5761	6100
<u>Obligaciones a corto plazo</u>	1281	2948	3030
<u>Posición neta</u>	4205	2813	3070

Ftes.: Federal Reserve Board: Memorias Anuales

U.S. Dpt. of Commerce: The U.S. in the World Economy

## 2. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y EL BALANCE DE PAGOS

El estudio de los movimientos internacionales de capital en los Estados Unidos durante el período 1925/30 tropieza con la imprecisión de las estadísticas.

El balance de pagos en los Estados Unidos muestra las siguientes cifras:

## CUADRO N° 3

## EL BALANCE DE PAGOS DE LOS ESTADOS UNIDOS

	1925	1926	1927	1928	1929	1930
	(En millones de Dólares)					
<u>Ingresos (total)</u>	6964	7038	7058	7815	7929	6376
a) Mercaderías y servicios.	6348	6381	6464	6850	7042	
b) Transf.unilaterales ....	47	61	70	72	78	
c) Capitales a largo plazo.	569	596	524	893	809	
<u>Pagos (total)</u>	6825	7289	7335	7601	7398	5907
a) Mercaderías y servicios.	5272	5564	5400	5483	5904	4428
b) Transf.unilaterales ....	439	433	418	427	445	390
c) Capitales a largo plazo.	1112	1292	1515	1691	1049	1089
<u>Exceso de ingresos (+) ó pagos (-) .....</u>	+141	-251	-275	+214	+531	+469
<u>Ingresos (+) ó egresos (-) de oro y capital a corto plazo .....</u>	-6	+326	+698	-110	-147	-789
a) Variación neta del Stock de oro (1) .....	+100	-93	+113	+238	-143	-310
b) Mov.neto de cap. a corto plazo americanos en el exterior .....	-46	-36	-349	-231	-200	-191
c) Idem extranjeros en Estados Unidos .....	-60	+455	+934	-117	+196	-288
<u>Errores y omisiones .....</u>	-135	-75	-423	-104	-384	+320

(1) - + Exportaciones de oro; - Importaciones de oro.

Fte.: U.S. Department of Commerce. "The Balance of International Payments 1946/48".

Como puede apreciarse, además de los rubros habituales existe un rubro de "Errores y Omisiones" con el que se equilibran las partidas de los renglones conocidos. La imprecisión de los datos obliga a hacer este ajuste. Dicho rubro de ajuste tiene, en algunos años, mucha importancia, la que se hará mayor, como se verá, en los de la década de 1930.

Es costumbre considerar a esos Errores y Omisiones como parte integrante de los capitales a corto plazo, criterio que siguen las publicaciones oficiales norteamericanas y que adoptamos también en este trabajo.

Con las cifras del balance de pagos de los Estados Unidos podemos formar el siguiente cuadro:

CUADRO N° 4

Años	Rubros corrientes y capital a largo plazo.	Oro	Capitales a corto plazo		
			Total	Registrados	Residual
(Millones de dólares)					
1925	+ 141	+ 100	-241	-106	-135
1926	- 251	- 93	+344	+419	- 75
1927	- 275	+ 113	+162	+585	-423
1928	+ 214	+ 238	-452	-348	-104
1929	+ 531	- 143	-388	- 4	-384
1930	+ 469	-310	-159	-479	+320

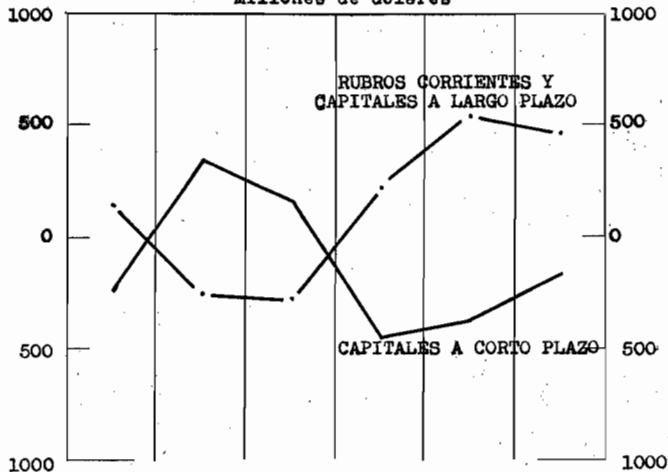
Fte.: U.S. Dpt. of Commerce: The Balance of International Payments 1946/48.

NOTA: En la columna "Oro" el signo (+) indica exportación de metálico y el (-) importación del mismo. En las restantes el signo (+) indica ingresos y el (-) pagos.

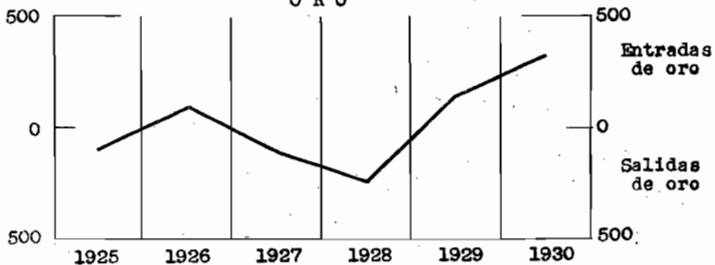
GRAFICO N° 1

BALANCE DE PAGOS DE LOS  
ESTADOS UNIDOS

Millones de dólares



O R O



De este cuadro, y del gráfico que le acompaña parece desprenderse que, por lo menos hasta 1928 los movimientos son parcialmente compensadores. No se evitan los movimientos de oro pero se reducen y en algún caso hay un movimiento relativamente pequeño en sentido contrario al que debía ser.

Del análisis algo más detallado que haremos enseguida veremos que, en general, estos movimientos han respondido a los movimientos de las tasas de descuento. Pero se han combinado dos tipos de desplazamiento: los normales o compensadores y los que hemos llamado de "saldos acumulados". Dentro de éstos, tenemos por un lado, retiros de grandes importes provenientes de empréstitos tomados en Estados Unidos y, en parte, saldos que aún se arrastraban de la guerra; y, por otro, entradas de fondos oficiales para constituir reservas monetarias fundadas en el patrón cambio oro, y la acumulación de los fondos de los empréstitos a que nos referimos más arriba (antes de su transferencia al exterior) y que aparecen como entradas de capital a corto plazo compensadas por salidas a largo plazo.

### 3. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL, LAS TASAS Y EL ORO

Analicemos las variaciones de los capitales a corto plazo según los balances anuales de pago, correlacionándolos con las tasas de interés de las aceptaciones a 90 días en N. York y Londres:

CUADRO N° 5

Años	Movimiento capital a corto plazo y residual.	Tasas de interés (promedio geométrico de tasas mensuales)	
		N. York %	Londres %
1925	- 241	3,28	4,11
1926	+ 344	3,60	4,45
1927	+ 162	3,44	4,25
1928	- 452	4,07	4,15
1929	- 388	5,00	4,24
1930	- 159	2,36	2,50

Fte.: Federal Reserve Board: Memorias Anuales.

Llama la atención que en los años de tasas más bajas aumenten los capitales extranjeros haciendo suponer ingresos, y que en los de tasa alta disminuyan suponiéndose egresos. Más sorprendente aún, que haya egresos en los años 1928 y 1929 en parte de los cuales las tasas en Nueva York llegan a superar, por única vez en todo el período a las de Londres, según se observa en el siguiente cuadro:

CUADRO N° 6

TASAS SOBRE ACEPTACIONES A 90 DIAS

(Promedio geométrico de tasas mensuales)

	N. York %	Londres %
1928 - 1er. semestre ...	3,69	4,05
2do. " ...	4,50	4,26
1929 1er. " ...	5,29	5,06
2do. " ...	4,73	5,43
1930 1er. " ...	2,97	2,85

Fte.: Federal Reserve Board: Memorias Anuales.



Sin embargo veremos cómo se cumple en este período el principio de que los movimientos siguen las fluctuaciones de las tasas de interés.

Con relación al oro, ya vimos en el Cuadro N° 4 que los traslados de capital a corto plazo no los evitan aunque los reducen y, en ciertos casos los invierten. Debido a la falta de estadísticas mensuales o trimestrales resulta imposible seguir paso a paso los movimientos de capital a corto plazo y sus implicancias. Haremos nuestro análisis sobre cifras anuales en el Cuadro N° 7.

a) Año 1925

El año 1925 no puede tomarse como base para un análisis de un comportamiento normal. En efecto, en él se va produciendo la vuelta de los países al régimen de patrón oro, de modo que no lo podemos considerar totalmente dentro de este régimen.

Durante el año se registran salidas de oro a Alemania, que retira los fondos del empréstito del Plan Dawes, destinado a reforzar las reservas monetarias del Reichbank, y a la India, seguramente para atesoramiento. Se trata, como puede verse, de movimientos de "Saldos acumulados". Esas salidas de oro, absorben la mitad del saldo a favor del exterior. La variación neta de capitales a corto plazo es pequeña, notándose en cambio una transformación en la forma de mantenerlo, ya que sus titulares invierten buena parte de los fondos en el mercado de valores.

La disminución del saldo en cuentas, por Dls. 195 millones, fué posible ya que en los años 1924 y comienzos del 1925 había ingresado a Estados Unidos, una importante suma en oro, al parecer para constituir reservas monetarias. Según el Departamento de Comercio de EE.UU. (1) al finalizar el año 1925 los extranjeros tenían en depósitos bancarios en los Estados Unidos la suma de 1.005 millones de dólares, que integraban un total de haberes

(1) - Dept of Commerce: The U.S. in the World Economy.

## MOVIMIENTO DE FONDOS EXTRANJEROS EN ESTADOS UNIDOS

126

(1925 - 1930)

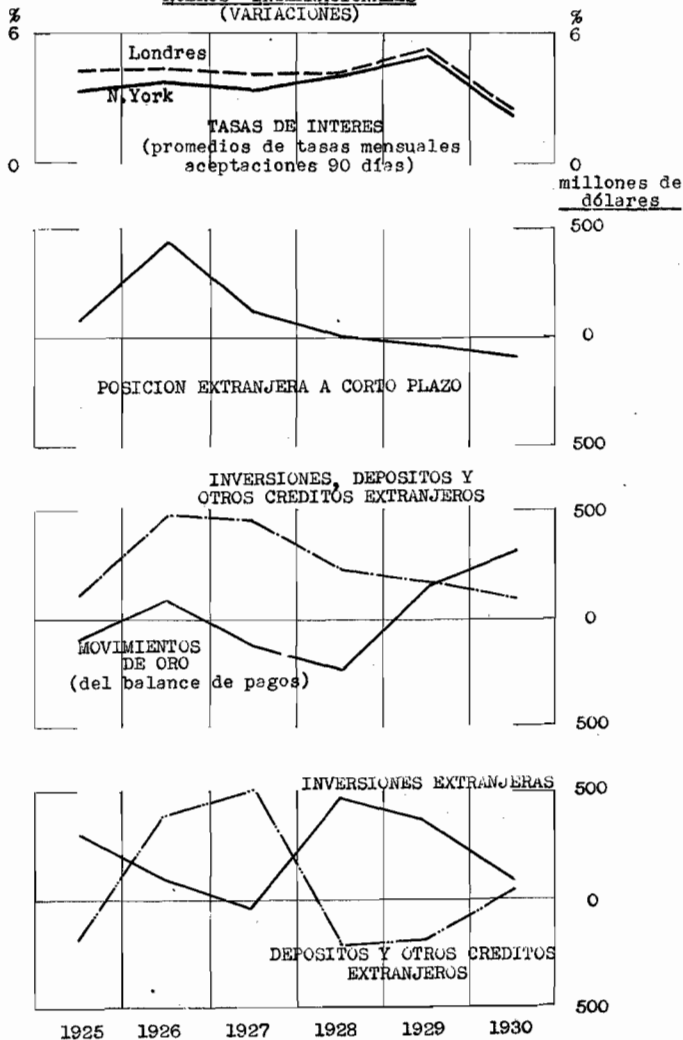
	1925	1926	1927	1928	1929	1930
	(millones de dólares)					
<b>1 - Fondos obtenidos por extranjeros</b>						
Por préstamos a largo plazo (neto) .....	844	791	941	1,261	598	364
Por aceptaciones americanas .....	46	43	223	230	263	13
Por otros créditos americanos .....	-	93	126	1	63	204
Por ventas de oro .....	-	-	-	-	143	310
	890	920	1,290	1,492	941	865
<b>2 - Utilización de los fondos</b>						
Pago del saldo de rubros corrientes .....	684	445	716	1,012	771	767
<b>3 - Saldo a favor (+) o en contra (-) de extranjeros</b>	206	475	574	480	170	98
<b>4 - Movimientos de Cuentas extranjeras</b>						
a) Aumentos						
Por saldos a favor, del renglón 3 .....	206	475	574	480	170	98
b) Disminuciones						
Por inversiones en valores (neto de amortizaciones)	301	95	50	463	358	66
Por retiros de oro .....	100	-	113	238	-	-
	401	95	63	701	358	66
c) Neto: aumento (+) o disminución (-) .....	- 195	+ 380	+ 511	- 221	- 188	+ 32
<b>5 - Variación posición extranjera</b>						
a) Obligaciones						
Aceptaciones americanas .....	46	43	223	230	263	13
Otros créditos .....	-	93	126	1	63	204
	46	36	349	231	200	191
b) Derechos						
Cuentas .....	- 195	380	511	- 221	- 188	32
Inversiones en valores (neto de amortizaciones) ....	301	95	50	463	358	66
	106	475	461	242	170	98
c) Variación de la posición neta	+ 60	+ 439	+ 112	+ 11	- 30	- 93

FUENTE: U.S.Dpt. of Commerce: "The Balance of International Payments 1946/48". Las "Inversiones extranjeras en valores" que en dicha publicación figuren incluidas en las operaciones a largo plazo, se han deducido de éstas y se incorporan aparte, por los valores indicados en "The Balance of International Payments 1919/39". Las aceptaciones americanas se doblaban de los créditos americanos a corto plazo utilizando las cifras publicadas por el American Acceptance Council en "Facts and figures relating to the American Money Market" 1931.

GRAFICO N° 2

ESTADOS UNIDOS

RUBROS INTERNACIONALES  
(VARIACIONES)



NOTA: Las expresiones "INVERSIONES" o "INVERSIONES EXTRANJERAS" indican inversiones en títulos.

extranjeros de 1281 millones de dólares. En 1922 el total de haberes extranjeros no llegaba a Dls. 500 millones. Según el mismo Departamento (1) solamente durante 1924 los haberes extranjeros en Estados Unidos experimentaron un aumento neto de Dls. 228 millones.

b) Años 1926 y 1927

Aquí aparece la primera contradicción aparente ya que, frente a bajas tasas de interés se muestran aumentos de capital extranjero.

Sin embargo no hay tal contradicción. En 1926 los haberes extranjeros experimentaron un aumento total de Dls. 475 millones. Pero solo ingresan del exterior en oro, Dls. 93 millones neto. Este último importe está constituido por ingresos que tienen por objeto formar reservas oficiales de los Bancos Centrales extranjeros menos egresos a Alemania por los empréstitos ya mencionados y con el mismo fin. De modo que se trata de movimientos de "saldos acumulados" que no tienen en cuenta las tasas de interés.

De la observación del cuadro se desprende que, descartado ese movimiento de oro, que por otra parte es de poca importancia frente a las cifras de los otros rubros, el saldo a favor del extranjero proviene, prácticamente en su totalidad, de préstamos a largo plazo. De modo que no se trata de ingresos de capital atraídos por un tasa alta, sino de recolección de fondos en el país para aprovechar la tasa baja. El aumento de haberes extranjeros a corto plazo no está contrapesado por entradas de oro sino por aumento de sus obligaciones a largo plazo. Es una "acumulación de saldos" a corto plazo que evita la salida inmediata de oro del país prestamista a largo plazo.

Otra característica digna de mención y que responde a la tasa baja de interés: los fondos se mantienen en cuentas, líquidos, listos para ser transferidos, en tanto que la inversión en

(1) - U.S. Dpt. of Commerce: The Balance of International Payments 1946/48.

valores disminuye notablemente, precisamente por el bajo rendimiento de los mismos.

En el año 1927 el fenómeno se repite con las mismas características. Hay un fuerte aumento en los depósitos en cuentas, también como consecuencia de la colocación de empréstitos extranjeros a largo plazo (y no de entradas de oro) y una disminución en la colocación en títulos.

Es cierto que se observa una exportación de oro. Pero la misma se produce en el último trimestre del año. Se trata de los retiros por Argentina y Brasil del producto de los empréstitos colocados anteriormente. De no haberse computado esa salida de última hora, los haberes extranjeros a corto plazo en Estados Unidos hubieran aumentado en el año Dls. 574 millones sin haber ingresado fondos desde el exterior, sino exclusivamente por la obtención de préstamos en aquel país.

En 1927 aparece otro factor que pesa en la posición general a corto plazo. Quizás aprovechando las tasas bajas de interés, la banca americana desarrolla su mercado de aceptaciones, facilitando al exterior fondos por Dls. 223 millones. Este hecho, que está de acuerdo con el movimiento de las tasas de descuento, reduce la magnitud de las entradas netas de capitales a corto plazo. De modo que en 1927 esta variación está constituida por:

- 1) aumento de aceptaciones norteamericanas, movimiento que condice con la baja de las tasas de interés.
  - 2) aumento de haberes líquidos extranjeros en EE.UU., que no se halla en pugna con la tasa baja sino por el contrario, ya que no ingresan del exterior, sino que se obtienen a crédito en el mercado americano. Son capitales del tipo "Salvos Acumulados" y no capitales "normales".
- c) Años 1928 y 1929

Durante una parte de estos años las tasas de interés americanas superan a las británicas. Sorprende que con tasas altas

los capitales a corto plazo extranjeros se reduzcan en las cantidades que muestra el balance de pagos (Cuadro N° 4).

Sin embargo nuestro Cuadro N° 7 nos señala más claramente la realidad.

En primer lugar observamos en 1928 una salida de oro por Dls. 238 millones.

Destaquemos que según el Cuadro N° 6 la tasa americana se elevó recién en el 2do. semestre del año 1928. Ahora bien:

- a) las salidas de oro se producen, prácticamente en su totalidad, en el primer semestre. Según la estadística de movimientos físicos de oro, en dicho lapso se registró una exportación neta de Dls. 372 millones.
- b) el grueso de las exportaciones de oro son retiros oficiales de "Saldos Acumulados" y no capitales especulativos. En el primer semestre se destacan los siguientes retiros físicos:

Francia	Dls.	246 millones
Argentina	"	70 "
Brasil	"	22 "
Uruguay	"	9 "
Alemania	"	27 "
Italia	"	20 "

- c) el movimiento con Gran Bretaña, que podríamos considerar especulativo y coincide con nuestro planteo de comparar las tasas Nueva York-Londres, es el siguiente:

	<u>Export.de oro</u> <u>a Inglaterra</u>	<u>Import.de oro</u> <u>de Inglaterra</u>
1928		
1er. semestre	32,5	-
2do. " "	-	37,5

es decir totalmente **compatibles** con las relaciones de las tasas de interés.

**Veamos el comportamiento de los haberes extranjeros en**

## Estados Unidos.

La disminución de los saldos en cuenta, que representa el 50% de la variación registrada por el balance de pagos en el rubro de corto plazo, está compensada y largamente excedida por las inversiones en papeles. Es que ante las mayores tasas de interés conviene a los titulares de los fondos, invertirlos en lugar de mantenerlos en depósito. Lo cierto es, entonces, que en el año 1928 no hay una disminución de haberes extranjeros por Dls. 221 millones sino un aumento de Dls. 242 millones que, en el segundo semestre debió ser mayor, ya que la cifra anual se halla muy disminuida por los retiros del primer semestre.

En 1929 la influencia de la tasa alta se muestra con mucha mayor claridad. La emisión de empréstitos se contrae fuertemente, circunstancia solo en parte neutralizada por las aceptaciones. A los fondos especulativos que tratan de aprovechar las tasas de interés se unen entradas de oro de los países agropecuarios cuyos precios han comenzado a caer en tal forma que no pueden equilibrar sus balances.

Los saldos extranjeros en EE.UU. se invierten en papeles para beneficiarse con las tasas altas de interés. Los haberes extranjeros no han disminuído como parecen indicarlo las cifras del balance de pagos, sino que han aumentado en Dls. 170 millones. En el último trimestre de 1929, habiéndose reducido el interés en Nueva York sale oro por un valor equivalente a las entradas del tercer trimestre. Quedan en el balance anual, como ingresos netos de oro, los obtenidos en el primer semestre, de tasa de descuento alta.

Nos queda por fin el análisis de las aceptaciones americanas en el bienio 1928-1929. El otorgamiento por Estados Unidos de créditos al comercio internacional representa una salida de capital que, de acuerdo con la teoría debe reducirse en momentos de tasas altas de interés.

El cuadro N° 7 nos dice que en 1928, con alza de tasas, su importe es muy elevado. En 1929 el aumento es también muy grande.

No obstante veamos las variaciones trimestrales:

CUADRO N° 8

ACEPTACIONES AMERICANAS PENDIENTES - VARIACIONES TRIMESTRALES (1)

Período	1928	1929
	(millones de dólares)	
1er. trimestre	+ 20,7	- 75,3
2do. "	+ 10,5	- 16,2
3er. "	+ 8,6	+102,1
4to. "	+211,1	+251,9

(1) - Incluye aceptaciones sobre exportaciones, para cambio en dólares y sobre mercaderías depositadas en el exterior o en viaje entre puertos del exterior.

En el año 1929 las aceptaciones han seguido a las tasas. En el primer semestre, de tasas caras, se redujeron; aumentaron en el segundo, cuando las tasas cayeron. La falta de proporción del aumento del último trimestre refleja un incremento estacional.

En 1928, al elevarse las tasas a fines del segundo trimestre hay una baja de aceptaciones que no alcanza a recuperarse en el tercero. El aumento del cuarto trimestre refleja, en primer lugar, la variación estacional. Pero hay otro factor que está in cidiendo en esta cifra y que no aparece en las estadísticas.

Al elevarse las tasas, los extranjeros que tenían haberes líquidos en EE.UU., los invertieron. Una parte, adquirió títulos y acciones que figuran en nuestro cuadro. Otra parte, en cambio, compró aceptaciones en dólares cuyo importe no figura. Según cifras del Dto. de Comercio de los EE.UU. (1), en determinado momen

(1) - U.S. Dpt. of Commerce: The U.S. in the World Economy.



to los extranjeros eran titulares de más del 80% de las aceptaciones pendientes totales. Es decir que las cifras de aceptaciones que figuran en el cuadro como "Activo" son en parte también "Pasivo", o sea que se compensan derechos con obligaciones extranjeras, debiendo reducirse las cifras en una suma que no nos es posible conocer.

d) Año 1930

Este año es ya de crisis y los resultados no pueden considerarse el reflejo de una situación normal.

Los préstamos a largo plazo americanos se reducen a la cifra inferior del período y las aceptaciones se hacen negativas, es decir que es algo mayor la cifra que se recupera que la que se presta.

Ello y la baja de precios internacionales de artículos de exportación de varios países, los imposibilita para cubrir con esos recursos sus obligaciones en Estados Unidos. Deben echar mano a sus saldos a corto plazo y a envíos de oro.

Sin embargo, los saldos extranjeros aumentan ligeramente, debido a fondos facilitados a corto plazo por los Estados Unidos. Las aceptaciones son negativas en una suma pequeña, ya que ese país las continuó acordando casi hasta fin de año y recién allí las redujo. Asimismo, en el primer trimestre un grupo de bancos americanos otorgó un importante crédito a Alemania que contribuye a aumentar la cifra de los créditos americanos, a evitar que la variación neta de los haberes extranjeros sea negativa y a ocultar así, en las estadísticas, la verdadera situación con los otros países que se traduce en envíos de oro y en reducción fuerte de sus saldos en Estados Unidos.

Estamos ya frente a desequilibrios fundamentales de los balances de pagos, ante los que los traslados normales de capital a corto plazo carecen de toda eficacia.

#### 4. POLITICA DE LA RESERVA FEDERAL

Los movimientos de oro en el período 1925-1930, en su mayor parte han tenido como origen los movimientos anormales de capitales a corto plazo, del tipo "saldos acumulados", provocados por las políticas de bancos centrales extranjeros que convertían a oro sus grandes disponibilidades en dólares, para estabilizar su divisa y volver al patrón oro, o por el contrario que enviaban oro a los Estados Unidos con el objeto de crear disponibilidades a corto plazo con que hacer frente a sus compromisos en aquel país. Otra fuente muy importante de estas disponibilidades convertibles a oro fueron los grandes empréstitos logrados en Estados Unidos en momentos de tasas bajas de interés.

La seguridad que ofrecía el dólar llevó a los Bancos Centrales extranjeros a mantener gran parte de sus reservas en dicha moneda en lugar de oro.

Los efectos sobre Estados Unidos que podrían esperarse de esta política ajena eran:

- a) una obligación potencial de entregar oro, de acuerdo con la decisión de EE.UU. de no poner trabas a la libertad de conversión. De esa manera las reservas americanas de oro estaban constituyendo el respaldo de moneda y crédito bancario de países extranjeros.
 

El eventual retiro de oro ocasionaría una estrechez en las condiciones de crédito y de los negocios en el país.

No obstante, la confianza en el dólar evitó estos movimientos, ya que los Bancos Centrales aceptaron mantener sus reservas en cambios extranjeros.
- b) la posibilidad de creación de créditos bancarios sobre la base de estos depósitos extranjeros.
- c) el efecto monetario y bursátil de esos depósitos, desde que, sobre todo en momentos de alza en los tipos de interés, sus titulares procurarían invertirlos en papeles productivos en lugar de mantenerlos en cuentas de ahorro.
 

Este fenómeno se produjo particularmente en los años 1928 y 1929.

Durante el período considerado, la Reserva Federal utilizó como instrumento de control del crédito y de los movimientos de

fondos, dos medios:

- a) las compras o ventas de títulos en operaciones de mercado abierto emitiendo o absorbiendo fondos cuando las circunstancias lo hacían aconsejable.
- b) las modificaciones en la tasa de interés. Con este elemento actúa sobre el costo del dinero, provocando con un alza, una contracción en la demanda de crédito. Pero en un mercado financiero internacional como el neoyorquino tiene también influencia sobre los desplazamientos de fondos ya que una tasa más elevada atraerá fondos extranjeros. No obstante el alza provocará un encarecimiento del dinero para actividades corrientes, perturbándolas.

Según puede observarse en el gráfico N° 3, a lo largo del período la Reserva Federal siguió una política de mercado abierto por la que compensaba casi estrictamente los movimientos de oro con la compra o venta de títulos, el redescuento de letras o su cancelación. De tal forma, el conjunto de circulante y saldos bancarios se mantiene prácticamente constante.

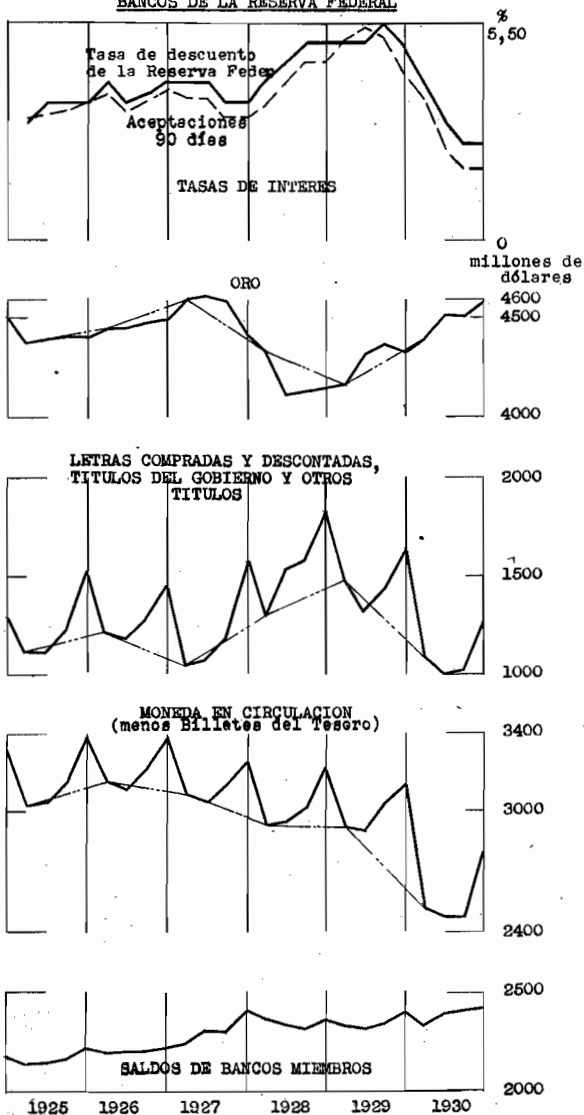
Los movimientos de oro de 1925 y 1926 carecen de importancia y no se afrontan con ninguna medida especial. En 1927, la salida neta resulta de importantes ingresos en el primer semestre y mayores salidas en el segundo, en ambos casos por movimientos del tipo de "Saldos acumulados".

Al producirse los ingresos del primer semestre los Bancos Miembros cancelan sus deudas con los de la Reserva Federal, **que ven reducir en unos 420 millones de dólares las letras descontadas y compradas**; sobre la base de esta mejor situación financiera expanden el crédito. Pero ante la poca demanda de crédito comercial, colocan dinero en inversiones y hacen préstamos sobre valores y para inversiones bursátiles.

En el segundo semestre, las fáciles condiciones del mercado hacen que países como Argentina y Brasil retiren, en oro,

GRAFICO N° 3

BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL



**NOTA:** Las líneas continuas indican cifras trimestrales y las discontinuas cifras anuales (de marzo a marzo).

sus saldos acumulados provenientes de los empréstitos colocados poco tiempo antes. Los egresos de oro fueron afrontados por los Bancos Miembros con sus reservas.

Estas salidas fueron impulsadas por la política seguida por la Reserva Federal que, en agosto de 1927 bajó la tasa al 3½% y compró valores con el fin de mantener aquellas condiciones. Uno de los propósitos del Sistema de la Reserva Federal fué, según lo expresó en el Federal Reserve Bulletin de abril 1929, el de fomentar las salidas de oro en procura de una mejor distribución de las reservas metálicas existentes, a fin de lograr mejores condiciones monetarias y comerciales en el mundo.

De ese modo provoca exportaciones de oro y las neutraliza evitando la contracción interna. Desde mayo a noviembre de 1927, los créditos de los Bancos de la Reserva aumentan en Dls. 336 millones, de los cuales Dls. 288 millones corresponden a compras de títulos del Gobierno. Los bancos comerciales, por su parte, siguen con su política de préstamos e inversiones en papeles.

A fin de año, el Sistema de la Reserva Federal, considerando que en tanto no había demanda de préstamos para el comercio e industria (1), se estaban utilizando créditos en exceso para operaciones especulativas en valores, cambia la política, suspende la compra de títulos y comienza a vender los anteriormente adquiridos, retirando fondos de la plaza.

En los seis meses siguientes, primer semestre de 1928 se producen las grandes salidas de oro, de los saldos acumulados de Francia y otros países (ver pág. 130) que constituyen la mayor de todo el período.

Las salidas de oro, y la venta de títulos por la Reserva Federal, elevaron la tasa de interés en el mercado y poco más tar

---

(1) - Según el Federal Reserve Board (Memoria 1929 p.5) el comercio obtenía fondos mediante la emisión de papeles, dada la fácil condición de la plaza. Los compradores de estos papeles pedían el dinero prestado a los Bancos.

de el Sistema procedió a aumentar sus tasas de descuento, hasta llegar al 5%.

Los créditos bancarios sintieron el efecto de esta situación y se redujeron en enero y febrero en Dls. 560 millones. Pero en marzo vuelven a elevarse. Los Bancos Miembros, ante la alternativa de tener que restringir drásticamente los créditos acordados, recurren al redescuento pese al aumento de las tasas. En esa forma consiguen mantener altos los saldos de sus depósitos en los Bancos de la Reserva Federal que les sirven de base para las concesiones de préstamos. Del 31 de enero al 31 de julio de 1928 el monto de las letras descontadas en los Bancos de la Reserva Federal aumenta en Dls. 625 millones, o sea a más del doble de su volumen de enero, pasando de Dls. 465 millones a 1.090 millones.

De tal manera, el sistema de la Reserva Federal neutraliza el efecto de las grandes salidas en oro del semestre.

Entramos aquí al período de un año de duración en que las tasas de descuento en Nueva York son mayores que las de los mercados exteriores, lo que obedece a una política intencional de las autoridades monetarias americanas.

La Reserva Federal ha expresado en sus publicaciones, que sus medidas no se debieron a un cambio de pensamiento de sus autoridades con respecto a la salida de oro, ya que las existencias de metálico eran muy superiores a las necesidades, sino a razones de crédito interno que las obligó a subordinar a éstas las preocupaciones sobre el efecto que los movimientos de oro provocados por la elevación de tasas de Estados Unidos tendrían sobre las condiciones económicas de otros países.

El efecto de esta política fué entonces en lo externo, la reversión del flujo de oro y por tanto, su pérdida por otros países, obligándoles a elevar las tasas de descuento a niveles muy altos y afectando su ya deprimida actividad industrial y comercial, y en lo interno un encarecimiento general del dinero que

comenzó a ejercer su influencia en actividades productivas pero que no logró reducir la especulación bursátil que continuó durante todo el año 1928 y gran parte de 1929.

"Las medidas tomadas por los bancos de la Reserva Federal en el año 1928 para (obtener) condiciones monetarias firmes mediante ventas de inversiones de mercado abierto y por sucesivos aumentos de tasas de descuento desde  $3\frac{1}{2}\%$  al comenzar el año al  $5\%$  a mediados de año no han demostrado (ser) apropiadas. La segunda mitad del año 1928 presenció una agravación de las condiciones que provocaron la firme política monetaria de los bancos de la Reserva Federal en la primera mitad del año". (1)

Ante la persistente situación el Sistema emite un manifiesto destinado a los bancos miembros, tratando de poner en juego la presión moral como recurso de control del mercado.

Su texto era el siguiente: (2)

Manifiesto del Federal Reserve Board del 7.2.1929

"Los Estados Unidos ha experimentado, durante los últimos años una notable aceleración de la actividad y productividad económica. La producción, distribución y consumo de mercaderías se han efectuado en volumen sin precedentes. El sistema económico del país ha funcionado eficiente y suavemente. Entre los factores que han contribuido a este resultado, debe asignarse un lugar importante al funcionamiento de nuestro sistema de crédito y notablemente a la influencia de la política de firmeza y moderación del Sistema de la Reserva Federal.

Durante algo más del último año, sin embargo, el funcionamiento del Sistema se ha visto perturbado por el excesivo monto del crédito interno absorbido en préstamos para especulación en valores. La situación del crédito desde la apertura del año nuevo indica que algunos de los factores que ocasionaron acontecimientos

(1) - Federal Reserve Board-Memoria 1929, pág. 92.

(2) - " " " " " " 2.

enojosos durante el año 1928 están aún en funcionamiento. El vólumen del crédito especulativo está aún creciendo.

Llegando a un momento en que el país ha perdido unos Dls. 500 millones de oro, el efecto del gran y creciente volúmen de crédito especulativo ha producido ya alguna estrechez que se ha reflejado en avances desde 1 a 1½% en el costo del crédito para usos comerciales. El asunto concierne a cada sección del país y a cada interés comercial, ya que una agravación de esas condiciones puede tener efectos dañinos sobre los negocios y puede perjudicar su futuro.

El Federal Reserve Board no asume el derecho ni tiene propósito alguno de erigirse en árbitro de la especulación en títulos o valores. Es sin embargo de su incumbencia ver que los bancos de Reserva Federal funcionen tan efectivamente como las condiciones lo permitan. Cuando encuentra que están emergiendo condiciones que obstruyen a los bancos de Reserva Federal en el efectivo desempeño de su función de administrar las facilidades de crédito del Sistema en cuanto se refiere a prestar dinero al comercio y a los negocios, está en su deber analizarlas y tomar aquellas medidas que puedan ser consideradas adecuadas y efectivas en las circunstancias, para corregirlas; las cuales, en la situación inmediata, significan restringir, ya sea directa o indirectamente, el uso de las facilidades de crédito de la Reserva Federal para el crecimiento del crédito especulativo. En relación con esto, el Federal Reserve Board, en fecha 2 de febrero dirigió una carta a los bancos de la Reserva Federal, que contiene una manifestación más completa de su posición:

"Las firmes tendencias del mercado monetario, que han estado en evidencia desde el principio del año - contrariamente a la tendencia usual en esta estación - hace que corresponda a los bancos de la Reserva Federal prestar atención constante y estrecha a la situación para que ninguna influencia adversa al comercio y



"a la industria del país sea ejercida por las tendencias de las "condiciones monetarias, más allá de lo que puede desarrollarse "como inevitable.

"La extraordinaria absorción de fondos en préstamos para espe- "culación en valores, que ha caracterizado el movimiento del cré- "dito durante el año pasado o más, a juicio del Federal Reserve "Board merece atención particular, para que no se transforme en "un factor decisivo que provoque una mayor alza de los tipos mone "tarios en perjuicio de los intereses comerciales del país.

"Los recursos del Sistema de la Reserva Federal son amplios pa "ra hacer frente al crecimiento de las necesidades comerciales de "crédito del país, con tal que ellos estén administrados y prote- "gidos en forma competente contra filtraciones hacia usos no con- "templados por la ley de la Reserva Federal.

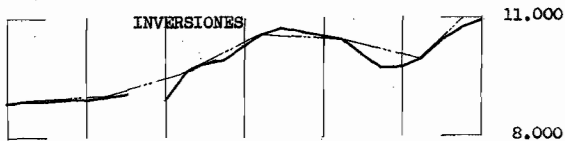
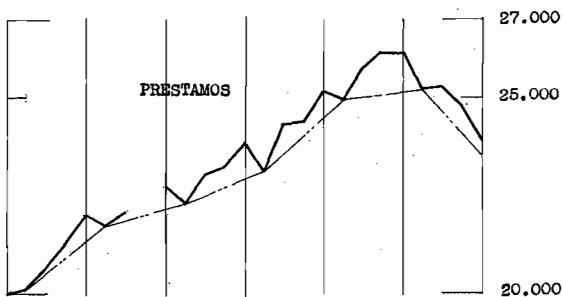
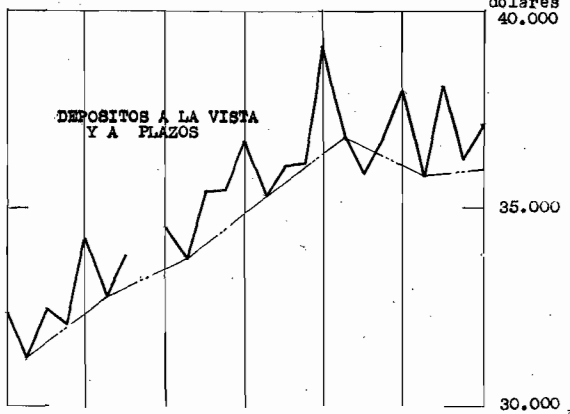
"La Ley de la Reserva Federal, en opinión del Federal Reserve "Board, no contempla el uso de los recursos de los Bancos de la "Reserva para la creación o ampliación de crédito especulativo. "Un Banco Miembro no está dentro de sus razonables derechos para "obtener facilidades de redescuento en su Banco de la Reserva, "cuando pide, ya sea con el propósito de hacer préstamos especula "tivos o con el de mantener préstamos especulativos.

"El Board no tiene el propósito de asumir autoridad para inter "ferir la realización de préstamos de los Bancos Miembros en tan- "to ellos no impliquen a los Bancos de la Reserva Federal. Tiene, "sin embargo, una grave responsabilidad en cualquier momento en "que sea evidente que los Bancos Miembros están manteniendo prés- "tamos para especulación sobre valores con la ayuda del crédito "de la Reserva Federal. Cuando tal es el caso, el Banco de la Re- "serva Federal se transforma en un factor contribuyente a sostene "dor del volumen corriente de crédito para especulación. Esto no "está en armonía con la intención de la Ley de la Reserva ni con- "duce al sano funcionamiento del sistema de banca y crédito del "país".

GRAFICO Nº 4

ESTADOS UNIDOS  
BANCOS MIEMBROS

millones de  
dólares  
40.000



NOTA: Las líneas continuas indican cifras trimestrales y las discontinuas cifras anuales (a marzo de cada año)

Según la misma memoria (pág. 4) la actitud del Sistema dió como resultado una conservación substancial de los recursos del crédito del Sistema bancario del país y particularmente de los Bancos de la Reserva Federal para necesidades esenciales que surgieron más adelante.

El Sistema mantuvo durante el primer semestre las tasas de descuento al mismo nivel de los últimos meses de 1928, es decir al 5%, pero desde el comienzo del año procedió a elevar los tipos a que sus bancos compraban letras, el que en febrero pasó de 5% y llegó a casi 5½% en junio.

Este tipo, superior a la tasa de descuento, hizo que los fuertes ingresos de fondos del exterior se volcaran hacia las aceptaciones, aspecto al que ya nos referimos en la pág. 132/3, adquiriendo gran cantidad de las tenencias de los Bancos de la Reserva Federal, que se redujeron de Dls. 473 millones en enero a apenas Dls. 75 millones en julio, señalando en el gráfico N° 4 una caída en las inversiones bancarias.

En junio pareció comenzar a perderse el efecto del mani-fiesto de febrero y los préstamos bursátiles activan su ritmo ascendente. Cabe aclarar que en gran parte, estos préstamos fueron hechos con fondos no bancarios (1). Pero la gran actividad económica del momento hizo sentir también sus efectos sobre el Crédito bancario. Las tasas comenzaron a crecer rápidamente y la Reserva Federal aumentó las propias, -para mantenerlas ajustadas a las del mercado abierto- al 6%, nivel no alcanzado desde muchos años atrás, Pero para no entorpecer el aprovisionamiento de dinero para las tareas de recolección agraria rebajó la tasa de compra de aceptaciones, cuyo monto se elevó rápidamente.

En el mes de octubre de 1929 se produce la caída de los va

---

(1) - La gran mayoría de los fondos provistos en los últimos meses al mercado de valores de Nueva York no provenía de bancos, sino de grandes compañías de inversiones que en esa época se organizaron en gran extensión (F.R.B., memoria 1929).

lores en la bolsa neoyorquina, punto de partida de la gran crisis que azotó el mundo durante varios años.

Desde el punto de vista de este trabajo cabe destacar las conexiones que este acontecimiento tuvo con los movimientos internacionales de capital. Ante todo es interesante hacer notar que entre los hechos que el Federal Reserve Board enumera como causas de la situación figuran los dos siguientes (1):

- a) La quiebra de una gran compañía financiera inglesa que hizo perder la confianza de las inversiones inglesas en el mercado de Nueva York y provocó el retiro de fondos británicos de éste.
- b) La elevación de la tasa de descuento por el Banco de Inglaterra al 6½% con el fin de detener las continuas pérdidas de oro.

Al principio, al retirarse los fondos no bancarios los Bancos Miembros deben sostener la situación, reemplazando con sus préstamos a aquellos. Por ello sus préstamos no caen.

Pero para atender esa demanda, los Bancos Miembros se vuelcan sobre los de la Reserva. Ante esta situación de la plaza, para evitar sus efectos sobre otras actividades y próximos a tener que hacer frente a la demanda habitual de fondos de fin de año, la Reserva Federal cambió su política por otra de dinero fácil. El 1º de Noviembre de 1929 reduce la tasa de descuento al 5% y 15 días después al 4½%, al mismo tiempo que comienza a comprar títulos. La caída del mercado y la baja tasa de interés provoca la salida de fondos extranjeros registrándose en noviembre y diciembre una reducción de Dls. 100 millones en las tenencias de oro monetario de Estados Unidos. Esta salida de oro permitió a su vez a los países que lo recibían mejorar sus condiciones de crédito y aliviar así la presión que venían soportando sus mercados a consecuencia del auge especulativo de Nueva York.

Durante 1930, ya en plena crisis, las tasas siguen cayendo. El tipo para aceptaciones baja al 1½% y la tasa de los bancos

(1) - Federal Reserve Board. Memoria 1929, pág. 9.

de la Reserva Federal al 2%. Pero los movimientos ya no responden a los mecanismos habituales, pues se deben a perturbaciones mucho más profundas que las que se equilibran simplemente por alteraciones de las tasas de interés.

Hemos expuesto, así, cómo la política oficial se ajustó a los cánones clásicos, valiéndose solamente de la influencia moral y de la tasa de descuento a la que las autoridades monetarias modifican directamente o hacen variar incidiendo en el mercado monetario mediante operaciones de mercado abierto.

### 5. CONCLUSION

El análisis de los movimientos de capital a corto plazo en Estados Unidos bajo el régimen del patrón oro nos permite deducir que:

- a) existen movimientos "normales" y "anormales" (saldos acumulados) que se confunden, dificultando su análisis;
- b) los movimientos normales reflejados en las fluctuaciones de las aceptaciones pendientes, muestran una tendencia a elevarse, como consecuencia de tratarse de operaciones de un mercado nuevo y en pleno desarrollo; pero aún así siguen con fidelidad las alteraciones de las tasas de descuento;
- c) hay en el balance de pagos estadounidense un desequilibrio fundamental en sus rubros corrientes, y los préstamos a largo plazo, más bien que una función natural, son una exigencia de ese desequilibrio. Pero se transforman a su vez, por su magnitud, en factor de desequilibrio en sentido contrario.

La neutralización de las salidas de capital a largo plazo solo por excepción puede hacerse con ingresos a corto plazo. Se logra una compensación transitoria por el mantenimiento en el país, en forma de haberes a corto plazo, de los fondos obtenidos por la colocación de los empréstitos. Pero cuando el titular resuelve retirarlos no se pueden evitar los movimientos de oro (punto f);

- d) al disminuir las tasas de descuento no entran capitales extranjeros. En cambio se solicitan préstamos a largo plazo, cuyo producto se mantiene transitoriamente en depósitos bancarios, dispuesto para su exportación, haciendo aumentar los saldos en cuentas extranjeras;
- e) al subir las tasas de descuento, los capitales que ingresan más los que ya existen, se invierten en valores a interés, a saber, títulos y acciones en dólares que en las estadísticas del balance figuran como colocaciones a largo plazo, y en aceptaciones americanas, que en esas estadísticas no aparecen.
- f) las salidas de oro, cuando existen, son pequeñas en relación con los saldos a pagar y generalmente representan movimientos de tipo anormal (saldos acumulados). Las únicas salidas importantes (años 1927 y 1928) son retiros del producto de empréstitos, que solo transitoria y parcialmente se equilibran con movimientos a corto plazo y éste, cuando son los mismos emisores quienes postergan la transferencia.
- g) el Sistema de la Reserva Federal aplicó durante todo el período los instrumentos clásicos:
- 1) operaciones de mercado abierto, para neutralizar los efectos de las entradas o salidas de fondos en el mercado monetario.
  - 2) las variaciones en las tasas de descuento para detener las corrientes en un sentido y, en algunos casos, para provocarlas en sentido contrario.

Con respecto a la primera, no dudó, además, en recurrir a la presión moral sobre los bancos comerciales cuando su acción sobre el mercado no tuvo éxito.

CAP. XV.- GRAN BRETAÑA

## 1 - LA POSICION BRITANICA A CORTO PLAZO.

La organización financiera británica le permitió convertirse ya en el siglo pasado en el centro tradicional de las transacciones internacionales de capital.

Una serie de circunstancias, tales como su disposición a permitir el lanzamiento de empréstitos extranjeros, su posición en el comercio mundial y servicios conexos, la aparición de la Letra de Tesorería como un elemento lucrativo de inversión a corto plazo y especialmente la organización tan particular de un sistema de descuentos de alcance mundial hicieron de Londres el banquero del mundo durante mucho tiempo.

En cumplimiento de esa función, Gran Bretaña recibía fondos extranjeros y prestaba ese dinero y el propio al exterior.

De esa forma se creó una posición a la vez deudora y acreedora, que tuvo gran influencia en los acontecimientos monetarios posteriores a 1930.

El activo a corto plazo de Gran Bretaña lo constituían las aceptaciones. Consisten en el descuento de las letras de cambio a cargo de otros países, cubriendo operaciones comerciales de Gran Bretaña con el exterior o de países extranjeros entre sí. Las letras de cambio eran descontadas por las Casas de Descuento con dinero obtenido a corto plazo en los bancos comerciales y eran redescontables, en ciertas circunstancias, en el Banco de Inglaterra. Pero las Casas de Descuento sólo reciben letras previamente aceptadas por las Casas de Aceptación. Estas entidades que se responsabilizan por el cumplimiento del documento tienen una organización de alcance mundial que les permite contar con referencias de los firmantes del exterior y basarse en ellas para acordar su aceptación.

Los haberes extranjeros en Londres, que constituyen su pasivo a corto plazo tuvieron una importante forma de establecerse, en las Letras de Tesorería del Gobierno británico, productivas, con la garantía de dicho Gobierno, fácilmente liquidables y de vencimiento corto. La otra forma en que se encontraban era la de depósitos bancarios, principalmente los fondos recogidos por la colocación de empréstitos y disponibilidades de Bancos Centrales extranjeros.

También había dinero extranjero invertido en el descuento de letras de cambio, es decir en aceptaciones.

En el lapso 1920-1925 la posición a corto plazo británica se fué tornando desfavorable a ese país por diversas razones, entre las que cabe destacar:

- a) perturbaciones en el comercio internacional que redujeron el monto de las aceptaciones, rubro esencial del activo británico;
- b) la práctica del sistema de patrón cambio oro que trajo la acumulación de saldos en las cuentas en Londres de los bancos Centrales extranjeros;
- c) el auge de las inversiones extranjeras en Letras de Tesorería británicas;
- d) la perspectiva de la vuelta de Gran Bretaña al régimen del patrón oro y luego el retorno real a él provocaron ingresos de capitales extranjeros, en el primer caso ante la posibilidad de obtener beneficios de cambio y en el segundo por la posibilidad que representaba una moneda convertible a precio fijo.

Gran Bretaña recibía así capitales a corto plazo con los que se creaba una posición negativa en ese terreno, y los destinaba, junto con fondos propios, a efectuar préstamos a largo plazo al exterior, especialmente a países europeos para su reconstrucción de post-guerra.

No poseemos estadísticas que muestren la evolución de la posición a corto plazo británica en los primeros años. Pero de todos modos resulta ilustrativo el siguiente cuadro correspondiente al período 1927-1930 que hemos elaborado con las cifras proporcionadas por el Informe Mac-Millan.

El mismo puede considerarse representativo de la situación desde 1924 ya que los fondos entrados para aprovechar la vuelta al patrón oro se mantuvieron en Londres en forma líquida hasta 1931, año en que se retiraron contribuyendo al nuevo abandono de ese régimen monetario, según luego veremos.

En el cuadro N°9, con valores a fin de cada semestre, incluimos las tenencias de "Oro" del Banco de Inglaterra, medio con que éste debe afrontar el pago de los capitales que se retiran.



POSICION FINANCIERA BRITANICA  
a fin de cada semestre

	1927		1928		1929		1930	
	I	II	I	II	I	II	I	II
	(millones de £)							
<b>Disponibilidades</b>								
Oro en el Banco de Inglaterra.....	150,6	149,5	166,6	155,9	161,9	139,3	156,4	150,5
Aceptaciones.....	122,9	139,6	165,4	200,5	202,5	175,7	175,3	160,9
	273,5	189,1	332,-	356,4	364,4	315,-	331,7	311,4
<b>Obligaciones</b>								
Depósitos bancarios..	199,3	206,1	228,4	243,7	212,8	197,5	257,9	246,7
Préstamos al Mercado de Descuentos.....	38,3	38,4	47,4	47,-	36,4	34,-	42,2	35,1
Inversiones en Letras	138,4	174,7	167,6	212,2	204,5	219,6	156,5	152,8
	376,-	419,2	443,4	502,9	453,7	451,1	456,6	434,6
<b>Posiciones netas</b>								
a) con respecto a depósitos.....	+74,2	-17,-	-103,6	-112,7	-151,6	-117,5	+73,8	+61,7
b) idem más préstamos al Mercado de Descuentos.....	+35,9	-55,4	+56,2	+65,7	-115,2	+83,5	+31,6	+29,6
c) general.....	-102,5	-230,1	-111,4	-146,5	-89,3	-136,1	-124,9	-123,2

Ftes: Mac-Millan Report, Apendice I, Tabla 11 y Apendice II.

Las disponibilidades se han ordenado según su liquidez y las obligaciones según su exigibilidad.

La posición oro del Banco de Inglaterra nunca fué suficiente para atender siquiera a los depósitos bancarios, que podían salir en cualquier momento.

Al computar las aceptaciones que constituyen su otra fuente de recursos, debe tenerse en cuenta que parte de ellas se han financiado con fondos extranjeros que, al liquidarse aquellas se transforman en depósitos bancarios.

Como esos fondos son los que figuran en Préstamos al Mercado de Descuentos, la posición que puede considerarse como inmediatamente exigible es, a nuestro juicio la b).

## 2 - LA CONVERTIBILIDAD de 1925.-

Después de terminada la primer guerra mundial se mantuvo la prohibición de hecho de convertir £ a oro y en 1920 se sancionó una ley por la cual se autorizaba al Gobierno a mantener por 5 años la prohibición de exportar oro y plata,

Al acercarse 1925, se hizo aparente la vuelta al patrón oro, lo que provocó gran entrada de fondos a Gran Bretaña. Esto y los precios altos en Estados Unidos, que beneficiaban al comercio británico, elevaron tanto el valor de la £ que se creyó que ésta había recuperado su posición anterior.

Así, al sancionarse el 13 de mayo de 1925 la ley por la cual se autorizaba al Banco de Inglaterra a vender oro en barras de 400 onzas a cambio de billetes en £, se fijó para ello la vieja paridad de £ 3:17:10 1/2 por onza troy.

Debido a esta circunstancia Gran Bretaña no pudo en ningún momento equilibrar su balance de pagos. Veremos que el país debió exportar constantemente oro, exigencia que podía atender gracias a los embarques de metálico que recibía de los países productores (Transvaal, Rhodesia y Africa Occidental) a cambio de créditos a corto plazo.

## 3 - LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y EL BALANCE DE PAGOS

Los balances de pagos publicados por el Reino Unido por lo general sólo incluyen los rubros corrientes (mercaderías y servicios)

Por lo tanto resulta difícil el estudio de los movimientos de capital a corto plazo. Es necesario reconstruir un balance con valores provenientes de distintas fuentes y sus cifras se hacen imprecisas.-

De esa manera hemos preparado el siguiente cuadro:

## CUADRO N° 10

Año	Rubros corrientes (M. Mercad. y serv. (1).	Capital a largo plazo (neto) (2)	Neto	Oro (3)	Capital a corto plazo
(en millones de £) (4)					
1925	+ 46	- 88	- 42	+ 11 (5)	+ 31
1926	= 14	- 85	- 99	= 7,8	+ 106,8
1927	+ 82	- 105	- 23	+ 1,4	+ 21,6
1928	+ 123	- 113	+ 10	= 6,4	= 3,6
1929	+ 103	- 46	+ 57	+ 16,6	- 73,6
1930	+ 28	- 35	= 7	= 11,2	+ 18,2

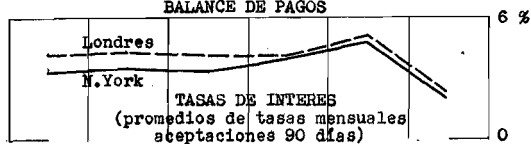
(1) - Fuente: Truption, British Banks, pág. 288.

- (2) - Emisiones menos amortizaciones. Fuente: Tse Chun Chang "The British Balance of Payments, 1924/938" en The Economic Journal, Dic. 1947. Según dicho autor las fuentes de origen son: cifras del Midland Bank (las emisiones) y de Sir Robert Kinnersley (las amortizaciones).
- (3) - Cambios en el stock del Banco de Inglaterra. Las diferencias con el movimiento físico de exportación e importación se atribuye a oro "earmarked" y al atesoramiento o desatezoramiento.
- (4) - Para "Oro" el signo (+) significa exportación y el (-) importación. En las restantes columnas "Ingresos" (+) y "Pagos" (-).
- (5) - Cifra estimada sobre la existencia indicada en el Federal Reserve Bulletin y el tipo par dólar - £.

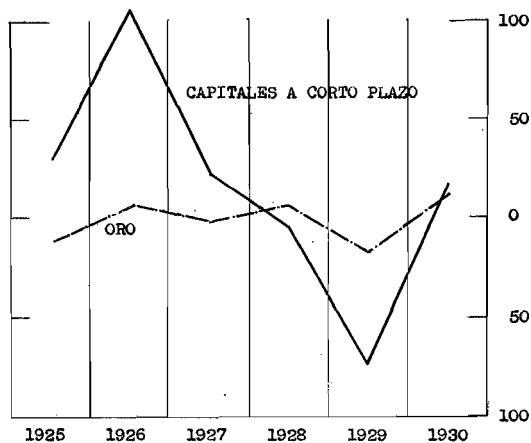
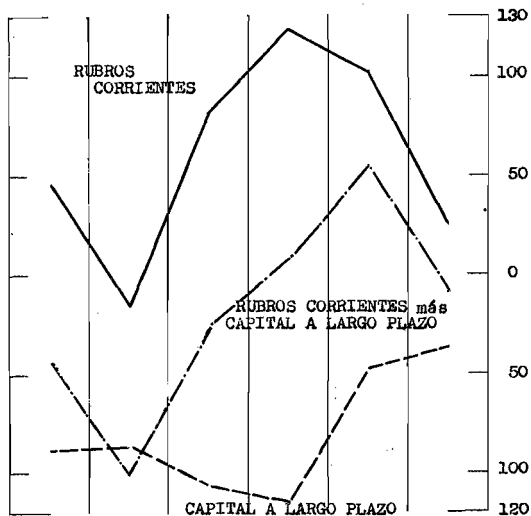
GRAFICO N° 5

GRAN BRETAÑA

BALANCE DE PAGOS



millones de £



Del cuadro N° 10 y de su gráfico correspondiente surge que Gran Bretaña seguía una política de colocación de empréstitos por importes casi constantes que, salvo en los años 1928 y 1929, superan el saldo de operaciones corrientes invirtiendo el sentido del saldo neto, aunque por esa constancia no altera sus fluctuaciones.

El saldo neto, generalmente grande y negativo, apenas es cubierto por los movimientos de oro que son proporcionalmente pequeños. De modo que según estas cifras, los muy importantes traslados de capital a corto plazo son realmente compensadores.

4.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y DE ORO.

Según se desprende del párrafo anterior, los movimientos a corto plazo evitarían los desplazamientos de metálico.

Debemos destacar aquí, sin embargo, que Gran Bretaña está vinculada a los países productores de oro (Transvaal, Rhodesia y otras posesiones africanas) que le enviaban anualmente grandes cantidades de metálico a cambio de disponibilidades para comprar en el exterior.

CUADRO N° 11  
MOVIMIENTOS DE ORO

A ñ o s	Con países pro ductores (1).-	Con otros países	Total
	(en millones de £)		
1925	- 25,-	36,-	11,-
1926	- 34,7	26,9	- 7,8
1927	- 27,8	29,2	1,4
1928	- 31,4	25,-	- 6,4
1929	- 39,8	56,4	16,6
1930	- 43,9	32,7	- 11,2

(1)- Transvaal, Rhodesia y Africa Occidental. Fte.: Federal Reserve Bulletin.

NOTA- Signo +: Exportación; Signo - Importación.-

Vemos aquí que si bien los saldos son pequeños, los traslados reales de oro son grandes, siendo casi equivalentes las importaciones desde los países productores y las exportaciones a los restantes. Este cuadro pone en evidencia la función que cumplía Gran Bretaña en el mercado monetario internacional: recibía el oro de los países productores y lo distribuía en el mundo.

No es posible determinar en qué medida el producto de la entrega de oro quedaba acreditado en cuenta de los países productores como capital a corto plazo y en qué medida se traducía en exportaciones de bienes. Pero suponiendo que quedan en su totalidad como capitales, reconstruiremos, en lo esencial, el Cuadro N° 10 excluyendo el movimiento con dichos países, como si no existieran.

CUADRO N° 12

A ñ o s	Rubros Corrientes y Capitales a Corto plazo (negativo)	Oro	Capitales a corto plazo
(en millones de £)			
1925	- 42	36,-	6,-
1926	- 99	26,9	72,1
1927	- 23	29,2	- 6,2
1928	10	25,-	- 35,-
1929	57	56,4	- 113,4
1930	- 7	32,7	- 25,7

Mientras que en el Cuadro N° 10 los movimientos de capital a corto plazo se muestran realmente equilibradores, en el N° 12 ocurre todo lo contrario; con excepción del año 1926, el ajuste se hace a base de traslados de oro.

Es evidente que el equilibrio solo es posible lograrlo con

la colaboración del oro enviado por Transvaal, Rhodesia y Africa Occidental.

Los saldos negativos del balance de pagos se deben, según se aprecia en el Cuadro N° 10 al movimiento de capitales a largo plazo. Confírmase así la afirmación de que no es posible neutralizar con movimientos de capital a corto plazo normales, los desequilibrios producidos por el desplazamiento del producto de empréstitos y otros saldos acumulados.

#### 5.- LOS MOVIMIENTOS Y LAS TASAS DE INTERES

Las cifras anuales siguen con toda estrictez la fluctuación de las tasas de interés. Obsérvese cómo los ingresos se producen en años en que las tasas en Londres superan a las de Nueva York y los egresos en 1928 y 1929, cuando ocurre lo contrario.

#### 6.- LOS MOVIMIENTOS ANUALES

No obstante la falta de estadísticas detalladas y por períodos cortos, trataremos de analizar los movimientos dentro de cada año, para ver si se obtienen las mismas conclusiones que al observar las cifras generales.

Por las mismas razones, partimos de los movimientos de oro tratando de inducir la existencia de los de capitales y no a la inversa.

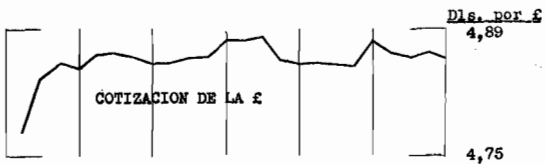
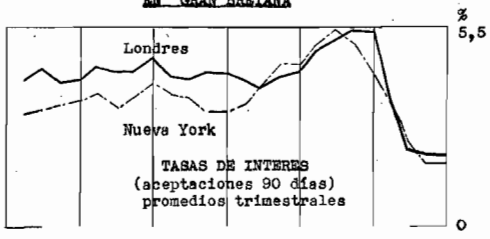
##### a) Año 1925

Consideramos este año a partir del mes de mayo, en que Gran Bretaña retorna al patrón oro.

En junio y julio se producen importantes entradas de oro procedentes de Transvaal y Rhodesia en su casi totalidad. Excluidos estos territorios, notamos una pequeña entrada en junio procedente de Holanda. La falta de elementos no nos permite establecer

MOVIMIENTOS DE ORO  
EN GRAN BRETAÑA

GRAFICO N° 6



Fte: Federal Reserve Bulletin.



si se trata de pagos por operaciones de intercambio anglo-holandes, o si son desplazamientos de capitales. La muy alta tasa de interés vigente en Londres, hace suponer la segunda alternativa.

La plétora de fondos resultante de los envíos de oro por los países productores, adquiridos por el Banco de Inglaterra, provoca la baja de la tasa de interés que es superada por la vigente en Nueva York. Se produce una importante salida de capitales a Estados Unidos, que provoca la caída del precio de la £ y luego salidas de oro.

Se trata de capitales especulativos, pero posiblemente no británicos sino extranjeros. Recordamos que, ante la perspectiva de la vuelta de Gran Bretaña al patrón oro habían afluído en grandes sumas en 1924 y principios de 1925.

Son por lo tanto movimientos de tipo de "saldos acumulados" es decir anormales y no puede esperarse que eviten los desplazamientos de oro sino que los provoquen.

b) Año 1926

En este año los capitales a corto plazo cumplen una función realmente equilibradora.

Gran Bretaña tiene obligaciones netas a cubrir por £ 99 millones, en tanto que solo paga en oro £ 26,9 millones neto, y si consideramos que recibe metálico por £ 34,7 millones de Rhodesia, Transvaal y Africa Occidental, sus existencias de metálico no se reducen sino que aumentan en £ 7,8 millones.

Son principales tomadores de oro durante todo el año, India Británica, Francia, Holanda y Suiza, lo que hace suponer que son retiros de capital.

No hay en todo el período ningún movimiento especial de oro que haga presumir traslados especulativos particulares.

123

Durante todo el año las tasas de interés fueron superiores a las de Estados Unidos y la £ se mantuvo elevada hasta la caída estacional de fin de año, síntomas concordantes con la entrada de capitales que se refleja en los datos expuestos.

c) Año 1927

Los movimientos netos de oro son casi inexistentes, ya que se compensan las importaciones de Transvaal, Rhodesia y Africa Occidental con las exportaciones netas a todos los demás países.

Por lo tanto el saldo desfavorable a Gran Bretaña de £ 23 millones puede considerarse neutralizado por ingresos de capital a corto plazo de casi igual magnitud.

Las entradas de oro extraído recientemente de las minas se producen en Febrero, Abril y Agosto. La de abril, la de mayor importe, induce al Banco de Inglaterra a bajar las tasas de interés. Salen capitales a Estados Unidos en mayo, que se traducen en traslados de oro.

A fin de año hay ingresos de ese origen, con una fuerte valuación de la £. Teniendo en cuenta que a esa altura del año se producen los mayores pagos de Gran Bretaña al exterior por sus compras, debe suponerse que las entradas por capital, han sido mayores que las que refleja la estadística y han servido para equilibrar ese saldo estacional desfavorable del balance de pagos británico.

Al parecer, buena parte de los ingresos de fin de año se deberían a un préstamo especial hecho por Estados Unidos a Alemania, quien ordenó el envío de los fondos a Londres para efectuar pagos pendientes.

d) Año 1928

Tomando en conjunto el año 1928, el balance de pagos británico está prácticamente en equilibrio. Una baja de precios interna aumenta el saldo de los rubros corrientes que llega a superar al saldo del movimiento de capitales a largo plazo.

Por primera vez hay un saldo a favor de Gran Bretaña, pequeño (£ 10 millones) por el que se recibe oro en parte (£ 6,4 millones) y queda un margen a cobrar como egreso de capital a corto plazo (£ 3,6 millones).

Se repite sin embargo aquí el hecho de que el movimiento neto de oro no refleja la realidad. En su valor se están neutralizando las importaciones de oro recién extraído con los envíos a los países que tienen saldos acreedores.

Según las estadísticas mensuales, en marzo tiene lugar una exportación física de oro a Francia, muy fuerte, ya que alcanza a unos £ 15 millones. Sin embargo ese egreso no se refleja en las existencias del Banco de Inglaterra, ni en la cotización de la £, ni tiene razón de ser desde que las tasas de interés en Londres eran en ese momento muy superiores a las de París. Por tal motivo creemos que se trata de un traslado de oro "earmarked" que, por lo tanto, no debe ser tenido en cuenta en nuestro análisis.

En mayo y junio se producen entradas de oro de los Estados Unidos, también vinculada con los préstamos a Alemania, iniciados en 1927.

El 2º semestre, como ya hemos visto en el Capítulo XIV, se caracteriza por el alza de las tasas de interés de Nueva York por encima de las de Londres.

Los fondos acumulados en Londres salen entonces hacia EE. UU. Baja la £ y en octubre y Noviembre se traslada oro por un im-

porte muy semejante al recibido en mayo-junio, lo que permite que en el balance del año no se reflejen los movimientos de metálico originados por capitales a corto plazo.

c) Año 1929

La continuación del saldo corriente muy favorable a Gran Bretaña y la contracción de los capitales a largo plazo a un bajo nivel no alcanzado en los años anteriores, proporciona a Gran Bretaña un saldo positivo de £ 57 millones.

En cuanto al oro, en lugar de entrar, se exporta una suma neta de £ 16,6 millones que llega si no se toma en cuenta el metálico nuevo, a £ 56,4 millones.

Es evidente la existencia de movimientos de capital netamente desequilibradores.

Hasta mediados de año, debido a las bajas tasas, salen fondos hacia Estados Unidos, principalmente en febrero y junio. La £ se mantiene baja y esos traslados dan lugar a corrientes de oro en ese sentido.

Según la estadística incluida en el informe Macmillan, en el primer semestre los fondos extranjeros depositados en bancos británicos o invertidos en Letras o en el mercado de descuentos en Londres, se redujeron en £ 49 millones. (Cuadro N° 9)

Durante el segundo semestre además de salidas a Estados Unidos de menor importancia, se producen grandes egresos de oro a Francia. El Banco de Inglaterra, no obstante los envíos de los países productores de oro, pierde en 4 meses £ 31 millones de metálico.

Hacia el final del año el ajuste de las tasas permite a las londinenses superar a las de Nueva York. Comienza en Estados Unidos el desorden financiero precursor de la crisis de 1930 y

bajan los precios de artículos sudamericanos lo que obliga a las naciones de origen a pagar sus saldos en oro.

Esos hechos vuelcan la corriente de oro nuevamente hacia Gran Bretaña, recuperando el Banco de Inglaterra, durante ellos, £ 8 millones en oro.

f) Año 1930

Año de muy bajo saldo favorable de los rubros corrientes del balance de pagos y de muy baja cantidad de colocaciones a largo plazo, pero ambos se equilibran dejando apenas £ 7 millones en contra de Gran Bretaña. Pero no solo no se paga este saldo, sino que se importa oro por £ 11,2 millones neto, registrándose así un ingreso de capitales a corto plazo de £ 18,2 millones.

Atendiendo a que la entrada de oro de países productores llegó a £ 43,9 millones, la exportación real a los restantes fué de £ 32,7 millones en metálico, correspondiendo £ 25,7 millones a capitales.

En abril el Banco de Inglaterra reduce su tasa de descuento al 3 1/2% y en mayo al 3%. Ello provoca la salida en oro de los capitales franceses, hecho que domina todo lo que resta del año, solo compensado en parte por ingresos de los países auríferos y agropecuarios.

7.- LAS ACEPTACIONES.

Los movimientos de capital a corto plazo que hemos llamado "normales" están principalmente representados por las aceptaciones, instrumento de crédito que permite a las instituciones especializadas de un país exportador financiar las ventas cuando así conviene en razón de los tipos de cambio o tasas diferenciales de interés vigentes.

Las aceptaciones fluctúan diariamente siguiendo la marcha del intercambio momento a momento, además de los factores enunciados en el párrafo anterior. Su estudio requiere estadísticas muy detalladas y por períodos de tiempo muy cortos que, lamentablemente, no existen.

De todos modos, podemos obtener una conclusión de la siguiente información incluida en el informe Macmillan:

CUADRO N° 13

ACEPTACIONES TOMADAS POR LOS CLEARING BANKS,  
BANCOS DE ESCOCIA Y CASAS DE ACEPTACION

Período	Total (1)	N.I.
1927 - 1er. semestre	122,9	100
2do. "	139,6	113
1928 - 1er. semestre	165,4	135
2do. "	200,5	163
1929 - 1er. semestre	202,5	165
2do. "	175,6	143
1930 - 1er. semestre	175,2	143
2do. "	160,9	131

(1) - Millones de £.-

Fte.: Mac Millan Report.

Al tratar el comportamiento de las aceptaciones en Estados Unidos vimos (pág.132) que las mismas decrecían en partes de los años 1928 y 1929 en que las tasas de descuento de Nueva York superaban a las de Londres.

El presente cuadro confirma el hecho ya que en esos mismos momentos las aceptaciones británicas, alcanzan sus valores máximos.

Esos valores máximos coinciden con una baja de la £ (ver gráfico N° 6). Es que esas aceptaciones representan pagos diferidos a Gran Bretaña, o lo que es lo mismo, salidas de capital a corto plazo. Esa menor demanda de £, contribuye a la baja de su valor ocasionada por las salidas de capitales especulativos para colocarse en el exterior.

### 8.- LA CONSTITUCION DEL PASIVO A CORTO PLAZO.

Según las cifras de la citada estadística del Informe Macmillan (1) el pasivo británico en el período 1927-1930 tiene la siguiente evolución:

CUADRO N° 14

Período	Total obligaciones en £	Depósitos bancar.	Inversiones (1)	% s/total		Tasa de descuento (2)
				Depósitos	Inversiones	
	(Millones de £)			%		%
1927 - 1er.sem.	376,-	199,3	176,7	53	47	4,17
2do. "	419,2	206,1	213,1	49	51	4,33
1928 - 1er.sem.	443,4	228,4	215,-	52	48	4,05
2do. "	502,9	243,7	259,2	49	51	4,26
1929 - 1er.sem.	453,7	212,8	240,9	47	53	5,07
2do. "	451,-	197,5	253,5	44	56	5,44
1930 - 1er.sem.	456,6	257,9	198,7	57	43	2,93
2do. "	434,6	246,7	187,9	57	43	2,20

(1)- Incluye Letras en £ y adelantos al Mercado de descuento.

(2)- Promedio aritmético.

Fte.: Mac Millan Report.

(1)- En la literatura posterior se indica que las cifras del pasivo británico indicadas en el Informe resultaron inferiores a la realidad.-

C U A D R O N º 1 5  
B A N C O D E I N G L A T E R R A  
(promedios trimestrales)

Rubros	1925			1926			1927			1928			1929						
	( En millones de Libras )																		
Oro	126,8	147,1	160,3	147,2	143,5	146,9	152,3	151,5	149,5	151,4	149,9	149,7	155,8	161,3	172,3	160,7	152,1	159,4	142,
Otras Garantías (en el Dto. Bancario) (1)	122,6	113,5	110,0	117,5	120,6	114,1	107,3	108,3	108,6	99,8	100,7	103,6	94,7	88,0	79,1	86,5	81,1	72,8	98,
	249,4	260,6	270,3	264,7	264,1	261,0	259,6	259,8	258,1	251,2	250,6	253,3	250,5	249,3	251,4	247,2	233,2	232,2	240,
Circulante más depósitos bancarios	452,1	454,7	456,8	451,3	438,8	450,7	444,1	440,2	433,8	441,4	441,8	441,9	434,8	453,9	445,5	436,5	422,7	423,3	434,
A-- Circulante	380,9	385,2	384,9	378,6	372,1	380,9	375,5	371,5	364,3	376,3	376,6	375,7	367,9	373,0	374,9	372,0	358,4	361,4	367,
B - Depósitos bancarios	71,2	69,5	71,9	72,7	66,7	69,8	68,6	68,7	69,5	65,1	65,2	66,2	66,9	62,9	68,6	64,5	64,3	61,9	63,
C - Depósitos públicos	14,4	14,3	16,1	11,6	18,2	15,3	14,3	16,4	15,7	15,9	16,2	17,4	13,7	18,3	15,0	13,1	15,3	15,9	15,
D - Billetes en depósitos bancarios	21,5	26,2	35,4	23,9	21,6	25,7	31,0	31,8	31,9	34,2	32,5	32,7	40,3	45,7	56,4	45,4	54,0	58,8	36,
E - Otros depósitos	42,1	39,9	41,2	41,2	40,6	38,1	38,7	38,7	38,4	36,9	35,1	36,3	37,1	36,5	36,4	37,6	37,1	36,1	36,
Total (menos billetes en Dep. bancarios)	506,6	508,9	514,1	504,1	501,6	504,1	497,1	495,8	487,9	494,2	493,1	495,6	485,6	490,7	494,9	487,2	475,1	475,3	483,

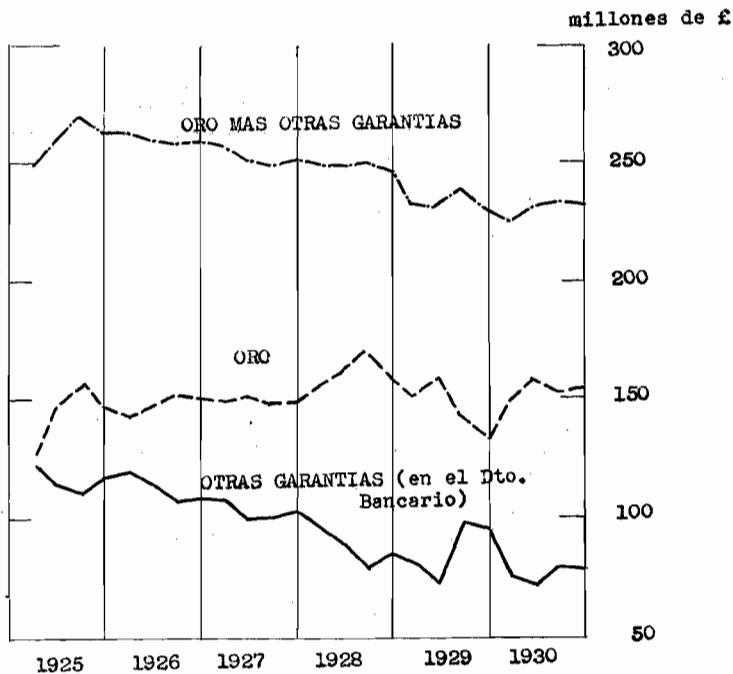
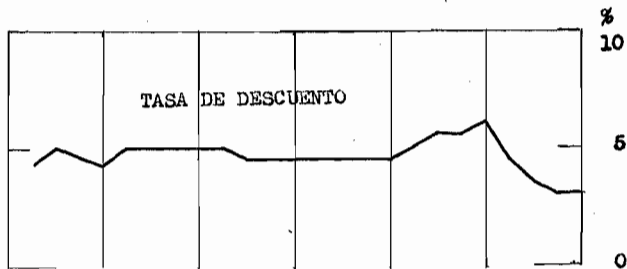
(1) - Incluye Títulos del Gobierno, Descuentos y Adelantos y Otros Títulos.

FUENTE: Promedios trimestrales de cifras mensuales publicadas en el Informe del Comité Mac Millan, Apéndice II, y Bank of England Statist Quarterly Statistics.



GRAFICO N° 7

BANCO DE INGLATERRA



oro salido y liquidaba títulos cuando entraba oro. De esa manera el nivel de emisión se mantiene casi constante, reflejando solo en algunos casos las fluctuaciones de la balanza de pagos, y aislando así al mercado monetario de los efectos de los flujos de capital.

En cuanto a la tasa de interés:

- a) la reduce del 5% al 4 1/2% en agosto de 1925 y al 4% en octubre 1925 cuando ingresa oro;
- b) la eleva del 4% al 5% en diciembre de 1925 para detener los egresos a Estados Unidos del último trimestre;
- c) en febrero de 1929 la eleva del 4 1/2% al 5 1/2% para contener la salida de fondos a Estados Unidos que se había iniciado en el último trimestre de 1928 a causa de las mayores tasas vigentes en Nueva York.
- d) a mediados de 1929 se reanudan las salidas de capital a Francia y Estados Unidos. El Banco de Inglaterra alza su tasa al 6 1/2 % en septiembre.
- e) en 1930 frente a entradas de metal con que se inicia el año, y ya en medio de la crisis mundial, baja gradualmente sus tasas acompañando a los Bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

10.- CONCLUSIONES.

Del análisis de las operaciones británicas en el período de conversión, concluimos:

- 1) Gran Bretaña tiene un mercado de descuentos perfectamente organizado, que financia el comercio internacional de prácticamente todo el mundo.

No poseemos estadísticas que nos permitan separar los movimientos de estos capitales normales de los anormales y apreciar su comportamiento a medida que se desplazan en cumplimiento de su cometido.

Sin embargo hemos creído poder demostrar que son regidos particularmente por la tasa de descuento.

- 2) Gran Bretaña tenía normalmente saldos favorables en los rubros corrientes de su balance de pagos. Esos saldos eran, no obstante, superados por los de los movimientos de capital a largo plazo, debido al lugar destacado del mercado de Londres para la colocación de empréstitos extranjeros.
- 3) Gran Bretaña había recibido en 1924 grandes sumas extranjeras que especulaban con la vuelta de ese país al patrón oro.
- 4) Los fondos provenientes de las fuentes indicadas en los puntos 2º y 3º, creaban un pasivo líquido siempre dispuesto a salir del país.
- 5) Los movimientos de fondos a corto plazo respondían asimismo a las fluctuaciones de las tasas de interés.
- 6) Las salidas de esas sumas acumuladas no pueden ser neutralizadas por ingresos de capital a corto plazo del tipo equilibrador común, sino que se tienen que atender con oro.
- 7) Gran Bretaña hace uso, para ello, de las adquisiciones de oro a los países productores como Transvaal, Rhodesia y Africa Occidental, cuyo equivalente les acredita en cuenta.

Hay una compensación entre el oro recibido y el exportado. Los mencionados créditos en cuenta son ingresos de capital a corto plazo que están compensando las salidas de los saldos acumulados, pero se trata de ingresos de un tipo muy especial. Y tan es así que no evitan los desplazamientos de oro sino que dan lugar a la realización de ellos para neutralizar otros provocados por el desequilibrio del balance de pagos.

- 8) Ese mecanismo permitía a Gran Bretaña distribuir el oro monetario en el mundo actuando como una bomba aspirante-impelente y

cumpliendo una función trascendental para el buen funcionamiento del sistema monetario mundial.

- 9) Los tenedores extranjeros de haberes en Gran Bretaña los invertían al elevarse las tasas de interés y los mantenían preferentemente en depósitos bancarios cuando aquélla bajaba creando una amenaza potencial para las reservas de oro británico.
- 10) El Banco de Inglaterra en ningún momento tuvo oro en cantidades suficientes para atender el retiro de los fondos extranjeros depositados en cuentas bancarias.
- 11) Durante todo el período el Banco de Inglaterra aplicó los medios clásicos de regulación:
  - a) las operaciones de mercado abierto para evitar los efectos de los movimientos de oro sobre el mercado monetario interno.
  - b) la tasa de descuento para influir en los movimientos, haciéndolos cambiar de sentido.

CAP. XVI.- CONCLUSIONES GENERALES

## 1.- LOS MOVIMIENTOS NORMALES

Hemos identificado los movimientos normales con las aceptaciones bancarias porque son las que principalmente representan los créditos que persiguen los objetivos de aquellos movimientos.

Para sacar conclusiones precisas sería necesario contar con estadísticas diarias, semanales o mensuales del intercambio, de los pagos por ese concepto, de las transferencias de oro que responden a esos pagos (1) y una clasificación de las aceptaciones para conocer el monto que cubre exportaciones, importaciones y operaciones entre terceros países.

Sin embargo, con las cifras anuales y, en algunos casos trimestrales, hemos podido verificar que estos movimientos siguen a las tasas de interés tal como lo establece la teoría.

En cuanto a su influencia sobre los traslados de oro no es posible comprobarla, pero es presumible desde que toda aceptación al exterior es un crédito que difiere el pago por el deudor y por lo tanto reduce las transferencias de fondos al país concedente.

## 2.- LOS MOVIMIENTOS ANORMALES

En el período 1925-1930 los movimientos desequilibradores de capital a corto plazo han estado constituidos principalmente por el producto de empréstitos a largo plazo colocados en Estados Unidos y Gran Bretaña.

Los hechos confirman que los movimientos de estas masas de dinero provocan traslados de oro y no pueden neutralizarse con capitales a corto plazo. compensadores en sentido contrario (2).

- (1)- Cosa imposible, ya que las transferencias de oro cancelan saldos de un conjunto de operaciones de los más diversos conceptos.  
 (2)- Se procura obtener empréstitos en un país con tasa de interés baja y por lo tanto, no atractiva de capitales a corto plazo.

En Gran Bretaña hay una aparente compensación de ese tipo. Pero se comprueba que no es así cuando la operación se desdobra en las dos fases que, en realidad, la constituyen. Los emisores de empréstitos han retirado sus excedentes en oro. Gran Bretaña pudo compensar esos egresos debido a la muy especial circunstancia de estar vinculada a los países productores de oro que se lo entregaban a cambio de créditos a corto plazo. Hay un doble movimiento de oro en lugar de no haber ninguno. Y si, en síntesis, la operación se traduce en una salida de capital a largo plazo contra una entrada a corto plazo, esta última no responde a una operación especulativa motivada por las tasas de descuento o los tipos de cambio, sino a una operación comercial común, ya que los vendedores de oro la realizan como una venta normal del fruto de su suelo para obtener recursos con los que atender sus pagos en el exterior.

En cuanto a los Estados Unidos ocurre algo similar. Los remanentes de los empréstitos extranjeros allí colocados, no se han traducido en egresos sólo cuando los propios emisores los han mantenido transitoriamente allí difiriendo su transferencia, e inexorablemente han provocado exportaciones de metálico cuando sus importes fueron muy grandes. Debe pensarse que gran parte de los empréstitos son oficiales. Las autoridades del país emisor mantienen su producto en depósitos bancarios o los retiran en oro o en mercancías, según la política que siguen con respecto a sus reservas monetarias y por lo tanto, sin tener en cuenta la situación de las tasas de interés.

### 3.- MEDIDAS DE CONTROL

Los únicos medios utilizados por los respectivos bancos centrales, compatibles con el régimen de patrón oro vigente, han sido de las operaciones de mercado abierto y el manejo de las tasas de descuento.-

SECCION IIIREGIMEN DE INCONVERSION MONETARIACAP. XVII.- CONSIDERACIONES GENERALES

El régimen de patrón oro, restaurado casi con carácter universal en 1925 tuvo muy poca vida. A consecuencia de los acontecimientos que configuraron la gran crisis mundial de la década de 1930, las naciones cayeron prontamente en un régimen de cesación de pagos internacionales, comenzando por Gran Bretaña que abandonó aquel régimen en 1931. Estados Unidos pudo permanecer en él hasta abril de 1933.

El período 1931-1939, que consideramos, se caracteriza por la virtual desaparición del patrón oro y la desarticulación del mecanismo monetario internacional.

Dentro del lapso 1931-1939 pueden distinguirse dos subperíodos:

- a) 1931 - 1933
- b) 1934 - 1939

El primero es un período de crisis mundial. El segundo muestra un reajuste de la situación general.

En el primero se observa una sostenida declinación en la actividad productiva y una notable caída de los precios mundiales, en particular de las materias primas.

La producción industrial se reduce rápidamente lo mismo que el comercio internacional en el que la caída se agudiza debido a la baja de los precios.

CUADRO N° 16

Indices mundiales de			
Producc. industrial (exc. Rusia)		Comercio internac. (en dólares)	
1929	100	1929	100
1930	87	1930	81
1931	75	1931	58
1932	64	1932	39

Fte.: Cifras de la Sociedad de las Naciones, mencionadas por el Depto. de Comercio en "The U. S. in the World Economy".-

En el segundo subperíodo, de reajuste y reactivación de la economía mundial, según la Sociedad de las Naciones la producción industrial sigue el siguiente ritmo:

CUADRO N° 17

PRODUCCION INDUSTRIAL  
Indice Mundial

A ñ o	N. I.
1929	100
1934	77,7
1937	103,7
1938	92,7

Fte.: Cifras de la Sociedad de las Naciones mencionadas por el Depto. de Comercio en "The U. S. in the World Economy".

Los Gobiernos, en este segundo subperíodo, intervienen cada vez más en la actividad privada a fin de reactivar las economías.

En cuanto a los capitales a corto plazo, todo el período desde la inconvención hasta la segunda guerra Mundial, se caracteriza por el desplazamiento violento y sin control, de grandes masas de fondos erráticos, los que, en busca de refugio para evitar las consecuencias de la crisis, se mueven en distintas direcciones hasta 1933 y prácticamente en una, hacia los Estados Unidos, después de 1934.



En este lapso, particularmente entre 1930 y 1933, todos los Gobiernos adoptan medidas defensivas, abandono del patrón oro, desvalorizaciones monetarias, bloqueo de fondos, controles de cambio, acuerdos internacionales de moratoria, etc.-

CAP. XVIII.- ESTADOS UNIDOS (SUBPERIODO 1930 - 1933).

## 1 - LA SITUACION NORTEAMERICANA.

En el primer subperíodo (1930-1933) Estados Unidos no pudo substraerse a la suerte de la economía mundial.

La producción industrial cae en forma más pronunciada aún que la mundial.

CUADRO N° 18

PRODUCCION INDUSTRIAL AMERICANA

Período	N. I.
1929	100
1930	74
1931	60
Jun/Agost.1932	51

Fte.: Depto. de Comercio: "The U.S. in the World Economy".

Esa declinación trae por consecuencia una disminución de importaciones en los Estados Unidos, mayor en valor que en volumen debido a la caída de los precios y, por consiguiente, un flujo menor de fondos a cuentas de países extranjeros. Ello se traduce, a su vez, en menores compras extranjeras de productos norteamericanos.

Contribuyen a la disminución de importaciones las nuevas tarifas aduaneras de los Estados Unidos. Y al menor ingreso de fondos a cuentas extranjeras, la disminución y casi suspensión de las emisiones de títulos extranjeros a largo plazo en el mercado americano debido tanto a la situación interna como a los disturbios políticos e incertidumbre en el exterior.

CUADRO N° 19EMISIONES EXTRANJERAS DE CAPITAL  
DE ESTADOS UNIDOS

A ñ o	Millones de Dls.
1927	1.338
1928	1.263
1929	673
1930	908
1931	235
1932	32
1933	12
1934	--

Fte.: Federal Reserve System: "Banking and Monetary Statistics" 1943.

Esta desaparición de las emisiones transforma lo que era una fuente de recursos para los países extranjeros, en una fuente de obligaciones, ya que subsiste el compromiso de amortizar los préstamos anteriores.

En el orden bancario, Estados Unidos afronta la crisis derivada de la caída de la Bolsa en octubre de 1929. La especulación bursátil, utilizando para ello crédito bancario, había llegado a límites muy altos y dicha caída provocó un sinnúmero de quiebras, grandes pérdidas y la adopción de medidas económico-financieras de emergencia para salvar lo posible de esta catástrofe.

## 2 - LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y EL BALANCE DE PAGOS.

El Balance de Pagos de los Estados Unidos muestra las siguientes cifras en los rubros corrientes y de capital a largo plazo:

## CUADRO N° 20

## RUBROS DEL BALANCE DE PAGOS DE ESTADOS UNIDOS

Rubros	1930	1931	1932	1933
(millones de dólares)				
<b>A.- Rubros corrientes (1)</b>				
Ingresos .....	5585	3677	2491	2419
Egresos .....	- 4818	- 3480	- 2322	- 2269
Neto .....	767	197	169	150
<b>B.- Capitalés a largo plazo</b>				
Ingresos .....	791	647	350	335
Egresos .....	- 1089	- 432	- 93	- 258 (2)
	- 298	215	257	77
<b>C.- Neto total .....</b>	469	412	426	227

(1)- Mercaderías, servicios y transferencias unilaterales.

(2)- Incluye Dls. 40 millones de arbitrajes

Fte.: U.S. Dept. of Commerce: The Balance of International Payments 1946/48.-

Los saldos netos del cuadro anterior se equilibran de la siguiente forma:

## CUADRO N° 21

Año	Rubros corr. y largo plazo (1)	Oro	Capitalés a corto plazo		
			Total	Registr.	Residual
(millones de dólares)					
1930	469	- 310	- 159	- 479	320
1931	412	133	- 545	- 637	92
1932	426	- 53	- 373	- 446	73
1933	227	131	- 358	- 419	61

(1)- Las inversiones de extranjeros en valores a largo plazo y la liquidación de las mismas se incluyen en "largo plazo".

Fte.: Dept. of Commerce: The Balance of International Payments, 1946/48.-

Se observa que en el trienio 1931/33 los traslados de fondos a corto plazo no equilibran el balance de pagos ni impiden el movimiento de oro. Por el contrario con excepción del año 1932, contribuyen a provocarlos. Es decir, que entre los años 1930 y 1933 predominan los movimientos de capital de tipo errático, que no evitan sino que provocan los traslados de oro.

Al considerar los acontecimientos año por año, veremos más de cerca la forma en que se han producido.

### 3 - CARACTERISTICAS DE LOS MOVIMIENTOS ANUALES.

Nos referiremos, en las páginas siguientes a los valores que surgen de los cuadros N° 21 y N° 22 del gráfico N° 8. No obstante que consideramos aquí el subperíodo 1930/33 confeccionamos el cuadro N° 22 para todo el período de interguerra para que se pueda tener desde ya una visión completa de lo ocurrido en el mismo y sobre todo del contraste entre los dos subperíodos en que hemos dividido esta parte, destacándose la neta línea divisoria entre los años anteriores a 1933 (inclusive) y los posteriores.

#### a) Año 1930

Ya hemos analizado este año en el Cap. XIV. Su incorporación a éste obedece al solo objeto de mostrar la unión de este período con el anterior.

El año 1930 se encuentra ya bajo la sombra de la crisis.

Los países extranjeros no pueden pagar a Estados Unidos con los dólares obtenidos de sus transacciones corrientes con ese país y deben cubrir el déficit girando sobre sus saldos y enviando oro. De allí que se produce simultáneamente una disminución de capitales y una entrada de oro. Tomadas las cifras en conjunto, hay una compensación parcial del saldo de los rubros corrientes y de capital a largo

CUADRO N° 22  
MOVIMIENTO DE FONDOS EXTRANJEROS EN ESTADOS UNIDOS  
(1930 - 1939)

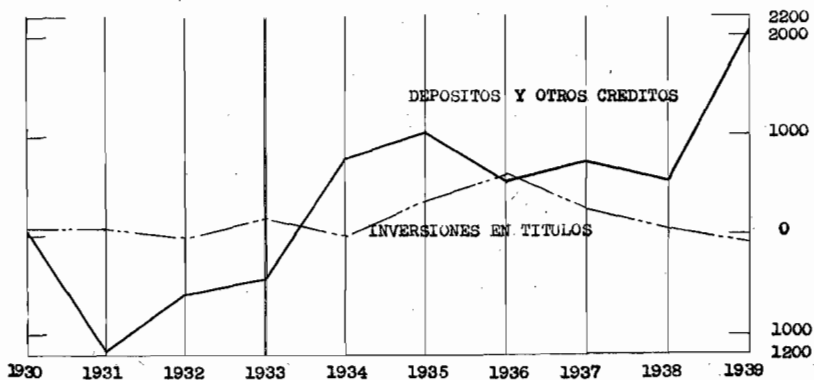
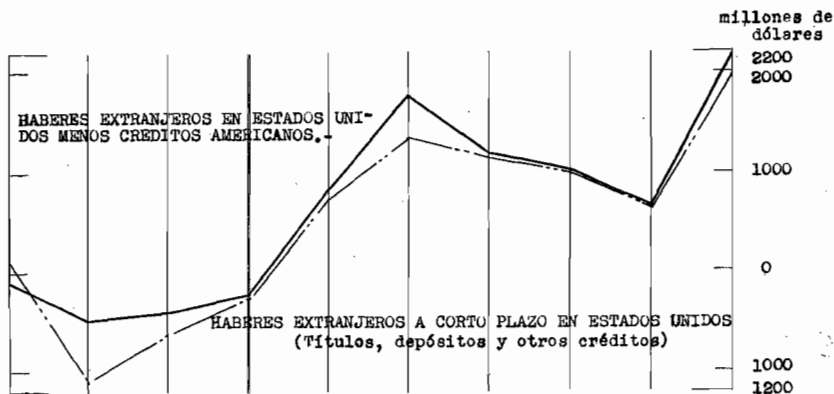
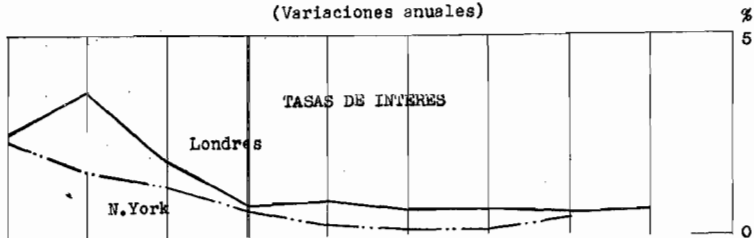
	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
	(En millones de dólares)									
<b>1 - Fondos obtenidos por extranjeros</b>										
Por préstamos a largo plazo (neto)	- 364	-	-	48	-	-	-	-	-	-
Por aceptaciones americanas	- 13	- 430	- 107	29	- 134	- 66	- 17	- 10	- 33	- 55
Por otros créditos americanos	204	- 198	- 120	- 64	38	- 358	- 38	- 35	6	- 156
Por ventas de oro	310	-	53	-	1.266	1.822	1.272	1.364	1.799	3.174
	865	- 628	- 174	13	1.170	1.398	1.217	1.315	1.772	2.963
<b>2 - Utilización de los fondos</b>										
Pago del saldo de rubros corrientes	767	197	169	150	429	- 54	- 93	62	1.109	888
Pago de préstamos a largo plazo (neto)	-	- 149	283	-	185	116	177	276	40	113
	767	346	452	150	414	62	84	338	1.149	1.001
<b>3 - Saldo a favor (+) o en contra (-) de los extranjeros</b>	+ 98	- 974	- 626	- 137	+ 756	+ 1.336	+ 1.133	+ 981	+ 623	+ 1.962
<b>4 - Movimiento de las Cuentas Extranjeras</b>										
a) <b>Aumentos</b>										
Por saldos a favor, del rubro 3	98	-	-	-	756	1.336	1.133	981	623	1.962
b) <b>Disminuciones</b>										
Por déficit del rubro 3	-	974	626	137	-	-	-	-	-	-
Por inversiones en valores (neto de amortiz.)	66	66	- 26	165	- 15	320	600	245	57	- 86
Por retiros de oro	-	133	-	131	-	-	-	-	-	-
	66	1.173	600	433	- 15	320	600	245	57	- 86
c) <b>Neto: Aumento (+) o disminución (-) (1)</b>	+ 32	- 1.173	- 600	- 433	+ 741	+ 1.016	+ 533	+ 736	+ 566	+ 2.048
<b>5 - Variación de la posición extranjera</b>										
a) <b>Obligaciones</b>										
Créditos americanos (inc. aceptaciones)	- 191	+ 628	+ 227	+ 35	+ 96	+ 424	+ 55	+ 45	+ 27	+ 211
b) <b>Derechos</b>										
Cuentas (1)	+ 32	- 1.173	- 600	- 433	+ 741	+ 1.016	+ 533	+ 736	+ 566	+ 2.048
Inversiones en valores (neto de amortiz.)	+ 66	+ 66	- 26	+ 165	- 15	+ 320	+ 600	+ 245	+ 57	- 86
	+ 98	- 1.107	- 626	- 268	+ 726	+ 1.336	+ 1.133	+ 981	+ 623	+ 1.962
c) <b>Variación posición neta</b>	- 93	- 479	- 399	- 233	+ 822	+ 1.760	+ 1.188	+ 1.026	+ 650	+ 2.173

(1).- Incluye rubros residuales.

FUENTE: U.S.Dpt. of Commerce "The Balance of International Payments 1946/48". Los totales de "aceptaciones americanas" e "Inversiones en valores" que figuraban en los rubros de "Créditos Americanos a Corto Plazo" y "Préstamos a Largo Plazo" se doblaban con cifras del "Balance 1919/39" excepto para 1930 que se toman del cuadro N° 7 y las "Aceptaciones" de 1939 que se obtuvieron del Banco de Ajustes Internacionales, Memoria 1946/7, pág. 131, en inglés.

GRAFICO N° 8

HABERES EXTRANJEROS EN ESTADOS UNIDOS  
(Variaciones anuales)



plazo. Pero también se ve que los capitales a corto plazo registrados (cuadro N<sup>o</sup> 21) nivelan casi exactamente a aquel saldo, en tanto que los ingresos de oro coinciden con los rubros residuales que suponemos capitales en fuga.

b) Año 1931

La situación semejante a la de 1930 subsiste hasta septiembre momento en que se precipita la crisis.

En mayo se produce la quiebra del Credit Anstalt, de Viena y cunde la desconfianza con respecto a los países centro-europeos y a Alemania. Comienzan aquí los verdaderos traslados de capitales con carácter de huida y con fines de salvación, dejando de lado toda consideración relacionada con tasas de interés o tipos de cambio. La presión se hace grande, lógicamente, en aquellas plazas que, por su condición de centros financieros internacionales, poseen grandes depósitos de fondos extranjeros. Gran Bretaña que respaldaba este tipo de dudas con los créditos que tenía contra los países centroeuropeos, ahora incobrables, no pudo soportar la presión y abandonó el patrón oro en septiembre de 1931.

Cunde la alarma y los tenedores de capital se vuelcan sobre Estados Unidos, produciéndose la "fuga del dólar".

El saldo neto de movimientos de oro en Estados Unidos indica una salida por Dls. 133 millones siendo que solamente en Septiembre y Octubre se produjeron exportaciones netas. Ello demuestra la importancia de éstas, que superan a las importaciones netas acumuladas de los restantes diez meses.

Para observar paso a paso el comportamiento de los haberes extranjeros en Estados Unidos, veamos el siguiente registro de los bancos de Nueva York, que indica el pasivo americano a corto plazo en fechas dadas:



## CUADRO N° 23

DEUDAS A CORTO PLAZO A EXTRANJEROS

C o n	30/11/30	5/8/31	16/9/31	4/11/31
		(Millones de dólares)		
Reino Unido	264,1	104,6	153,1	117,9
Francia	814,4	749,9	685,3	596,1
Holanda	122,6	118,7	111,9	44,8
Suiza	283,0	230,7	233,2	79,5
Alemania	178,9	50,7	82,8	38,-
Otros	927,2	665,6	679,-	502,-
	2.590,2	1.920,2	1.945,3	1.378,3

Fte.: U.S. Dpt. of Commerce: The U.S. in the World Economy.-

Se aprecia cómo después de septiembre las cifras caen bruscamente, principalmente con Francia que es el país que más oro retira en los dos meses críticos.

Según nuestro cuadro N° 23, en el año 1931 los haberes extranjeros a corto plazo se reducen en más de Dls. 1.100 millones.

Por su parte Estados Unidos trata de retirar sus capitales en el extranjero logrando reducirlos en Dls. 628 millones, de los cuales corresponden a Aceptaciones, Dls. 430 millones. (Cuadro N° 22)

Pero la implantación por los países deudores, de medidas de control de cambios, bloqueos de fondos, etc., impiden que pueda hacerlo en mayor medida.

Los préstamos norteamericanos a largo plazo se reducen también hasta cifras inferiores a los pagos por amortización que deben efectuar los extranjeros, con lo que este rubro se transforma en positivo.

En cuanto a la vinculación de los movimientos con las tasas

de interés, observemos que si bien el porciento de descuento era bastante mayor en Londres que en Nueva York, las salidas de capital no se dirigen a la primera sino a París cuya tasa de interés era inferior a la neoyorquina.

c) Año 1932

En 1932 subsiste la situación del año anterior, particularmente en el primer semestre. A mediados de año rumores sobre el déficit del presupuesto norteamericano y de una posible política inflacionista provocan una nueva fuga de oro. Los movimientos responden ahora a olas de temor y no a un interés especulativo. Según el Dep. de Comercio de los Estados Unidos, en julio de 1932 los haberes extranjeros en ese país habían llegado apenas a Dls. 599 millones. En buena parte las salidas de oro responden a la conversión de las reservas monetarias oficiales de países extranjeros mantenidas en dólares.

En el segundo semestre hay una mejoría transitoria en la situación con ingresos de oro para Estados Unidos. No es posible determinar de qué países proviene el oro pues no se hizo el envío físico sino que los países vendedores lo tenían depositado "earmarked" en Nueva York. Pueden mencionarse sin embargo los pagos en oro efectuados por Gran Bretaña en el mes de diciembre por las deudas de guerra vencidas el 15 de ese mes.

En el año en conjunto, Estados Unidos no presta a largo plazo sino que recupera por ese concepto Dls. 283 millones, además de Dls. 227 millones de créditos a corto plazo (incluido Aceptaciones).

Para pagar esos conceptos y los Dls. 169 millones de los rubros corrientes, los países extranjeros deben entregar en definitiva Dls. 53 millones en oro y utilizar sus haberes a corto plazo por Dls.

626 millones. Estos movimientos tienen carácter compensador, pero no son capitales privados que se desplazan en busca de mejor rendimiento sino saldos oficiales de divisas que se utilizan a falta de aquellos capitales, para atender las obligaciones emergentes de un balance negativo. Son así salidas de capital, del tipo de "Saldos acumulados" que se han producido en forma de mercaderías, o compensando la cancelación de créditos americanos a corto y largo plazo.

d). Año 1933

El año 1933 resulta crítico para los Estados Unidos.

Se produce la llamada "crisis bancaria" caracterizada por la pérdida de valor de los activos bancarios, los fuertes retiros de dinero y oro para atesoramiento y la quiebra de gran cantidad de bancos.

Las autoridades tratan de oponerse a ese derrumbe mediante medidas diversas tales como feriados bancarios, prohibición de atesorar oro, etc.

Este estado de cosas provoca la reanudación de la "fuga del dólar" tanto por extranjeros como por nacionales. En los primeros tres meses salió oro por Dls. 230 millones. (1)

En abril las autoridades monetarias suspenden la conversión e implantan el control de cambios. A partir de entonces no sale oro.

Buena parte de la disminución de los depósitos extranjeros a partir de esa fecha, hasta llegar a los Dls. 433 millones del año, es tá compensada por inversiones en títulos, de modo que la reducción real de haberes extranjeros a corto plazo fué de Dls. 268 millones.

Un aspecto a mencionarse dentro de la huida de fondos de los Estados Unidos, es el canje de billetes en dólares por parte de tenedores del exterior que en nuestros cuadros se incluyen dentro de los valores de movimientos de fondos a corto plazo. Según una estadística elaborada por la Reserva Federal a base de la información de diez

(1).- Federal Reserve Board - Memoria 1933.

grandes bancos de Nueva York, en los años 1931, 1932 y 1933 se registraron entradas netas de billetes por 10, 80 y 90 millones de dólares respectivamente.

Los americanos también huyen de su moneda. Se ve que los derechos americanos en el exterior en lugar de disminuir, aumentan. La disminución se había detenido, a raíz de los controles de cambio extranjeros que impedían el retiro de los fondos (1) y al Standstill Agreement por el cual se acordó una moratoria a Alemania.

Vinculada a estas salidas de fondos nacionales está la partida de préstamos a largo plazo. Llama la atención una salida de Dls. 48 millones en momento en que no hay emisiones extranjeras. Es que hubo una gran cantidad de compras de papeles extranjeros por nacionales americanos.

Según el Depto. de Comercio, los americanos han operado en títulos extranjeros en la siguiente forma:

CUADRO N° 24

OPERACIONES EN TITULOS EXTRANJEROS  
REALIZADAS POR AMERICANOS

	1932	1933
	(en millones de Dls)	
Compras (salidas de dólares)	- 225	- 685
Ventas (entradas de dólares)	385	565
	160	- 120

Fte.: U.S.Dpt. of Commerce: The Balance of Payments 1932 y 1933.

(1)- Dentro de éstos se encuentran los créditos comerciales y utilidades de Sociedades Americanas en el exterior, que a fin de 1931 llegaban a Dls. 150 millones (U.S.Dpt.of Commerce: The Balance of Payments-1932).

El vuelco es claro. La diferencia entre el saldo de Dls. 120 millones para 1933 y el neto de Dls. 48 millones del cuadro N° 22 corresponde a operaciones de amortización de deudas extranjeras a Estados Unidos.

La referida publicación oficial aclara que no es posible determinar si el aumento de Dls. 460 millones en las compras de títulos extranjeros por nacionales norteamericanos representa en su totalidad una salida de capitales ya que no se sabe si se trata de títulos emitidos en dólares o en otras monedas.

Una compra de valores reembolsables en dólares no representa una fuga del dólar.

Es interesante, para concluir este apartado, transcribir un párrafo del "Annalist" del 30 de junio de 1933, publicado en una reseña hecha en "The Balance of Payments - 1933" del Dto. de Comercio de los Estados Unidos:

"Como asunto de detalle concreto, parece que la huida de capital americano ha tomado forma, en gran parte mediante el mantenimiento de los saldos de las exportaciones en Europa, aunque hay pruebas privadas y extraoficiales de que algunos capitales americanos han buscado refugio en valores extranjeros abonados del otro lado del Atlántico".

#### 4 - EFECTOS Y MEDIDAS BANCARIAS Y DE CONTROL.

En el subperíodo 1930-1933 se producen los traslados internacionales de capitales flotantes o erráticos con carácter de fuga, es decir no movidos por atractivos en las tasas de interés o en los tipos de cambio. También aquí las autoridades monetarias americanas adoptan medidas para controlar directamente los traslados, sin perjuicio de las de carácter bancario para neutralizar los efectos de

los producidos.

Quizás lo más interesante es determinar porqué Estados Unidos cuyas existencias, de oro superaban a sus obligaciones y cuyas pérdidas de metálico desde el 1/1/31 al 31/12/33 (Dls. 260 millones) representaban apenas el 5,6 % de sus existencias a la primera fecha (1) se vió, sin embargo, obligado a suspender los pagos en oro.

Dentro del lapso 1930-1933 debemos distinguir la etapa 1/1/30 - 31/8/31, en que se producen ingresos de oro especialmente de los países que deben pagar sus saldos comerciales desfavorables con sus reservas de oro y divisas debido a la crisis, y la etapa 1/9/31 - 31/12/33 con salidas de oro por fugas de capital de los Estados Unidos.

a) Entradas de oro - Neutralización y reversión

En la primera el Federal Reserve Board siguió una política sumamente prudente. Contra entradas de oro (causadas por la falta de salidas de capitales a corto plazo equilibradores) redujo sus tenencias de letras compradas y descontadas y disminuyó los medios de pago. En esa forma neutralizó el efecto de los ingresos de oro.

CUADRO Nº 25

BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL

Período 1/1/30 - 30/8/931  
(en millones de dólares)

Aumentos de oro	+ 651	Disminución de circulante	- 222
Disminución de descuentos e inversiones	- 536	Disminución de depósitos de bancos miembros	- 50
Aumento neto	<u>115</u>	Aumento otros depósitos	+ 387
		Aumento neto	<u>115</u>

Fte.: Memorias Anuales del Federal Reserve Board (1932-33)

(1)- Partiendo del 1/9/31, fecha de existencia máxima la pérdida de oro al 31/12/33 alcanzó a Dls. 652 millones, o sea el 13% de dicho stock.

El aumento de "otros depósitos" proviene casi totalmente del aumento de los depósitos del Tesoro a causa de compras por los Bancos de la Reserva Federal, de títulos del Gobierno.

No obstante esta política de contención, bajan las tasas de interés en el mercado respectivo. Siguiendo esa tendencia la Reserva Federal disminuyó paulatinamente la tasa de descuento desde el 4% a que se hallaba en febrero de 1930 hasta el 1,50% en mayo de 1931.

#### b) Salidas de oro. Medidas de neutralización

La segunda etapa, comenzada en septiembre de 1931, reviste mayor interés, porque en ella se producen las fugas de fondos flotantes.

De acuerdo con la teoría los efectos a esperar de los egresos de oro, deberían ser los siguientes:

- a) Disminución de circulante.
- b) Reducción de la liquidez bancaria.
- c) Elevación de la tasa de interés.
- d) Enrarecimiento del mercado financiero en relación con la importancia del efecto b).
- e) Disminución de la demanda y baja de precios.
- f) Depreciación monetaria con el consiguiente aumento de exportaciones, disminución de importaciones y atracción de capitales.

Pero aún para trazar una hipótesis teórica, deben tenerse en cuenta los siguientes hechos que conformaban en esos momentos la situación real de los Estados Unidos:

- a) Estados Unidos estaba atravesando un período de depresión, con poco interés por colocar capitales y por consiguiente, con una reducida demanda de crédito bancario;
- b) El país poseía un stock de oro muy grande, muy superior al pasivo a corto plazo que debía atender;
- c) Las salidas de capital eran huidas de fondos y por consiguiente no cabría suponer que la elevación de la tasa de interés o una depreciación monetaria de la reducida proporción que es posible en un

régimen de patrón oro, dieran lugar a la atracción de capitales.

Por consiguiente, los efectos a esperar de los egresos de oro serían:

- a) Disminución de circulante;
- b) Desmejoramiento de la liquidez bancaria;
- c) Elevación de la tasa de interés a causa de ese desmejoramiento, aunque en menor proporción que la previsible debido a la escasa demanda de crédito;
- 1) Enrarécimiento del mercado financiero, aún cuando sus efectos estarían en relación con la demanda de dinero que era pequeña.

La disminución de la demanda y la baja de precios ya existían como consecuencia de la situación general; y la salida de oro, dada también su pequeña proporción frente al stock total, poca influencia podría tener ya sobre ellos.

La atracción de capital del exterior como consecuencia de la depreciación monetaria o de la mayor tasa de interés era improbable, ya que los capitales huían movidos por razones más fuertes que las simplemente especulativas. Buscaban su seguridad.

La Reserva Federal tenía frente a sí, en estas circunstancias dos problemas:

- 1 - la inactividad económica interna, y
- 2 - la huida de capitales.

Para afrontar la primera, debía seguir una política de dinero fácil. Para la segunda la teoría aconsejaba, en principio, un enrarecimiento del mercado con elevación de la tasa de interés. Es decir dos soluciones opuestas.

Pero teniendo en cuenta que las salidas de capital no respondían a la tasa de interés y que, por consiguiente, la elevación de ésta no hubiera revertido su dirección, en tanto que hubiera agravado la situación interna, la Reserva Federal optó por atender a ésta, adoptando la primera solución. A tal efecto, siguió una política de compras de títulos en el mercado abierto, valiéndose de la Ley de Glass Stea-



gall que dió flexibilidad al régimen de patrón oro, procurando llenar con títulos el vacío dejado por el oro exportado.

La ley del Sistema exigía a los bancos de la Reserva Federal mantener oro por un equivalente del 40% de los billetes emitidos; otra cantidad equivalente al 35% de los depósitos a su cargo, y un 5% en poder del Tesorero (Fondo de redención) para cubrir billetes no respaldados por dichas cantidades. El resto podía estar respaldado por letras de cambio, giros y aceptaciones.

El 27 de febrero de 1932 se dictó la Ley Glass-Steagall por la cual se autorizó a los Bancos de la Reserva a emitir billetes contra títulos del Gobierno de los Estados Unidos.

Las autoridades aplican esas facilidades con amplitud, según puede verse en el siguiente

CUADRO N° 26

BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL

Período 1/9/31 - 31/12/33

(en millones de dólares)

Disminución de oro	- 652	Aumento de circulante	594
Aumento de descuentos e inversiones	1.562	Aumento depósito bancos	271
		Aumento otros depósitos	45
Aumento neto	<u>910</u>	Aumento neto	<u>910</u>

Fte.: Memoria Anual del Federal Reserve Board (1932-33).

Con respecto a los Bancos miembros, las operaciones siguieron el siguiente ritmo:

CUADRO Nº 27BANCOS MIEMBROS

(Período 1/9/31 - 31/12/33)

A l	Depósi tos	Depós.en los F.R.B.	Présta mos	Inversio nes	Liquidez
	(Miles de millones de dólares)				(%)
Septiembre 1931	33,5	2,3	20,9	12,2	6,8
Diciembre	30,7	2,0	19,3	11,3	6,5
Junio 1932	27,9	2,0	16,6	11,4	7,1
Diciembre	28,7	2,5	15,2	12,3	8,7
Junio 1933	26,6	2,2	12,8	11,9	8,3
Diciembre	27,2	2,7	12,8	12,4	9,9

Fte.: Federal Reserve Board: Memorias Anuales.-

Como era de presumir, los depósitos disminuyen. Pero por el contrario, la liquidez bancaria aumenta. Tienen incidencia en ese movimiento dos factores:

- a) La política de la Reserva Federal que permite a los bancos aumentar sus tenencias en sus cajas, pese a los retiros.
- b) La disminución de los préstamos a consecuencia de la falta de demanda por la depresión económica. Vemos que:
  - 1) los préstamos se reducen de Dls. 20,9 mil millones en septiembre de 1931 a Dls. 12,8 mil millones en diciembre de 1933, o sean Dls. 8,1 mil millones.
  - 2) los depósitos rebajan en ese lapso Dls. 6,3 mil millones.
  - 3) por consiguiente, la rebaja de depósitos se debe a la disminución de los préstamos por falta de demanda, y no a la salida de los capitales. La política del Federal Reserve Board permitió a los bancos reponer con creces la disminución de fondos por ese último concepto, cubriendo inclusive parte de la disminución de los préstamos.
- c) Salidas de oro. Medidas de contención.

La política bancaria expuesta, neutralizaba los efectos de los traslados internacionales de fondos, pero no los detenía ni los hacía cambiar de dirección.

Para lograr esta finalidad consideremos en primer lugar las tasas de interés.

A fines de 1931, al comenzar la fuga del dólar, la tasa responde al movimiento elevándose. La teoría enseña que ésta actúa primero como efecto del movimiento de fondos resultantes del desequilibrio del balance, y una vez producida la fluctuación, como causa de un movimiento de capitales en sentido inverso.

En el caso bajo consideración se cumple la primera parte. Los bancos de la Reserva Federal aumentan su tasa dos veces en octubre: del 1,5% al 2,5% y luego al 3,5%; las tasas del mercado lo siguen. Pero esa alza no logra revertir el movimiento de capitales, que continúa, pese a dirigirse a países de tasas más bajas.

A poco de iniciado el año 1932, el Federal Reserve Board con su política de compras en el Mercado Abierto, y la crisis que reduce la demanda de crédito bancario, crean una situación de comodidad financiera que provoca la baja de la tasa de interés. Y así la Reserva Federal baja la tasa de descuento desde el 3,5% al 2 1/2%, en tanto que en el mercado de Aceptaciones disminuye del 3% al 3/4% y, con motivo de entradas de oro a fines de 1932, a poco más de 1/4%. Solamente se eleva la tasa al comienzo de 1933 cuando, reanudada la salida de capitales, el Banco de la Reserva Federal la lleva otra vez al 3,5%. Pero la estructura bancaria no puede ya soportar esas exportaciones y se hace necesario tomar medidas directas.

En efecto, el Gobierno de los Estados Unidos debió decretar la inconvención, el control de cambios, la desvalorización del dólar y la creación de un Fondo de Estabilización (1).

Medidas tan extremas resultan sorprendentes en un país con reservas monetarias de gran solidez y que había seguido una política monetaria prudente.

---

(1).- Estas medidas se describen en los puntos 4 y 5 del Cap. XIX.

Sin embargo veremos que ello tiene su explicación observando el respaldo del circulante americano:

CUADRO N° 28  
BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL

F E C H A		ORO	OBLIGA- CIONES	%
		(Millones de dólares)		
Junio	1931	4865	7832	62
Septiembre		4948	8284	59
Diciembre		4450	8431	53
Marzo	1932	4372	8083	54
Junio		3956	8276	48
Septiembre		4140	8552	48
Diciembre		4429	8823	50
Marzo	1933	4261	9754	44
Junio		4317	8820	49
Septiembre		4327	8965	48
Diciembre		4323	9285	46

Fte.: Federal Reserve Board: Memorias Anuales (1932-33)

La política de emitir contra papeles a que la mala situación interna obligaba, frente a las salidas de oro, redujo el respaldo del circulante a un 44% en marzo de 1933 e hizo imperativa la inconvención.

El 6 de marzo se prohibieron las exportaciones de oro por los bancos y los pagos en oro, salvo con la conformidad del Secretario del Tesoro. Se permitió la exportación de oro separado earmarked antes de esa fecha por Gobiernos y Bancos Centrales extranjeros y el Banco de Ajustes Internacionales, con el mismo permiso. Algunos días después se autorizaron algunos embarques de oro con el propósito de mantener el valor del dólar en plazas extranjeras, pero una disposición del Poder Ejecutivo, de fecha 2 de abril, las prohibió totalmente. El control de cambios, la desvalorización del dólar y la creación del Fondo de Estabilización, son medidas que se adoptaron en fechas

que en este trabajo hemos tomado como límite entre los dos subperíodos, y se aplican por lo tanto en el segundo. De allí que nos refiramos a ellas en el próximo capítulo.

d) Conclusión sobre los efectos generales.

El período bajo estudio es de interés porque en él se presentan forma definida, los movimientos de capitales con carácter de huida y la adopción de medidas oficiales para neutralizar sus efectos.

Las autoridades debieron afrontar simultáneamente la difícil situación económica interna y la huida de capitales, y ambos problemas requerían medidas opuestas.

Se optó por subsanar los inconvenientes de la primera mediante el mantenimiento del circulante, con lo cual se compensaban también los efectos del egreso de capitales, pero sin llegar a su causa.

Por el contrario, las medidas adoptadas si bien neutralizan el enrarecimiento financiero provocado por la salida de capitales, hacen presumir por su carácter la deterioración monetaria y agravan la fuga.

De allí que, cuando se produce la crisis bancaria, por que los bancos no pueden recuperar los créditos (que se han invertido en gran parte en operaciones especulativas en títulos) y la Reserva Federal no puede continuar sus emisiones de circulante por haber llegado al límite legal, debe disponerse una moratoria.

La huida de capitales se agudiza.

Las salidas de oro son pequeñas en relación con el total de metálico en existencia, pero el efecto sobre la relación "oro-medios de pago" es decisiva en virtud de las grandes emisiones contra títu-

los. Por lo tanto el Federal Reserve Board debe impedir nuevas salidas de oro y se decreta la Inconversión, la desvalorización del dólar y la creación del Fondo de Estabilización.

#### 5 - ACUERDOS INTERNACIONALES.

Estados Unidos concertó algunos acuerdos de crédito con bancos centrales extranjeros en 1931. Pero no con el propósito de detener sus propias salidas de capital, sino para ayudar a detener las de los otros países.

Para ello acordó créditos, conjuntamente con otros organismos bancarios mundiales tales como el Banco de Ajustes Internacionales, en forma de compras de Letras endosadas por el respectivo Banco Central y con garantía de cancelación sobre la base de su valor en oro, con las siguientes instituciones bancarias:

Banco Nacional de Austria, el 30 de mayo de 1931.

Banco Nacional de Hungría, el 19 de junio y el 8 de agosto de 1931.

Reichsbank, el 26 de junio de 1931.

Banco de Inglaterra, el 1º de agosto de 1931.

Estos préstamos, originalmente por 90 días, fueron sucesivamente prorrogados, excepto el concertado con Gran Bretaña, durante el año 1932.

La tenencia de letras así compradas por los Bancos de la Reserva Federal alcanzó su máximo de Dls. 142,5 millones en agosto de 1931.

La situación mundial exigió también la concertación de acuerdos referentes a los créditos americanos en el exterior. El más importante fué el Standstill Agreement, acuerdo de moratoria con Alemania, que permitió a este país el pago gradual de sus obligaciones a

corto plazo. También convino con Brasil y Argentina, la inversión en bonos y en letras de Tesorería, respectivamente, de los fondos provenientes de deudas comerciales y de servicios financieros que se hallaban bloqueados por falta de divisas.

Uruguay, en forma unilateral, autorizó operaciones similares.

Como se ve, todos acuerdos para diferir la transferencia de "saldos acumulados" a corto plazo, que esos países no estaban en condiciones de afrontar.-

CAP. XIX.- ESTADOS UNIDOS (Subperíodo 1934 - 1939)

## 1 - DESVALORIZACION Y NUEVA CONVERTIBILIDAD.

El subperíodo que entramos a estudiar se inicia con la decisión del Gobierno americano de reanudar en cierta forma, la convertibilidad del dólar a oro a un precio más alto por cada onza.

Desde el 20 de abril de 1933 en que se había decretado la prohibición total de exportar oro, la cotización del dólar fué bajando constantemente. Según el Dto. de Comercio la depreciación del dólar en términos de francos franceses había alcanzado al 30 de diciembre un 36,8% (1).

El 30 de enero de 1934 el Gobierno de los Estados Unidos revaluó el dólar, que, de Dls. 20,65 por onza de oro, pasó a cotizarse a Dls. 35 por onza. Además, el Secretario del Tesoro informó que en cualquier momento que los tipos de cambio alcanzaran el punto de exportación de oro, vendería metálico a los Bancos Centrales extranjeros a ese precio.

Esa medida provoca el retorno de la corriente de capitales, en forma de oro al país.

Posteriormente se produce la guerra italo-etíope, las sucesivas invasiones alemanas a distintos países europeos y la amenaza de guerra mundial que se concreta en 1939.

Todos estos hechos provocan fugas de capitales a América, caracterizando esta etapa una constante corriente de capitales flotantes que huyen en busca de seguridad, motivando inmensos ingresos de oro en los Estados Unidos.

---

(1) - U.S. Dpt. of Commerce: The Balance of International Payments of the United States in 1933.-



2 - LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL, EL BALANCE DE PAGOS Y LOS TRASLADOS DE ORO.

El balance de pagos de los Estados Unidos muestra las siguientes cifras:

CUADRO N° 29

AÑO	RUBROS CORRIENTES Y CAP. LARGO PLAZO	ORO	CAPITALES A CORTO PLAZO		
			TOTAL	REGISTRADOS	RESIDUAL
(en millones de dólares)					
1934	629	- 1266	637	222	415
1935	382	- 1822	1440	1072	368
1936	684	- 1272	588	431	157
1937	583	- 1364	781	356	425
1938	1206	- 1799	593	344	249
1939	915	- 3174	2259	1470	789

Fte.: U.S. Dpt. of Commerce: The Balance of International Payments, 1946/48.-

Las cifras son concluyentes de por sí. Los movimientos de capital a corto plazo no equilibran a los saldos de rubros corrientes y de capital a largo plazo sino que son en el mismo sentido. Ambos rubros deben ser cancelados con oro. En el gráfico N° 9 puede verse cómo el oro sigue casi fielmente a los traslados de capital a corto plazo.

Tampoco los capitales siguen a las tasas de interés. Los grandes movimientos hacia Estados Unidos se producen cuando las tasas americanas tienden a reducirse cada vez más.

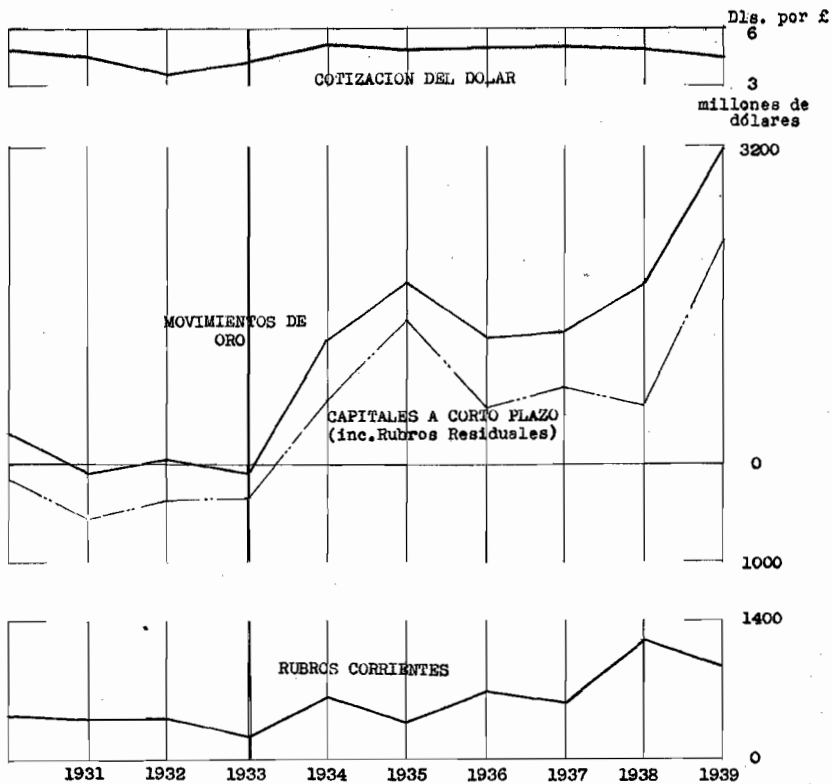
Son entonces capitales de carácter anormal que provocan, en lugar de impedir, los traslados de metálico, y no son atraídos por una tasa productiva.

Otra característica del período es la magnitud del rubro Residual, que se atribuye oficialmente a los desplazamientos de fondos por vías clandestinas a fin de burlar los controles de cambio.

GRAFICO N° 9

BALANCE DE PAGOS DE LOS

ESTADOS UNIDOS



### 3 - LOS MOVIMIENTOS ANUALES.

En los cuadros Nros. 22 y 29 se vé que durante el período considerado la única fuente de recursos de los otros países para hacer sus pagos a Estados Unidos fueron las ventas de oro. Pero éstas superaron a los saldos a pagar, siendo las diferencias, capitales en busca de resguardo.

En 1934, depreciado el dólar, se supone que deberán seguir la misma suerte las monedas de los países que constituyen el "bloque oro" (Francia, Bélgica, Suiza y Holanda). Los tenedores de capitales en esos países huyen hacia Estados Unidos. En su mayor parte lo hacen pagando a través de Londres, mediante arbitrajes de cambio, para aprovechar el tipo de cambio £ - fs.fs. que era más beneficioso que el tipo Dl. - fs.fs.

Las estadísticas de Estados Unidos atribuyen como procedente de Inglaterra a la mayor importación de oro, seguida por Francia. La estadística británica, que muestra, en efecto, exportaciones importantes a Estados Unidos, arroja sin embargo un saldo favorable pues hay grandes importaciones de Francia, Alemania y Holanda.

Un período de calma monetaria que dura hasta mayo de 1935 es seguido por nuevas fugas de capital, particularmente del "bloque oro" que se agudizan a fin de año al estallar la guerra entre Italia y Etiopía. Esta situación continúa hasta septiembre de 1936, fecha en que se concierta el Acuerdo Tripartito entre Estados Unidos, Reino Unido y Francia, y se desvalorizan las monedas del bloque oro.

Una de las características del año 1935 es la repatriación de fondos americanos en el exterior, (al parecer, en buena parte por vías irregulares y que figuran por lo tanto en los items. residuales) en una suma muy alta.

En los restantes años esa repatriación ha debido producirse

gradualmente.

Se observan asimismo en los años 1935 y 1936 -como excepción- saldos negativos de los rubros corrientes que se deben a los servicios, a los que no alcanza a equilibrar el saldo favorable del intercambio por su pequeñez.

Dichos servicios se tornaron negativos por la interrupción del cobro de dividendos sobre capitales colocados en el exterior, la desaparición de las cobranzas sobre préstamos gubernamentales y las fuertes compras de plata a China que se incluyen en este saldo.

Otro factor importante vinculado con el aumento de capitales extranjeros en los Estados Unidos en 1935 y 1936 fué la recuperación del mercado de valores en el cual los titulares de los fondos deciden invertir buena parte de sus haberes en esos años.

En 1937 se registran movimientos típicos de capitales erráticos producidos por temores o desconfianza.

Rumores acerca de la pérdida del valor del oro, que los interesados creyeron ver confirmar ante ventas de ese metal por Rusia y la suspensión transitoria, por razones internas, de las compras de oro por los bancos americanos, precipitan una fuga hacia el dólar (gold scare). La Junta de Gobierno del Federal Reserve System, en su Memoria 1937 dice que desde marzo a principios de julio los ingresos de capital llegaron a Dls. 680 millones, de los cuales pueden considerarse fondos flotantes Dls. 580 millones. Estas cifras solo corresponden a operaciones registradas por bancos y comisionistas de bolsa. En esos 4 meses ingresa oro por Dls. 775 millones, no obstante el saldo desfavorable de las transacciones corrientes.

En octubre la situación cambia. La economía mejora en países europeos en tanto que en EE.UU. declina y se teme una desvalorización del dólar. En los tres últimos meses se produce una "fuga del dólar"

(dollar scare), la primera desde la devaluación de esa moneda, que se estimó en unos Dls. 500 millones. Sin embargo, tuvo escaso reflejo en los movimientos de oro ya que el metálico retirado fué compensado por ingresos para pagar el saldo del intercambio que se había tornado favorable a Estados Unidos por la disminución de importaciones derivada de la declinación comercial ya citada y por una gran producción agrícola.

El movimiento de salida de capitales continúa durante el primer semestre de 1938, con una interrupción al producirse la anexión de Austria por Alemania, se detiene luego y en septiembre, al producirse la cuestión germano-checoslovaca recomienzan los ingresos de capital que huye de Europa, especialmente fondos extranjeros depositados en Londres. Esta situación subsiste hasta el estallido de la guerra.

Durante el año 1939 entra oro por la fabulosa suma de Dls. 3.174 millones de los cuales corresponden a capital a corto plazo (incluyendo el rubro residual) Dls. 2259 millones (1).

Al iniciarse la guerra, los países europeos afectados dictaron medidas de control para impedir la salida de capitales (2) y obligaron o invitaron, según los casos, a repatriar los que se hallaban en el exterior. Tuvo lugar entonces una salida de fondos de Estados Unidos a Europa, que fué compensada por los ingresos desde los países neutrales.

(1)- En los 12 meses transcurridos de Sept. 1938 a agosto 1939 entraron capitales por Dls. 1800 millones. En el mismo período el aumento de los fondos oficiales extranjeros en EE.UU. puede estimarse en Dls. 1000 millones (Federal Reserve System - Memoria 1939). Suponemos que estas cifras solo incluyen movimientos registrados.

(2)- Es posible que muchos capitales hayan huido en forma clandestina e integren los Dls. 789 millones del rubro residual.

#### 4 - MEDIDAS PARA DETENER LOS MOVIMIENTOS.

Como hemos expresado al finalizar el último capítulo, con el propósito de detener los movimientos de capital a corto plazo que se mostraron tan perturbadores durante el período 1930-1933, a pesar de la inconvertibilidad del dólar, las autoridades adoptan diversas medidas al comenzar el año 1934.

Dichas medidas fueron:

- a) Desvalorización del dólar.
- b) Control de Cambios.
- c) Monopolio oficial del oro monetario.
- d) otras medidas.

##### a) Desvalorización del dólar.

La presión que los movimientos de capitales ejercieron sobre el dólar durante el breve período de su inconvención, le hicieron perder un 37% de su valor.

El 31 de enero de 1934, una Proclama del Presidente Roosevelt dispuso reducir el contenido de oro del dólar de 25  $\frac{8}{10}$  a 15  $\frac{5}{21}$  granos (1) con  $\frac{9}{10}$  de fino, de modo que el valor de la onza troy se elevó de Dls. 20,67 a Dls. 35.

El aumento de valor del stock de oro de la Reserva Federal, a consecuencia de esta medida, alcanzó a 2.812 millones de Dólares.

Entre los fundamentos de la medida se señalaban los efectos perjudiciales sobre los precios en EE.UU. que ocasionaban la desvalorización de otras divisas con respecto al dólar.

La medida como ya hemos visto, provocó, especialmente en los dos primeros meses, un extraordinario aflujo de capitales, acuciados en su huida desde el exterior, especialmente del bloque oro, por las

---

(1) - Una onza troy contiene 5,76 granos.

perspectivas de depreciación de las monedas de los países que lo integraban en los que comenzaban a sentirse perturbaciones económicas y políticas.

b) Control de cambios.

El 15/1/34 se emitió una orden ejecutiva reiterando el control sobre cambios establecido en marzo de 1933, prohibiéndose toda transacción en moneda extranjera que no fuera para necesidades normales del comercio y de los negocios, para otras razonables necesidades personales o de viaje, o para dar cumplimiento a compromisos legalmente exigibles, contraídos antes del 9.3.933.

El 12 de noviembre de 1934 el Secretario del Tesoro expidió una disposición sobre transacciones en cambio extranjero, transferencias de créditos, y exportaciones de monedas y billetes. Por ésta se acordaba un permiso general para cursar las operaciones de cambio que hasta entonces requerían una licencia especial en cada caso.

Solo quedaban sujetas a la presentación, por los interesados, de una declaración semanal al Banco de la Reserva Federal del distrito en que tuviera el principal asiento de sus negocios, acerca de las transferencias, exportaciones o retiros que hubiera efectuado en la semana.

c) Monopolio sobre el oro.

El 30 de enero, un día antes de la desvalorización, por la Gold Reserve Act. de 1930, se dispuso que sería entregado al Gobierno de los EE.UU. el derecho sobre las existencias totales de oro monetario en el país, incluyendo las monedas y barras de oro mantenidas hasta ese momento por los bancos de la Reserva Federal y los derechos sobre oro del Tesoro representados por Certificados de Oro.

También se autoriza una conversión limitada. En efecto, se autorizó a las casas de acuñación a comprar a Dls. 35 la onza, menos un

descuento de 1/4% y de los gastos de acuñación:

- 1) oro rescatado de depósitos naturales en los EE.UU. o en lugares sujetos a su jurisdicción, que no hubieran entrado en usos monetarios o industriales;
- 2) desechos de oro no fundidos;
- 3) oro importado en EE.UU., después del 30/1/34.

Las condiciones que se imponen en cada uno de los tres casos, evitan la especulación, ya que impiden casi en su totalidad la venta a Dls. 35 la onza, de oro que hubiera sido anteriormente comprado a Dls. 20,67.

Al mismo tiempo el Secretario del Tesoro hizo saber que en cualquier momento en que la cotización del dólar con respecto a monedas basadas en el patrón oro llegara al punto de salida de metálico, estaba dispuesto a vender a los bancos centrales extranjeros, oro para exportar, al precio de Dls. 35 por onza fina más 1/4% de recargo.

Estas medidas, contribuyeron a afianzar la moneda americana, incidiendo en el gran reflujo de capitales a ese país.

d) Otras medidas.

Contrariamente a lo ocurrido con otros países prestamistas a largo plazo, Estados Unidos no hizo intentos serios para controlar las emisiones de empréstitos extranjeros, que podían ser una fuente de fondos a corto plazo para ser transferidos al exterior.

Por la ley Johnson en 1934, se estableció un embargo general sobre nuevos préstamos privados a Gobiernos extranjeros que no habían cumplido sus deudas de guerra con el país; y por las Securities Acts de 1933 y 1934 se dispuso, como medida indirecta de contención, que debía presentarse una información detallada relacionada con cada emisión extranjera que se propusiera.



## 5 - EL FONDO DE ESTABILIZACION DE CAMBIOS.

Otra de las medidas adoptadas al iniciarse este período, fué la creación de un Fondo de Estabilización.

De los Dls. 2812 millones producidos por la revaluación del oro, la Tesorería dispuso separar Dls. 2000 millones para la constitución de un fondo de estabilización de cambios. El resto se destinó al Fondo General del Tesoro(1)

Como ya se expresó en la Parte I de este trabajo, el Fondo americano era de tipo "oro". Constituido por metálico podía atender cualquier salida de fondos evitando la desvalorización del dólar; pero no podía neutralizar las entradas de fondos, ya que para comprar oro o divisas tenía que obtener los dólares de una emisión que el Banco de la Reserva Federal realizaba a cambio de Certificados de oro. De ese modo servía para estabilizar el valor del dólar, pero no aislaba al mercado monetario y de crédito del movimiento internacional de fondos.

Más tarde, como indicaremos luego, el Fondo fué utilizado para ayudar a las monedas de países con los que se concertaban acuerdos especiales.

## 6 - MEDIDAS DE NEUTRALIZACION - POLITICA BANCARIA.

La adopción de las medidas de detención de las salidas de capitales vistas en el punto 4, unidas a los acontecimientos producidos en el exterior, revierten el movimiento de los fondos, que inician su desplazamiento en forma masiva hasta Estados Unidos.

Estos se encuentran, al llegar, con una estructura de control destinada a detener las salidas de capital pero no las entradas.

(1)- De los Dls. 2000 millones del Fondo de Estabilización, Dls. 200 millones fueron inmediatamente transformados a dólares y acreditados en una cuenta en el Federal Reserve Bank de Nueva York, como saldo de trabajo del nuevo organismo.

BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL  
 VARIACIONES EN RUBROS PRINCIPALES (1)

Año	Sem.	Oro	Títulos y desc.	Total	Circu- lante (2)	Bancos miem- bros	Sub- total	Otros	Total
(en millones de dólares)									
1934	I	(3) + 973	- 205	+ 768	- 253	+ 1.174	+ 921	- 153	+ 768
	II	+ 370	+ 8	+ 378	+ 105	+ 247	+ 352	+ 26	+ 376
1935	I	+ 834	+ 7	+ 841	- 74	+ 942	+ 868	- 28	+ 840
	II	+ 1.047	+ 15	+ 1.062	+ 434	+ 737	+ 1.171	- 107	+ 1.064
1936	I	+ 442	- 16	+ 426	+ 127	- 232	- 105	+ 531	+ 426
	II	+ 706	+ 20	+ 726	+ 465	+ 1.181	+ 1.646	- 921	+ 725
1937	I	+ 969	+ 80	+ 1.049	- 148	+ 213	+ 65	+ 984	+ 1.049
	II	+ 576	+ 50	+ 626	+ 104	+ 1	+ 105	+ 521	+ 626
1938	I	+ 203	- 16	+ 187	- 165	+ 997	+ 832	- 641	+ 188
	II	+ 1.549	+ 5	+ 1.554	+ 310	+ 700	+ 1.010	+ 543	+ 1.553
1939	I	+ 1.598	- 22	+ 1.576	+ 108	+ 1.294	+ 1.402	+ 174	+ 1.576
	II	+ 1.534	+ 14	+ 1.548	+ 469	+ 1.635	+ 2.104	- 557	+ 1.541

(1) - Hasta 1937 inclusive, diferencia sobre promedios mensuales de cifras diarias. Luego sobre cifras de fin de mes.

(2) - Moneda en circulación menos Moneda del Tesoro pendiente.

(3) - Al aumento según balances, de dólares 3.785 millones se deducen dólares 2.812 millones provenientes de la revaluación del oro.

FUENTE: Federal Reserve Board - Memorias Anuales.

Dadas las características del Fondo estadounidense, las medidas adoptadas no impedían los ingresos de capitales, ni anulaban sus efectos, lo que exigió la adopción de una política bancaria de neutralización.

Las autoridades monetarias, frente a la necesidad de reactivar la economía, siguen una política de dinero fácil. En febrero de 1934 bajan la tasa de descuento del 2% al 1,50% y si no compran títulos en operaciones del mercado abierto, como puede verse en el cuadro (1) es por que no era necesario ya que bastaban para cumplir aquella finalidad los Dls. 2.800 millones resultantes de la revaluación del oro y los ingresos en metálico que, como surge del cuadro anterior, hasta 1935 se volcaron en su totalidad en la circulación (circulante y saldos bancarios).

Sin embargo esas entradas de capitales no tuvieron una gran influencia inflacionista por dos razones:

- a) porque en gran parte se mantuvieron en forma líquida o se invirtieron en valores especulativos. Según nuestro cuadro N° 22 las cuentas extranjeras entre 1935 y 1937 aumentaron en Dls. 2285 millones y las inversiones en Dls. 1165 millones. La Memoria del año 1937 del Federal Reserve Board da para el período 1/1/35 - 30/9/37, Dls. 2261,7 millones y Dls. 1618,4 respectivamente.
- b) por la pesadez interna que se traduce en falta de demanda de créditos bancarios por los sectores productivos, lo que anula por sí solo el posible efecto de la plétora de oro.

(1).- Las compras de 1937 y 1939 no tienen por objeto una regulación del mercado monetario sino del bursátil. Tienden a evi-  
tar la baja de los valores con motivo de las ventas que hacen los bancos en 1937 para ajustarse al aumento de las reservas obligatorias, y de la liquidación de 1939 al comenzar la guerra.

CUADRO N° 31BANCOS MIEMBROS  
VARIACIONES DE RUBROS PRINCIPALES

Año	Sem.	Variaciones semestrales				Liquidez %
		Depósitos	Saldos F.R.B.	Préstamos	Inversiones	
(en millones de dólares)						(1)
1934	I	3831	1141	- 310	2266	12,3
	II	2836	263	- 495	1470	12,-
1935	I	1090	851	- 100	735	14,1
	II	3516	640	247	953	14,4
1936	I	2252	34	367	1907	13,7
	II	2179	965	818	- 77	15,3
1937	I	-1395	325	925	-1187	16,6
	II	- 651	108	- 327	- 659	17,1
1938	I	469	999	-1020	- 11	19,3
	II	2055	690	270	1080	20,-
1939	I	2510	1317	- 67	599	21,8
	II	3467	1593	821	517	23,5

(1)- Porcientos al último día del semestre. Relación entre reservas en los Bancos de la Reserva Federal y depósitos totales.

Fte.: Federal Reserve Board: Memorias Anuales y Banking and Monetary Statistics, 1943.

Los Bancos, frente a la disminución de los préstamos, al comienzo deben dedicar sus fondos a inversiones.

Pero como la afluencia de fondos seguía siendo muy grande, aún dentro de la política de dinero fácil, las autoridades temieron que se produjera un aumento indebido de crédito y adoptaron dos medidas para evitarlo: la esterilización del oro y el aumento de las reservas obligatorias de los bancos.

a) Esterilización del oro.

Por la ley de Reserva de oro de 1934 todo el oro pertenecía en propiedad al Tesoro, el que hacía sus compras a los bancos pagándoles mediante transferencias de fondos que tenía depositados en el Banco de la Reserva Federal, a las cuentas de aquellos. Estas últimas cuentas constituyen las reservas sobre las que los Bancos Miembros edifican su crédito. Luego, el Tesoro entregaba al Banco de la Reserva Federal una cantidad equivalente en Certificados de Oro, reponiendo en su cuenta los fondos transferidos.

A partir del 21 de diciembre de 1936 se dejó sin efecto este último paso. Para reponer los fondos en su cuenta, el Tesoro se hacía transferir depósitos que tenía en Bancos Miembros o vendía títulos de la deuda pública.

Las transferencias se hacían mediante créditos y débitos en las cuentas abiertas en los Bancos de la Reserva Federal, de modo que el importe total de las reservas bancarias volvía a la situación anterior a la compra de oro. Se quitaba así una fuente potencial de crédito, al mismo tiempo que se evitaba la emisión monetaria que debería realizar el Banco de la Reserva Federal contra Certificados de Oro.

Asimismo se dispuso el apartamiento del oro comprado, en una "Cuenta Inactiva" en el Tesoro,

Según el Federal Reserve System (1), en diciembre de 1937, el oro en Cuenta Inactiva alcanzaba a Dls. 1227,9 millones.

En el cuadro N° 30, los depósitos del Tesoro figuran en la columna "Otros". Se observa cómo a partir de 1937 el grueso del equivalente de los ingresos de oro se traduce en un aumento de este rubro en lugar del subtotal correspondiente a los Medios de Pago.

---

(1)- Memoria 1937.

El movimiento contrario en el primer semestre de 1938, está reflejando la fuga del dólar (dolar scare) transitoria producida a fines de 1937 y comienzos de 1938, que se atendió con oro de la "cuenta inactiva".

Debido a esas salidas se resolvió asimismo no incorporar a la "Cuenta Inactiva" los aumentos del stock de oro hasta Dls. 100 millones trimestrales.

En abril de 1938, a fin de activar los negocios, se decidió desesterilizar todo el oro de la "Cuenta Inactiva".

b) Aumento de las reservas bancarias obligatorias.

Esta fué la segunda de las medidas destinadas a neutralizar los posibles efectos de los ingresos de oro sobre el crédito interno.

Los bancos tenían grandes sumas ociosas depositadas en los Bancos de la Reserva Federal que les servían de base para expandir el crédito. Esas reservas excedían en mucho de los porcentos mínimos requeridos por la ley.

A partir de 1935 las reservas en exceso del mínimo legal superaron a las tenencias de títulos de los bancos de la Reserva Federal que hubieran servido para absorberlas mediante operaciones de mercado abierto. En enero y febrero el excedente es de más de Dls. 3000 millones en tanto que los títulos de la Reserva Federal alcanzan a Dls. 2430 millones.

Si los bancos hubieran acordado grandes sumas en préstamo (1) una medida restrictiva que los obligara a reducirlo hubiera ocasionado serios inconvenientes a la actividad económica local. Pero como los fondos se hallaban ociosos, las autoridades de la Reserva Federal

(1) - Según la Memoria del año 1937 del Board of Governors del Sistema de la Reserva Federal, se estimaba que el excedente de reservas podía permitir una expansión del crédito bancario por Dls. 30.000 millones.-

basándose en las facultades que les concedió la Ley Bancaria de 1935, consideraron oportuno modificar los porcentajes a que debían alcanzar las reservas obligatorias.

Teniendo en cuenta que los mayores efectos de los ingresos de oro se experimentan en los bancos de Nueva York, así como otros aspectos vinculados con las corrientes de fondos entre ciudad y campo, se fijaron tasas distintas para bancos de distintas zonas.

Sobre los depósitos a la vista los bancos de las ciudades, que hasta agosto de 1936 debían mantener el 10% o el 13% de reserva (según bancos) debieron elevarlas en mayo de 1937 a 20% y 26% respectivamente; los bancos de campaña, de 7% a 14%. Sobre los depósitos a plazo, se elevó para todos los bancos de 3% a 6%.

Estos aumentos se hicieron en tres etapas (16/8/36, 1/3/37 y 1/5/37) representando el 50%, 25% y 25% respectivamente de la exigencia inicial.

La medida neutralizó una importante base de ampliación de crédito al reducir los excedentes sobre los mínimos legales en forma pronunciada, según surge de los siguientes datos a fechas fijas anteriores y posteriores a cada modificación, obtenidos de la Memoria 1937 del Federal Reserve System:

CUADRO N° 32

F E C H A	EXCEDENTE (En millones de dólares)
12/8/36	3167
19/8/36	1863
28/4/37	1643
5/5/37	887

Obsérvese en el Cuadro N<sup>o</sup> 31 cómo en 1936 y 1937 los Bancos deben liquidar inversiones y aún préstamos para reducir depósitos y aumentar su por ciento de liquidez.

Después de los egresos del primer trimestre de 1938, junto con la desesterilización del oro, se resolvió reducir las reservas legales para activar los negocios.

#### 7 - COOPERACION INTERNACIONAL.

Dentro de este período se destaca el Acuerdo Tripartito de 1936, entre Estados Unidos, Gran Bretaña y Francia y la creación del Banco de Exportación e Importación de Washington.

Tan pronto como se devaluaron las monedas del bloque oro, en octubre de 1936, se llegó a dicho acuerdo de caballeros, que consistió en el anuncio simultáneo de las autoridades de los tres países, de que estaban dispuestos, con un preaviso de 24 horas, a vender, por intermedio de sus Fondos de Estabilización de Cambios, y contra la moneda de su país, oro para exportar de inmediato o separar "earmarked", a los Fondos de Estabilización extranjeros que aplicaren igual política con carácter de reciprocidad.

Significaba una forma de colaboración internacional ya que cada Fondo apoyaba a las monedas extranjeras comprando los excedentes ofrecidos, pues tenía la seguridad que las podría convertir a oro dentro de las 24 horas. En esa forma los tipos de cambio quedaban protegidos de los efectos de los movimientos de capital.

Posteriormente, a partir de 1937 el Fondo concertó arreglos de estabilización con otros países, comprometiéndose a comprar las monedas de China, Brasil, Méjico, Ecuador, Islandia y Perú, exigiéndoles en algunos casos un depósito de oro en garantía, y en otros casos sin esa exigencia.

Los países contratantes se comprometían a su vez, a recomprar



su moneda al mismo tipo de cambio.

El Banco de Exportación e Importación de Washington (Eximbank) es otra forma de colaboración internacional de importancia pues puede considerarse como punto de partida de la política de créditos internacionales a cargo de instituciones oficiales que adquirió auge durante y, particularmente, después de la segunda guerra mundial.

Fué creado por una ley del Congreso de los Estados Unidos como una agencia del Gobierno de ese país. La ley, de 1934, experimentó algunas modificaciones en 1935, 1937 y 1939, considerando solo el período que estamos estudiando.

Según un Manifiesto de Política General de dicha Institución (1) el Banco tenía por objeto financiar y facilitar exportaciones e importaciones y el intercambio de mercaderías entre EE.UU. y cualquiera de sus territorios y posesiones insulares y cualquier país extranjero o sus reparticiones nacionales.

Con ese objeto, el Banco estaba autorizado para realizar un negocio de banca general: comprar, vender, negociar o descontar, con o sin su endoso, billetes, giros, letras de cambio, aceptaciones, incluyendo aceptaciones bancarias, transferencias telegráficas y otros comprobantes de deudas, y con la aprobación del Secretario del Tesoro, solicitar empréstitos y redescantar billetes, giros, letras de cambio y otros comprobantes de deuda; comprar y vender títulos incluyendo obligaciones de los EE.UU. y de cualquiera de sus Estados, pero no la compra con sus fondos de papeles de cualquier otra Corporación; aceptar Letras o giros librados sobre él; emitir cartas de créditos; comprar y vender moneda acuñada, oro en barras, y cambio extranjero; prestar dinero; y hacer y cumplir las funciones lícitas

(1)- General Policy Statement of Export-Import Bank of Washington - June 15, 1938.

necesarias para realizar tales negocios.

Con respecto a los plazos de los créditos, la misma Institución expresa:

- a) créditos a corto plazo (menos de 180 días): solo se considerarán cuando los bancos comerciales, debido a circunstancias no usuales no pueden o no desean acordar tales facilidades;
- b) créditos a plazo intermedio (180 días a 12 meses): el Banco tratará de suplementar las facilidades de crédito existentes en este campo en términos y condiciones, que sean consideradas aconsejables para el crédito específico propuesto;
- c) créditos a largo plazo (1 a 5 años): pueden ser extendidos por periodos de hasta 5 años, y bajo condiciones especiales para tales periodos mayores según la garantía.

El objetivo del Eximbank es, por lo tanto, contribuir en cierta medida al equilibrio de los balances de pago facilitando la postergación de los pagos desde el país importador de productos de Estados Unidos. El Banco no excluye a los bancos comerciales. Deja en manos de éstos la financiación normal a corto plazo y toma a su cargo la de plazos intermedios y largos que, a falta de instituciones especializadas, debían estar a cargo de los propios exportadores.

Si hasta entonces las compras internacionales podían cubrirse con préstamos a largo plazo (emitiendo papeles en el mercado, vendedor) o a corto plazo obtenido de los bancos por las vías del crédito internacional normal, aparece aquí un nuevo sistema de crédito bancario a plazo mayor pero dentro de un régimen operativo similar al del corto plazo corriente.

El Banco viene así a reemplazar a los préstamos a largo plazo, que debido a la situación internacional estaban muy desanimados,

mediante un tipo de operaciones, que se asemeja a los tied-loans en cuando no permite la transferencia al exterior de su importe, el que debe destinarse a compras en el país. Impide así la creación de saldos a corto plazo como consecuencia del préstamo a largo plazo. Asimismo, por sus plazos no muy largos y sus características, debe incluirse en el balance de pagos dentro de los movimientos de capital a corto plazo, si no se desea crear un rubro especial para este tipo de operaciones. Para el país prestatario la deuda constituye un pasivo a corto plazo originada por importaciones impagas.

Hasta 1940 el Eximbank podía acordar préstamos hasta un total de Dls. 200 millones, que les eran provistos por la Reconstruction Finance Corporation, no pudiendo cada país extranjero adeudarle en determinado momento más de Dls. 20 millones.

Desde su creación el 12 de febrero de 1934 hasta el 30 de junio de 1940, el Eximbank había efectuado las siguientes operaciones:

CUADRO N° 33

BANCO DE EXPORTACION E IMPORTACION  
OPERACIONES HASTA EL 30 DE JUNIO DE 1940 (1)

		(En millones de dólares)
Préstamos acordados		436,9
Menos:		
devueltos sin utilizar		<u>119,1</u> <u>317,8</u>
Pendientes de utilización		158,4
Utilizados:		
Vigentes	98,5	
Amortizados	<u>61,5</u>	<u>160,-</u>
		<u>318,4</u> (2)

- (1).- Fuente: Hearing before the Committee on banking and currency on S 4204 - 30/7/40, pág. 37.
- (2).- La diferencia de Dls. 600 mil proviene, presumiblemente, de intereses u otro concepto semejante, incluidos en algunos de los parciales "Vigentes" o "Amortizados".

## 1. SITUACION BRITANICA.

El período que se inicia en 1931 se caracteriza por el traslado de fondos internacionales de tipo errático, con carácter de fugas. Gran Bretaña, como país clave en la organización financiera mundial, experimenta sus efectos en toda su intensidad. Gran Bretaña llegó al año 1931 en situación aparentemente estable, pero con los gérmenes de la crisis monetaria cuyo estallido se produciría en ese año. Tenía un régimen de patrón oro a la paridad tradicional, muy elevada con relación a la realidad, reservas de oro consideradas pequeñas frente a sus compromisos a corto plazo, y además, dificultades para ajustar sus niveles internos a fin de hacer operativa aquella paridad.

Gran Bretaña había vuelto al patrón oro en mayo de 1925, a la paridad antigua, en momentos en que su moneda se cotizaba con respecto al dólar casi al 99% de aquella. Pero las cotizaciones no se habían elevado lenta y firmemente a causa de un mejoramiento fundamental, sino muy rápidamente, debido a la entrada de masas importantes de fondos especulativos, especialmente de Francia, atraídos por las elevadas tasas de interés que a partir de marzo de 1925 se registraron en Londres, y por la esperanza de que Gran Bretaña retornaría al patrón oro a breve plazo.

Sobre esta base de fondos especulativos Gran Bretaña reconstruyó su patrón oro. Y ellos le obligaron a abandonarlo, seis años después.

Según datos del Informe Macmillan y la existencia de oro en el Banco de Inglaterra, la posición financiera de Gran Bretaña a fines de 1930 y comienzos de 1931 era la que se indica en el cuadro N° 34.

Como en años anteriores, el oro está muy lejos de alcanzar para el pago de los depósitos bancarios de extranjeros, que son los que en cualquier momento y sin previo aviso pueden ser retirados del país.

CUADRO N° 34POSICION FINANCIERA

	<u>Dic. 1930</u>	<u>Marzo 1931</u>
	(en millones de £)	
<u>Disponibilidades</u>		
Oro en el Banco de Inglaterra	150,5	141,9
Aceptaciones	160,9	152,9
	<u>311,4</u>	<u>294,8</u>
<u>Obligaciones</u>		
Depósitos bancarios	246,7	227,2
Préstamos al mercado de descuentos	35,1	35,7
Inversiones	152,8	144,2
	<u>434,6</u>	<u>407,1</u>
<u>Posiciones netas</u>		
a) con respecto a depósitos	+ 64,7	+ 67,6
b) Idem más préstamos al mercado de descuentos	+ 29,6	+ 31,9
c) general	- 123,2	- 112,3

Fte.: Mac Millan Report.; Bank of England: "Statistical Summary"

Debe agregarse que Gran Bretaña cumplía su función de banco internacional, prestando al exterior dinero ajeno. Sus créditos sobre el extranjero constituían el verdadero respaldo de sus obligaciones hacia el exterior. Más aún, fundada en la organización de su mercado de capitales y en la confianza que el mismo merecía (1) prestaba, en gran medida a largo plazo, lo que recibía a corto plazo. Este fué un factor importante en la crisis ya que los británicos se hallaron frente a la imposibilidad de recuperar

(1) -- Con solo variar su tasa de descuento, las autoridades británicas movían casi a su antojo los capitales internacionales disponibles.

sus recursos cuando los necesitaron para pagar sus obligaciones.

Es cierto que Gran Bretaña también era titular de fondos a corto plazo en el exterior. Pero los acontecimientos de los meses siguientes demostraron que éstos carecían de valor como fuente de recursos para atender los compromisos británicos, ya que fueron congelados y resultaron indisponibles.

La situación en Gran Bretaña se mantiene normal hasta el mes de julio de 1931. En dicho mes se producen los acontecimientos financieros en Alemania y Austria, con la cesación de grandes instituciones bancarias en las que Gran Bretaña poseía fuertes inversiones.

El temor y la desconfianza cunden de inmediato y se vuelcan sobre Londres.

Los depositantes extranjeros de fondos, en especial los especuladores y los bancos centrales que poseían sus reservas en £, con el objeto de resguardar sus bienes, huyen de la moneda.

Este es el punto de partida de una época de traslados desordenados de fondos flotantes, que obligan a las autoridades británicas a suspender nuevamente la convertibilidad de la £, a adoptar transitoriamente el control de cambios y luego a seguir una política de estabilización y neutralización mediante la Cuenta de Igualación de Cambios.

## 2. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y EL BALANCE DE PAGOS

El balance de pagos británico experimenta en este período cambios de importancia con relación a sus características anteriores al año 1930.

## CUADRO N° 35

## BALANCE DE PAGOS BRITANICO

Año	Mercaderías y servicios (1)	Capitales a largo plazo (1)	Neto	Oro (2)	Capitales a corto plazo y residual
en millones de £					
1931	- 104,4	+ 20,7	- 83,7	+ 49,0	+ 34,7
1932	- 52,9	+ 23,9	- 29,-	- 47,6	+ 76,6
1933	- 1,4	+ 34,-	+ 32,6	-166,-	+ 133,4
1934	- 7,5	- 21,4	- 28,9	- 43,-	+ 71,9
1935	+ 26,7	+ 10,1	+ 36,8	- 78,-	+ 41,2
1936	- 19,8	+ 30,6	+ 10,8	-210,-	+ 199,2
1937	- 56,8	+ 29,4	- 27,4	-122,-	+ 149,4
1938	- 44,7	+ 13,8	- 30,9	+210,-	- 179,1
1939 (6 meses)				+ 73,-	

(1) - Fte.: Tse Chung Chang: The British Balance of Payments 1924-1938. "The Economic Journal - Dic. 1937"

(2) - Variaciones de existencias del Banco de Inglaterra y de la Cuenta de Igualación. Años 1931 y 1932: para las primeras, cifras del Banco ajustadas de 85 s. a 140 s. la onza y para las segundas, de F.W.Paish (The British Equalisation Account - Económica - febrero 1935). Años 1933 y siguientes: para ambas cifras, Libro Blanco sobre "Reserves and Liabilities - 1931-1945" Cmd. 8354.

Los movimientos de oro, discriminando los que provienen de Rodesia, Transvaal y otros productores, de los que se producen con otros países, son los siguientes:

CUADRO N° 36  
MOVIMIENTOS DE ORO

Año	Países productores (1)	Otros países	Total (2)
(en millones de £)			
1931	- 48,5	+ 97,5	+ 49,0
1932	- 52,4	+ 4,8	- 47,6
1933	- 52,6	- 114,6	- 166,-
1934	- 66,5	+ 23,5	- 43,-
1935	- 82,5	+ 4,5	- 78,-
1936	- 98,3	- 111,7	- 210,-
1937	- 94,-	- 28,-	- 122,-
1938	- 68,1	+ 278,1	+ 210,-
1939 (6 meses)	- 26,7	+ 99,7	+ 73,-

(1) - Movimiento físico. Cifras en dólares del Federal Reserve Bulletin convertidas a la par (Dls. 4,866 por £) hasta 1933; desde 1934, al promedio de los tipos vigentes publicados en el mismo Boletín.

(2) - según fuentes indicadas en el cuadro N° 35 nota 2.

NOTA: El signo (+) indica Exportaciones de Oro desde Gran Bretaña y el signo (-) Importaciones de oro en dicho país.

Las características visibles son:

a) la tendencia de los rubros básicos del balance de pagos se ha invertido con respecto a los años anteriores a 1931. En el período anterior, los rubros corrientes eran favorables y los préstamos a largo plazo desfavorables. Ahora, por el contrario, los rubros corrientes son desfavorables en tanto que en materia de capitales a largo plazo las amortizaciones superan a las nuevas colocaciones.

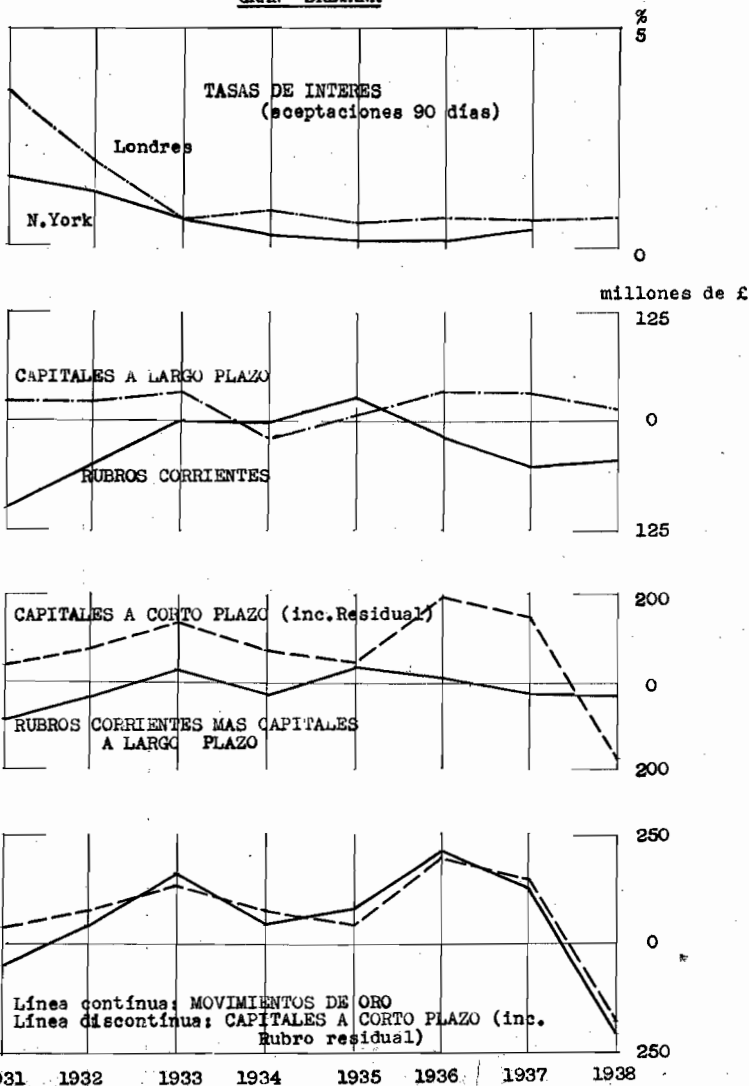
b) alterado así el esquema básico normal, el balance pierde su armonía y los saldos netos, son, alternativamente, positivos y negativos, sin poderse decir que se cifien a una ley determinada.



BALANCE DE PAGOS DE

GRAFICO Nº 10

GRAN BRETAÑA



- c) los movimientos de capital a corto plazo no son compensadores ni impiden los traslados de oro. Muy por el contrario, frente a saldos corrientes pequeños hay movimientos de oro de importancia que son provocados por los capitales a corto plazo. El gráfico muestra la correlación entre ambos rubros.
- d) El cuadro N° 36 muestra que las entradas de oro procedente de los países productores están lejos de compensarse con las salidas hacia otros países. Es decir que, especialmente a partir de 1933, Gran Bretaña interrumpe su función de distribuidora del oro de nueva producción.
- e) es difícil determinar una relación general entre los movimientos y las tasas de interés. En principio parece haber una coincidencia por el hecho de que los promedios anuales de Londres fueron siempre superiores a los de Nueva York y hubo ingresos constantes de capital a corto plazo. Pero, no es posible generalizar en este aspecto, en que las reacciones son cuestiones de momento y sería necesario para un correcto análisis, contar con cifras que cubrieran períodos cortos de tiempo.

### 3. LOS MOVIMIENTOS ANUALES

En el punto 1 explicamos cuál era la situación de Gran Bretaña en 1931, su desequilibrio en el balance de pagos debido a una sobrevaluación de la £ y por tanto la precariedad de su régimen de conversión, su débil posición financiera internacional a corto plazo, y los acontecimientos europeos que, a partir de julio de 1931, produjeron las fugas de capital que señalaron a este período.

No es posible, por los balances de pago británicos determinar cuál ha sido el movimiento de capitales a corto plazo en los 6 meses finales del año 1931.

De acuerdo con el Federal Reserve Bulletin los movimientos netos de oro de Gran Bretaña a partir de julio de 1931 fueron los siguientes:

## CUADRO N° 37

MOVIMIENTOS FISICOS NETOS DE ORO EN  
GRAN BRETAÑA

(Julio-diciembre 1931)

Países	Salidas netas		
	Total	junio setiembre	octubre diciembre
	(en millones de £) (1)		
Todos ..... (2)	43,0	33,7	9,3
Excluidos países productores de oro .....	66,9	45,9	21,0
Francia, Bélgica, Holanda y Suiza, exclusivamente .....	86,1	54,4	31,7

- (1) - Datos en dólares del Federal Reserve Bulletin convertidos a £ a la paridad (Dls. 4,866 por £).
- (2) - En el mismo período las existencias de oro del Banco de Inglaterra se reducen en £ 37 millones.

A fin de poner más en evidencia la "fuga de la £" damos la cifra excluyendo a Rodesia, Transvaal y otras posesiones africanas productoras de oro, cuyos envíos reducen en las estadísticas la cifra real de exportaciones netas y, por separado, mencionamos el total neto de oro tomado por los principales países que retiran capitales de Gran Bretaña.

Según puede apreciarse, la fuga de capitales iniciada en julio continuó en los meses siguientes. A la preocupación ocasionada por los posibles efectos sobre Gran Bretaña de los acontecimientos de Europa Central, se unen otros factores de temor y desconfianza. Las revelaciones del Comité Macmillan acerca de la posición británica a corto plazo, si bien no reflejó un panorama tan grave como, al parecer pudo haberlo hecho, acicateó a los titulares de fondos a ponerse a cubierto. En el mes de setiembre algunos movimientos internos de protesta por las propuestas de rebu

jar sueldos oficiales, en especial de los marinos (1), alarmaron aún más a esos titulares, perdiendo Gran Bretaña en tres días, oro por valor de £ 33 millones.

Se agotaron así los créditos obtenidos en el exterior, uno de ellos de £ 80 millones otorgado el 28 de agosto por EE.UU. y Francia.

Gran Bretaña había vuelto al patrón oro en 1925 a una paridad superior a la real. Sus importaciones superaron desde entonces, a sus exportaciones.

Para lograr el equilibrio, al no desearse la caída de la £, era necesario reducir los costos.

Pero la estructura económica británica era más bien rígida.

Resultaba muy difícil reducir los salarios. La situación se mantuvo equilibrada o favorable debido a las rentas que Gran Bretaña obtenía del exterior por capitales invertidos o por servicios prestados, especialmente fletes marítimos.

En 1931, la crisis produce la fuerte reducción de estos ingresos y así también el saldo de las operaciones corrientes del balance de pagos se hace negativo.

Agreguense a ello las salidas de capital, en tanto que a causa de la cesación de pagos y del "Standstill Agreement", Inglaterra no podía disponer de sus haberes en Alemania y Europa Central.

La elevación de la tasa de descuento por el Banco de Inglaterra del 2½% al 3½% y 7 días después, el 30 de julio al 4½% no tuvo éxito para revertir el movimiento ya que los inversores huían por temor y no por competencia de tasas.

---

(1) - Según Fraser, (Great Britain and the gold standard) este movimiento fué magnificado en el exterior, dándole carácter de "motín", lo cual señalaba, por tratarse de los marinos, una situación de gravedad sin precedentes.

Frente a ese resultado y a la rigidez de la economía británica que no le permitía adaptarse a la nueva situación el Gobierno británico decidió, el 21 de setiembre de 1931, suspender la convertibilidad de la libra esterlina. Asimismo, se eleva la tasa de descuento al 6%.

En el último trimestre del año, no obstante los ingresos de oro producidos en octubre, provenientes de la liquidación de valores en Estados Unidos y de la compra de £ para cubrir contratos de ventas a término realizados jugando a la baja, el movimiento neto es negativo debido particularmente al pago oficial de daudas por £ 20 millones efectuado en Noviembre y a algunas salidas con destino a Francia de capitales a los que no alcanzaba la prohibición del Control de Cambios.

En el primer trimestre de 1932, Gran Bretaña utiliza importantes partidas de oro entradas de los países productores de Africa y de la India, para el pago de deudas a Francia y Estados Unidos, con lo que las existencias de metálico se mantienen estables. En el segundo trimestre comienzan ingresos de los Estados Unidos que se agregan al oro recibido de los territorios nombrados.

Esta situación de ingresos de capital es aprovechada por las autoridades para crear la Cuenta de Igualación de Cambios.

En el segundo semestre, Gran Bretaña debe afrontar salidas de fondos. Así, en setiembre, a fin de facilitar la conversión de la deuda pública, el Banco de Inglaterra sigue una política de dinero barato y la tasa de descuento baja por debajo de la estadounidense.

Los inversores en Londres liquidan entonces sus valores y trasladan sus fondos a Nueva York.

Luego de un pequeño ingreso, en diciembre Gran Bretaña debe pagar £ 28,9 millones por deudas de guerra (1).

(1) - Cifra tomada de Brown. "The Gold Standard reinterpreted",

Frente a las escasas reservas de la Cuenta de Igualación, el Banco de Inglaterra tiene que atender los egresos de fines de 1932. (ver cifras trimestrales en el cuadro N° 41).

Estas salidas provocan una baja bastante pronunciada de la £ que de Dls. 3,47 en setiembre bajó a Dls. 3,278 en diciembre, lo que confirma que los recursos de la Cuenta de Igualación no eran suficientes ya para intentar su sostén.

El año 1933 es un año crítico para los países que aún se hallan dentro del patrón oro; y ello redundaba en beneficio de Gran Bretaña que se transforma en el refugio de los capitales que huyen.

La crisis norteamericana provoca la corriente de fondos de Nueva York a Londres. Cuando en abril, Estados Unidos suspende la convertibilidad, la presión se vuelca sobre los países del bloque oro, proviniendo entonces los capitales principalmente de Francia. Las entradas de oro por una cifra superior a los £ 160 millones, se distribuyen entre la Cuenta de Igualación y el Banco de Inglaterra. La libra esterlina se valoriza a lo largo de todo el año. De Dls. 3,36 en enero llega a Dls. 5,116 en diciembre.

En el año 1934 Estados Unidos vuelve a una conversión limitada con un dólar depreciado y los capitales que se habían refugiado en Londres vuelven a Nueva York, adonde se dirigen también ahora los del bloque oro. Inglaterra pierde así, durante el lapso abril-setiembre de 1934 buena parte del oro recibido el año anterior, pérdida que es soportada en su totalidad por la Cuenta de Igualación.

En gran medida, los fondos del bloque oro que van a Estados Unidos, lo hacen pasando por Londres para aprovechar los tipos favorables de cambio. De modo que Inglaterra experimenta en este año importaciones y exportaciones de ese metal por cifras que superan las operaciones de cualquier año anterior.

Las salidas de capitales traen una lógica depreciación de la £ que, de Dls. 5,15 en abril llega a Dls. 4,94 en diciembre.

La continua caída de la £ agudiza a su vez la huida de capitales, cuyos titulares extranjeros liquidan importantes cantidades de valores bursátiles en que los tenían invertidos.

La £ llega a su punto más bajo en marzo de 1935, con un promedio mensual de Dls. 4,78.

En el año 1935, frente a capitales británicos que salen a Estados Unidos hay capitales del bloque oro y de países del área esterlina que entran a Londres para constituir saldos en £ o pagar obligaciones. Estos ingresos superan a aquellos egresos por un gran margen, que aumenta las tenencias de la Cuenta de Igualación.

Aquellos ingresos continúan hasta setiembre de 1936 en que Francia abandona el patrón oro.

Después de marzo de 1937 las circunstancias favorecen a Gran Bretaña ya que se produce primero la "huida del oro" que se traduce en la venta de grandes cantidades de metálico en Nueva York y Londres, en gran parte proveniente del desatesoramiento en esta ciudad, y luego la "fuga del dólar" que también lleva fondos a Londres. Es tan importante el ingreso de oro desde 1936 que en diciembre de ese año la Cuenta de Igualación debe venderle casi £ 80 millones de sus existencias en oro al Banco de Inglaterra para recuperar liquidez; dicho Banco debe adquirir el oro entrado en el 1er. semestre de 1937, y aún así, en junio la Cuenta debe ser reforzada con otras £ 200 millones de Letras de Tesorería. En el último trimestre de 1937 sin embargo se reanuda el atesoramiento, hay salidas a Francia y diversos Bancos Centrales extranjeros convierten sus saldos a oro.

Durante el primer trimestre de 1938 continúa el temor hacia el dólar y se producen traslados a Londres, pero a medida que avanza el año los acontecimientos políticos y militares en Europa inducen a los titulares de haberes en £ y muy particularmente a los bancos centrales extranjeros, a convertirlas a oro con lo que

entre abril y setiembre la Cuenta pierde oro por £ 146 millones. El Banco de Ajustes Internacionales (1) indica para ese período un atesoramiento de oro o su separación en forma "earmarked" por £ 132 millones. Su salida física de Gran Bretaña se distribuye en los últimos 5 meses del año en los que, según el Federal Reserve Bulletin hubo exportaciones netas de oro por Dls. 707 millones (aproxim. £ 141 millones).

Según el Banco de Ajustes Internacionales (1) hubo también disminución de las Cuentas en £ de los países del área esteri-  
lina que no se tradujeron en movimientos de oro porque se utilizaron para pagar los déficits de sus balances de pago con Gran Bretaña. Asimismo debido al alza de la £ con respecto al dólar se liquidaron operaciones de pase concertadas anteriormente con propósitos especulativos (2) y se retuvo el pago de importaciones de artículos británicos en el exterior.

Salvo pequeños intervalos de ingreso, en general el año 1932 fué de constante salida de capitales de Gran Bretaña para cuya atención la Cuenta debió ser provista por el Banco de Inglaterra, de oro por £ 350 millones. Aún así, el 25/8, próximo el estallido de la guerra, la Cuenta se retiró del mercado dejando a la £ que buscara su propio nivel. El 3 de setiembre se estableció el Control de Cambios y en el mismo mes, prácticamente todo el oro pasó del Banco de Inglaterra a la Cuenta de Igualación.

#### 4. MEDIDAS OFICIALES Y SUS EFECTOS:

##### A) INCONVERTIBILIDAD Y CONTROL DE CAMBIOS

Iniciado este período en un ambiente de crisis internacional se producen en él las fugas de capitales que lo caracterizan.

(1) - Memoria 1938/9.

(2) - Una compra contado de dólares contra £, cuando están caros (las libras se recuperan vendiéndolos de inmediato contado) contra una venta a término al mismo precio, menos un descuento. Cuando el Dlr. baja, se compran baratos y se liquida la operación ganando la diferencia.



Gran Bretaña no sintió sus efectos hasta julio de 1931, época en que comenzaron los grandes egresos de oro a que ya nos referimos en el punto 3 de este Capítulo.

Enfrentadas a esas circunstancias y a la rigidez económica interna que la impedía promover los ajustes en forma suave, las autoridades toman, en su primera etapa, medidas defensivas tales como el abandono del patrón oro, el control de cambios y el alza de la tasa de descuentos.

Comenzó el Banco de Inglaterra por elevar su tasa en julio de 1931, del 2½% al 4½%, pero no consiguió detener la salida de fondos que no era motivada por fines especulativos sino de seguridad.

El 21 de setiembre se suspende la convertibilidad de la £ con lo que Gran Bretaña pagaba tributo a un retorno al patrón oro a una paridad irreal.

La medida fué adoptada de tal forma que el Banco de Inglaterra fué autorizado a ponerla en práctica cuando todavía se hallaba a consideración del Parlamento británico.

La £, suelta ya de su sostén en oro, se depreció brusca - mente, registrándose en Nueva York las siguientes cotizaciones:

CUADRO N° 38  
COTIZACION DE LA £ EN DLS.  
(promedios mensuales)

MES	DLS. POR £
1931	
Julio	4,8560
Agosto	4,8577
Setiembre	4,5313
Octubre	3,8893
Noviembre	3,7199
Diciembre	3,3737

Fte.: Federal Reserve Bulletin

El mismo día, el Banco de Inglaterra elevó su tasa de descuento al 6% siendo seguida por la elevación de las tasas del mercado.

Pero para capitales atemorizados, dispuestos a sufrir quebrantos con tal de salvar lo esencial, la depreciación de la £ y el alza del interés no eran un freno. Por lo tanto al día siguiente, 22 de setiembre, como medida complementaria se implantó el Control de Cambios mediante una resolución por la cual:

"las compras de cambio extranjero o transferencias de fondos con el objeto de adquirir tal cambio, directa o indirectamente, por súbditos británicos o personas residentes en el Reino Unido, estarán prohibidas, excepto para financiar: a) los requerimientos comerciales normales: b) los contratos existentes antes del 21 de setiembre de 1931, c) razonables gastos de viaje y otros propósitos personales" (1).

Observese que la prohibición rige solo para "súbditos británicos y residentes en el Reino Unido", no alcanzando por tanto a los haberes de residentes en el exterior.

No fué complementada por disposiciones de detalle y su aplicación quedó en manos de los bancos y operadores en cambios que vigilaban su cumplimiento. No se observó, según Brown, ningún intento de eludir la disposición por vías ilegales; notable ejemplo de disciplina y de respeto por la ley por parte del pueblo inglés, que se une a sus autoridades en un esfuerzo por defender su propia moneda.

Asimismo es digna de hacer notar la no aplicación del control a residentes fuera del Reino Unido como una muestra de respeto al capital extranjero que habiendo tenido confianza en Gran Bretaña, no se vió atrapado por medidas de embargo que no hubieran honrado esa confianza.

---

(1) - Brown: Gold standard reinterpreted. pág. 1094.

Las medidas producen su efecto ya que en el último trimestre de 1931 solo tienen lugar algunos egresos de capitales franceses comprendidos en la excepción mencionada en el párrafo anterior y la salida de oro para el pago de deudas oficiales de guerra.

En dicho trimestre la £ cae vertiginosamente. Pero debe tenerse en cuenta que se produce en un mercado muy limitado. Los ingresos se paralizan, quizás a la espera de una desvalorización de la £; lógicamente, un mercado sin demanda se hace sumamente sensible a la oferta. La más pequeña oferta de £ da lugar a una pérdida de valor aparentemente importante, aún cuando en realidad se ha aplicado a operaciones en pequeña escala.

En ese corto lapso se aprecia este fenómeno varias veces. Se producen diversas alternativas que dan lugar a movimientos de fondos en £ en un solo sentido, y el tipo de cambio fluctúa en forma apreciable. Tales son la depreciación motivada por el aumento de importaciones que tiene lugar en octubre anticipándose a la entrada en vigor de una ley que aumentaba los derechos de importación; el alza de diciembre con motivo de los temores que ocasiona el mensaje del Presidente de los Estados Unidos sobre el presupuesto y más tarde la baja cuando ese país se niega a reducir las deudas de guerra.

En marzo de 1932, cancelada ya buena parte de las deudas con Estados Unidos y Francia y regularizadas las entradas de oro de Sud Africa y India, la £ recobra parte de su valor y se deja sin efecto el Control de Cambios.

Otras de las medidas vinculadas con nuestro problema es el control sobre la emisión de empréstitos extranjeros pues ya vimos en el Cap. XV, que estos eran una fuente de fondos flotantes que salían del país en cualquier momento drenando las reservas monetarias.

Desde 1930 Gran Bretaña, supeditó a permiso oficial toda

colocación de títulos por países no integrantes del Imperio, medida que luego se hizo extensiva a los integrantes. En 1934 se resuelve permitir el lanzamiento de empréstitos a los países que precisaran £, a fin de contribuir a la estabilización de los cambios. En 1936 se resuelve que las emisiones deben ser aprobadas por el Foreign Transaction Advisory Committee, haciéndose además un intento para que el producto de las colocaciones se gaste en el país. Luego de una liberación en marzo de 1938, el control se reintroduce en diciembre del mismo año.

Estas medidas, junto con la crisis mundial y los controles de cambio en los países deudores, que desalentaron a los inversores redujeron las cifras de los préstamos a largo plazo, haciendo que las amortizaciones superaran a las nuevas colocaciones. Lo que antes de 1930 era una fuente de fondos a corto plazo, pasa a ser un motivo para su reducción.

Las siguientes cifras muestran la evolución experimentada:

CUADRO N° 39

PRESTAMOS A LARGO PLAZO

	1925-27	1928-30	1931-33	1934-36	1937-38 (2)
	(en millones de £)				
Nuevas emisiones extranjeras	339	346	113	90	57
Neto (1)	-278	-194	+ 79	+ 20	+ 44

- (1) - Nuevas emisiones menos amortizaciones más o menos una estimación de préstamos fuera de la Bolsa londinense (Chang). Signo (+) indica entrada neta de fondos y signo (-) salida neta.
- (2) - Solo dos años.

5. MEDIDAS OFICIALES Y SUS EFECTOS:

B) LA CUENTA DE IGUALACION DE CAMBIOS

Fortalecida la £ por los ingresos de oro del primer trimestre de 1932 el Banco de Inglaterra inicia una política distin-

ta. Deja sin efecto el Control de Cambios y sale a operar en el mercado de Cambios para mantener la estabilidad de su moneda.

Pero esta forma operativa tenía el inconveniente de la publicidad que daba a sus operaciones, y además el riesgo que correría el Banco por la acumulación de divisas extranjeras, siempre expuestas a depreciación con respecto al oro. Si las convertía a metálico tropezaba con la dificultad de su contabilización, ya que resultaría de un costo variable derivado de los distintos tipos de compra y venta de las divisas en tanto que el Banco de Inglaterra estaba obligado legalmente a comprar el oro a un precio fijo. La contabilización a ese precio fijo daba como resultado una diferencia, favorable o desfavorable, cuya inclusión en el balance presentaba dificultades insólubles.

El problema se resuelve creando la Cuenta de Igualación de Cambios, con lo que las operaciones de neutralización quedaron a cargo de un organismo oficial que operaba confidencialmente y en forma independiente del Banco de Inglaterra, haciéndose cargo al mismo tiempo de aquellas diferencias cuando se da o compraba el oro a dicho Banco.

La cuenta de Igualación de Cambios tenía por objeto reforzar las reservas de oro y divisas de Gran Bretaña para mantener estables los tipos de cambio mediante operaciones de mercado abierto, sin recurrir a empréstitos extranjeros, aprovechando la vinculación que existe entre el movimiento de capitales entre Inglaterra y el exterior y las Letras de Tesorería Británicas.

La Cuenta constituía un Departamento de Gobierno. Como tal, se la proveyó de uno de los instrumentos que utiliza el Gobierno para obtener fondos del mercado, de Letras de Tesorería, por valor de £ 175 millones. (1).

---

(1) - Posteriormente se aumentó dos veces en £ 200 millones en 1933 y 1937, haciendo un total de £ 575 millones.

Recibió además divisas que el Banco de Inglaterra había adquirido en el mercado abierto antes de la creación de la Cuenta, por unos £ 33 millones. Sin embargo según Paish (1) esta suma puede considerarse inexistente pues a ella se imputaron las pérdidas de cambio ocasionadas por el pago de créditos a Estados Unidos, las que habrían alcanzado unos £ 30 millones.

Ya nos hemos referido en la parte I de este trabajo, (pág. 96) al mecanismo y características de esta Cuenta de Igualación.

En síntesis, cuando se produce un ingreso de fondos del exterior, coloca Letras de Tesorería en la plaza y con las £ obtenidas compra las divisas que se ofrecen, las que luego convierte a oro. En esa forma evita que la £ se valore en exceso. Las Letras de Tesorería son adquiridas por los Bancos, o por las Casas Descontatarias con fondos que los Bancos les prestan. Así, utilizan parte del margen que los Bancos tienen para acordar créditos, evitan la emisión de circulante derivada del ingreso de oro y la también consiguiente ampliación de la base de crédito.

Cuando ocurre una salida de fondos, vende el oro o las divisas adquiridas y recompra las Letras de Tesorería.

La oportunidad en que fué creada esta Cuenta le permitió desenvolverse sin existencias de oro o divisas, ya que sus primeras actividades consistieron en afrontar ingresos de fondos y por lo tanto en comprar divisas y no en venderlas.

La cuenta perseguía entonces dos fines esenciales:

- a) estabilizar la £ en el mercado de cambios.
- b) aislar el mercado crediticio de los movimientos de capital.

La eficacia del sistema debe estudiarse teniendo en cuenta que no siempre pudo actuar aisladamente, ya que a veces tuvo que ceñirse, como organismo oficial, a una política que momentáneamente tenía otros fines que el propio de la Cuenta; otras veces debía apoyarse en el Banco de Inglaterra ante la insuficien-

(1) - *Económica*, Febrero de 1935.

cia de sus recursos.

Analizamos en cada caso, las dos situaciones: cuando el Fondo actúa en forma autónoma y cuando se vincula al Banco.

a) La Cuenta y los tipos de cambio

En su primera etapa la Cuenta operó contra dólares. En abril de 1933, cuando Estados Unidos suspende la convertibilidad, comienza a operar en francos franceses. Las cotizaciones fueron las siguientes:

**CUADRO N° 40**  
**COTIZACIONES £ - DL y £ - Fr.Fcs.**  
(promedios trimestrales)

Año	Libra-dólar (1)				Libra-franco francés (2)			
	Trimestre				Trimestre			
	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°
	(Dls. por £ 100)				(Frs. fcs. por £)			
1932	350,89	369,05	349,87	331,66	89,2	93,6	89,2	84,7
1933	340,54	388,25	460,57	491,73	86,8	86,3	83,2	80,9
1934	505,85	510,30	503,33	495,85	78,7	77,2	75,8	75,1
1935	484,73	488,64	495,30	492,05	73,4	74,0	74,9	74,6
1936	497,79	497,72	502,82	489,80	74,8	75,5	77,1	105,1
1937	489,55	493,05	496,75	498,25	105,5	110,7	134,6	147,4
1938	500,07	496,88	487,12	471,54	154,0	171,3	178,3	176,3
1939	468,01	468,14	442,91	395,51	176,9	176,7	176,5	176,4

(1) - Promedios trimestrales de los tipos mensuales en Nueva York según el Federal Reserve Bulletin.

(2) - Relación entre los promedios trimestrales de los tipos mensuales de la £ y el fr.fc. en Nueva York, según el F.R.B.

Al crearse la Cuenta, la £ se hallaba a un precio muy alto (promedio trimestral, Dks. 3,69 por £); dicho organismo consiguió reducirlo a un valor más o menos normal de Dls. 3,49. A fin de año, sin embargo, se producen salidas que la cuenta no puede atender porque, como veremos en el punto siguiente, le había transferido el oro al Banco de Inglaterra. En esas circunstancias la

£ cae a un nivel bastante bajo. En 1933 comienza a notarse en el dólar la depreciación derivada del abandono del patrón oro por Estados Unidos, aunque después se estabiliza. Pero a partir de ese mismo año es visible el mantenimiento de la cotización del franco francés con fluctuaciones cuyos extremos máximo y mínimo en 3 años no pasa del 8%. En 1936, Francia abandona el patrón oro, el franco se deprecia y la Cuenta comienza a actuar dentro de los términos del Acuerdo Tripartito.

En el año 1934 de constantes salidas de fondos de Gran Bretaña, la Cuenta de Igualación soporta sola la presión sobre la £ llegando un momento en que se nota una tendencia de la £ a caer tanto con respecto al dólar como al franco, tendencia que llega a su punto culminante en el primer trimestre de 1935. En el último trimestre de ese año una nueva salida se refleja también en los tipos ~~£~~dólar y £-franco.

Posteriormente y hasta 1938 los movimientos son de entrada y la Cuenta mantiene la £ con fluctuaciones de poca monta.

En conclusión, la Cuenta de Igualación fué capaz de estabilizar la £ toda vez que entraron capitales, ya que contó u obtuvo recursos para adquirir oro. En cambio frente a las salidas de fondos, solo fué eficaz en forma limitada, pues no podía suplir con elementos internos la falta de metálico suficiente para satisfacer la demanda, cuando ésta superaba sus existencias.

#### b) La Cuenta y el Sistema de Crédito

El segundo objetivo de este organismo era aislar el sistema de crédito bancario del movimiento internacional de fondos.

Esto se lograría desconectando al Banco de Inglaterra de los movimientos de oro. Aquí se pone en evidencia la diferencia entre las situaciones en que la Cuenta pudo actuar en forma autónoma y aquellas en que compró o vendió oro al Banco de Inglaterra.

El cuadro N° 41 muestra cómo se distribuía entre la Cuenta y el Banco, el oro entrado o las entregas para atender los egresos.



## CUADRO N° 41

## GRAN BRETAÑA

## VARIACIONES DE SUS EXISTENCIAS DE ORO

Período	Bco. de Inglaterra	E.E.A.	Total	Período	Bco. de Inglaterra	E.E.A.	Total
(millones de \$)				(millones de £)			
1932				1936			
I	-	-	-	I	+ 1,3	+ 37,5	+ 38,8
II	+ 20,5	+ 18,7	+ 39,2	II	+ 32,6	+ 65,2	+ 97,8
III	+ 5,4	+ 15,9	+ 21,3	III	+ 46,2	- 17,4	+ 28,8
IV	- 32,4	+ 1,3	- 31,1	IV	+ 107,1	- 67,0	+ 40,1
	- 6,5	+ 35,9	+ 29,4		+ 187,2	+ 18,3	+205,5
1933				1937			
I	+ 88,8	+ 43,5	+ 132,3	I	-	+ 8,7	+ 8,7
II	+ 26,2	+ 18,7	+ 44,9	II	+ 21,0	+ 63,6	+ 84,6
III	+ 1,3	- 54,7	- 53,4	III	-	+ 28,7	+ 28,7
IV	+ 0,6	+ 54,0	+ 54,6	IV	-	+ 11,2	+ 11,2
	+ 116,9	+ 61,5	+ 178,4		+ 21,0	+ 112,2	+133,2
1934				1938			
I	+ 0,6	+ 22,9	+ 23,5	I	-	+ 7,6	+ 7,6
II	+ 0,6	- 1,7	- 1,1	II	-	- 45,1	- 45,1
III	+ 0,7	- 29,4	- 28,7	III	-	- 100,9	-100,9
IV	+ 0,6	+ 5,9	+ 6,5	IV	-	- 114,4	-114,4
	+ 2,5	- 2,3	+ 0,2		-	- 252,8	-252,8
1935				1939			
I	+ 0,4	+ 3,4	+ 3,8	I	- 324,7	+ 309,1	- 15,6
II	+ 0,3	+ 39,2	+ 39,5	II	+ 0,2	- 48,7	- 48,5
III	+ 1,5	+ 35,1	+ 36,6				
IV	+ 10,5	- 13,1	- 2,6				
	+ 12,7	+ 64,6	+ 77,3				

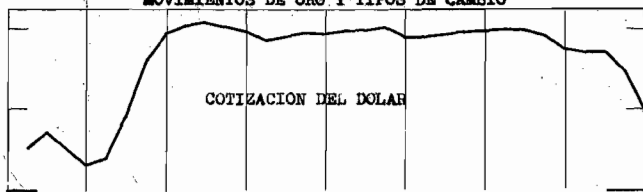
FUENTE: Las variaciones se han calculado convirtiendo al precio de 140 \$ por onza fina, la diferencia de las onzas existentes a fin de cada período trimestral según Tabla I del Libro Blanco sobre "Reserves and Liabilities 1931/45" Cmd. 8354 - Londres.

GRAN BRETAÑA  
MOVIMIENTOS DE ORO Y TIPOS DE CAMBIO

GRAFICO N° 11

Dls. por £.

-239-



fos.frs.per £  
200

100

0

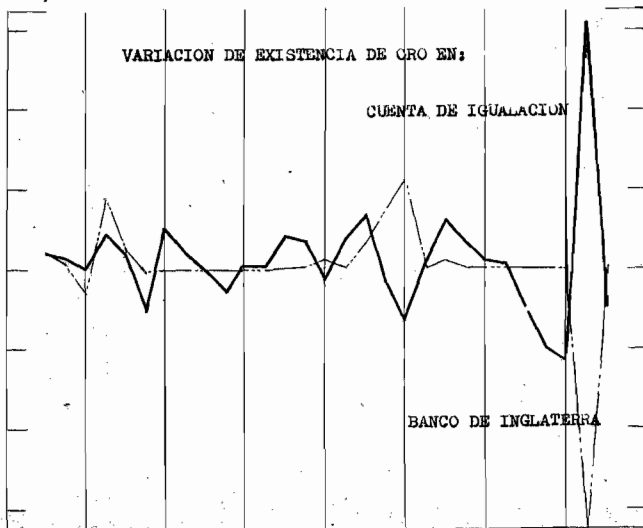


millones de £

100

0

-100



300

200

100

0

-100

-200

-300

1932 1933 1934 1935 1936 1937 1938 1939

Al crearse la Cuenta se estaba en presencia de ingresos de fondos, lo que no se tradujo sin embargo en un gran aumento de stock de oro de la misma. En ese momento el Banco de Inglaterra perseguía una política de dinero barato a fin de facilitar la conversión de títulos de la deuda del Gobierno británico.

Para ello, tomó gran parte del oro comprado por la Cuenta haciéndole producir sus efectos en el mercado monetario, es decir, posponiendo el cumplimiento de la finalidad de aquella. Esta politica de dinero fácil y bajas tasas de interés provocó la salida de fondos de fines de 1932 la que, agregada a un importante pago oficial, el Fondo apenas pudo atender por haberse desprendido de parte de su oro. Debió colaborar con sus existencias el Banco de Inglaterra, el que reemplazó el metálico por títulos para evitar los efectos internos de la fuga de fondos.

En el primer semestre de 1933, los ingresos de capital tan también son compartidos entre la Cuenta y el Banco dando lugar así al aumento de los Depósitos de los bancos y de los Depósitos Pú - blicos en este último.

Nuevamente se encuentra la conexión entre el Banco y la Cuenta en 1936 y 1937. Aquí es interesante hacer notar que en el tercer trimestre de 1936 el traspaso de oro fué hecho intencionalmente para que tuviera efectos en la circulación monetaria, frente a una mayor demanda de ésta. En cambio el de diciembre del mismo año tuvo por objeto dar liquidez a la Cuenta que, debido a sus compras de oro durante 2 años consecutivos necesitaba £ para po - der seguir comprando. En este caso, el Banco de Inglaterra vendió más de £ 35 millones de Títulos del Gobierno que formaban las reservas de su Departamento de Emisión, a fin de neutralizar el efecto de la compra de oro sobre el mercado monetario.

Vale decir que, toda vez que la Cuenta recibe o entrega oro al Banco de Inglaterra se rompe la aislación entre el movi - miento de fondos con el exterior y el sistema crediticio, debien-

do en ese caso el Banco tomar las medidas corrientes si cree necesario evitar sus efectos.

La Cuenta de Igualación actuó en forma autónoma en los años 1934, 1935 y 1938. Puede verse en el gráfico 11 que durante esos años las existencias de oro del Banco de Inglaterra se mantuvieron prácticamente invariables.

En principio, el sistema de crédito parece quedar aislado de los movimientos de oro y no deberían esperarse alteraciones en los rubros bancarios. Cualquier alteración solo provendría de la política crediticia interna, independizada totalmente de los problemas financieros internacionales.

Sin embargo debemos recordar que la Cuenta actúa colocando o retirando Letras de Tesorería en el mercado. Y que en el primer caso esas Letras son tomadas por lo general por los Bancos, que las registran en sus cuentas "Letras Descontadas", o por las Casas Descontatarias que utilizan para su compra fondos que piden prestados a los Bancos. De esa forma la entrada de oro provoca una utilización del margen que los Bancos tienen para otorgar créditos reduciendo su liquidez. Cuando salen capitales, la cuenta compra las Letras produciéndose el efecto contrario.

Debido a que éstas no son las operaciones exclusivas de los Bancos, resulta imposible establecer numérica o gráficamente la correlación entre las operaciones de la Cuenta y la variación de los rubros de los balances bancarios.

Tampoco nos es posible determinar sus efectos sobre la liquidez bancaria, ya que también en la formación del porcentaje de liquidez participan varios factores que son inseparables, ya sean diversos rubros de inversiones bancarias, o el efecto de las modificaciones en la política monetaria interna oficial que, en determinados momentos, las autoridades resuelven introducir al margen de los movimientos internacionales de fondos (especialmente si éstos están neutralizados por un Fondo de Estabilización).

## 6. CONCLUSIONES

Durante el período considerado hizo crisis el equilibrio inestable en que se asentaba la economía británica. Los desplazamientos de capitales en forma brusca e inesperada, por la pérdida de confianza en todo el mundo, repercuten especialmente sobre Gran Bretaña por el lugar que ocupaba en el sistema bancario mundial y por la peculiar estructura de su situación financiera. Los hechos que hemos reseñado y que se producen dentro de este panorama, nos permiten llegar a las siguientes conclusiones:

- a) Se han producido durante el período movimientos erráticos de fondos flotantes que no responden a las medidas clásicas de com tensión. Solo en 1931 el Banco de Inglaterra elevó la tasa de des cuento al 6%, pero ésta apenas si fué una medida complementaria de otra más importante y definitiva, como fué la in conversión.
- b) los haberes extranjeros a corto plazo no son ya causados por créditos a corto plazo, sino por el desplazamiento internacional de oro.
- c) Gran Bretaña necesita seguir una política interna de crédito fácil y, por tanto de mantener la tasa baja de interés. Para evitar su efecto sobre los capitales internacionales, los aísla mediante la Cuenta de Igualación de Cambios.
- d) La Cuenta, dotada de £, aísla perfectamente el sistema de cré- dito de las entradas de oro, permitiendo a las autoridades monetarias seguir una política independiente. No obstante, en cierto momento provoca una disminución en la liquidez bancaria que el Banco de Inglaterra debe neutralizar comprando títulos.
- e) La Cuenta no es tan eficaz para afrontar las huidas de fondos, pues su acción está limitada por la cantidad de oro y divisas que pudo adquirir con anterioridad.

f) El sistema es bastante flexible por cuanto en cualquier momento la Cuenta puede comprar o vender oro al Banco de Inglaterra transmitiendo sus efectos al sistema bancario.

CAP. XXI.- LOS CONTROLES DE CAMBIO.

Siguiendo a Aghion (1) podemos decir que en este período se distinguen tres sistemas de control de cambios:

- a) rígido
- b) flexible
- c) mediante Fondos de Estabilización.

A) Control de cambios rígido.

El control rígido pone en manos del Estado el monopolio del comercio de divisas, la fijación de tipos de cambio y la autorización para girar fondos y valores al exterior o para recibirlos, así como para cualquier contabilización interna en cuentas a nombre de residentes en el exterior.

El sistema rígido típico en este período fué el de Alemania. Ante la necesidad de seguir una política monetaria inflacionista para financiar su rearme, cerró totalmente sus fronteras a los movimientos de fondos con el exterior, que quedaron bajo control, para evitar la salida de capitales.

El Reichsbank tenía el monopolio absoluto de la compra y venta de divisas. Quien recibía divisas tenía la obligación de ofrecérselas dentro de los tres días y vendérselas si aquel se las pedía.

Estaba prohibida, salvo autorización especial, toda adquisición de divisas, medios de pago extranjeros y créditos en moneda extranjera, así como cualquier transferencia a favor de un extranjero de medios de pago, oro o créditos en cuenta Reichsmarks o marcos-oro, la apertura de créditos, la utilización de créditos expresados en RM o en marcos oro, los pagos de cupones y dividendos a favor de extranjeros, la adquisición o venta de ciertos valores mo

(1) Aghion, Raoul. "Le controle des changes", Paris 1939.

biliarios extranjeros, etc.

A su vez las cuentas abiertas en Alemania a nombre de extranjeros estaban divididas en diversos tipos: cuentas en RM libres para acreditar el producto de la venta de divisas libres; haberes bloqueados provenientes del pago de créditos extranjeros a cargo de alemanes o la venta de inmuebles de aquellos; haberes en billetes en RM; haberes antiguos, anteriores al 16 de julio de 1931; cuentas de emigrantes; haberes bloqueados provenientes de la venta o reembolso de títulos, etc.

Además se estableció una red de convenios de compensación para cursar pagos de y a otros países que hacían imposible la realización de transferencias fuera de control.

Las transferencias de capital hechas en violación de las reglamentaciones vigentes podían ser castigadas hasta con la pena de muerte.

Otro país con control de cambio rígido fué Italia aunque, siendo su problema el desequilibrio de la balanza de comercio más bien que los movimientos de capitales, ha sido menos estricto con respecto a estos últimos.

Se acuerda a un organismo oficial, el Instituto Nacional de Cambios, el monopolio de las operaciones de oro y divisas. Se limitan las operaciones a aquellas que respondan a reales necesidades de la industria, el comercio o de los que viajen al extranjero.

Quedan sujetas a control las cuentas en divisas, las compras de títulos o valores sobre mercados extranjeros y el otorgamiento de créditos al exterior.

Los créditos extranjeros existentes quedan bloqueados en tanto que los nuevos que pertenezcan a países que no aplicaron sanciones a Italia por su guerra con Abisinia, se acreditan en cuentas



libres.

#### B.- Control de cambios flexible.

Este sistema impone una vigilancia general sobre los movimientos de fondos, centralizando solamente aquellas operaciones necesarias para atender aspectos fundamentales de sus relaciones financieras internacionales. Por ejemplo, se obliga a entregar al Estado la totalidad o parte de las divisas provenientes de las exportaciones, para poder asignarlas, a tipos de cambio generalmente bajos, a los importadores que deben pagar importaciones imprescindibles para el país. Todas las demás operaciones, que no son necesarias para cumplir ese objetivo mantienen su libertad.

Este régimen fué particularmente utilizado por los países sudamericanos, entre ellos la Argentina.

A partir de 1934 existieron en la Argentina dos mercados de cambio: el oficial y el libre. Los exportadores de algunos productos debían entregar su cambio en el primero a un tipo fijo. Los importadores de artículos esenciales podían comprar también en el Mercado Oficial el cambio que necesitaban, siempre que hubieran obtenido previamente un permiso de importación.

El cambio proveniente de otras exportaciones y de ingreso de capitales, y el necesario para pagar otras importaciones y remesar capitales y servicios financieros, podía negociarse en el Mercado Libre de Cambios a tipos que fluctuaban de acuerdo con la oferta y la demanda y que, generalmente, eran más altos que los del Mercado Oficial.

#### C.- Fondos de Estabilización.

Ya nos referimos en varias partes de este trabajo a estos Fondos. Los aplicaron Gran Bretaña, EE.UU., Bélgica, Canadá, España, Holanda y Suiza.

CAP. XXII.- CONCLUSIONES GENERALES.

El período 1931-1939 comienza con una crisis económica de enormes proporciones y concluye con el estallido de una Guerra Mundial. La vida económica a lo largo del mismo es crítica e incierta. Los capitales a corto plazo normales pierden todo su significado o, sencillamente desaparecen, para dejar su lugar a los desplazamientos masivos de capitales flotantes que no responden al atractivo de factores de lucro sino a la búsqueda de seguridad. Los países afectados recurren a toda clase de medidas, desde las clásicas de alterar los tipos de descuento, hasta la inconvertibilidad monetaria y el control de cambio.

Los acontecimientos del lapso estudiado muestran con toda crudeza las causas de los desplazamientos internacionales de fondos flotantes, y demuestran, asimismo, que las medidas habituales carecen de eficacia frente a ellos. Las medidas de control sobre los efectos de los movimientos de fondos internacionales fueron de resultados limitados y, muchas veces no pudieron aplicarse porque eran contrarias a lo que en ese momento se consideraba el interés general, ya que hubieran agravado las dificultades internas de orden económico y social. Las medidas de regulación de los mercados de cambio también resultaron de relativa eficacia, por cuanto la amplitud de su aplicación depende de los recursos con que se cuenta para hacerlo. Fué necesaria, a este respecto, la colaboración internacional poniendo en común recursos de las partes integrantes o armonizando la acción de éstas para lograr algún éxito en esa regulación.

Estas formas de cooperación (Acuerdo Tripartito y Banco de Importación y Exportación) son de interés porque son el punto de partida de una política de colaboración internacional que tomará

cuerpo en períodos posteriores, mediante la creación de otros organismos internacionales oficiales o la concertación de Acuerdos que establecen mecanismos especiales para realizar la financiación internacional en sustitución de los capitales privados, o para facilitar los recursos con que contener o desanimar movimientos indeseables.

Los países que, durante el período 1931-1939 no contaban con recursos para absorber a los desplazamientos de fondos, aplicaron sistemas de control de cambios. Tendían en algunos casos a aislarlos; en otros, a impedirlos sin poder evitar, empero, la aparición de mercados negros o clandestinos.

La existencia de esos mercados negros da a los balances de pagos de algunos países durante el período, la curiosa característica de que su partida más importante es el "Rubro residual" o de "Errores u omisiones", por el cual debe nivelarse toda diferencia inexplicable por no responder a operaciones registradas.

De todos modos, a falta de una buena reserva en oro y divisas para afrontar las fugas, y de un encaje bancario suficiente que permita a los bancos soportar la contracción derivada de aquellas, el control directo sobre los capitales flotantes parece ser un procedimiento inevitable y así debió reconocerse cuando, por los convenios de Bretton Woods, se admitió oficialmente su aplicación.

SECCION IVPERIODO DE GUERRA (1939.1945)CAP. XXIII.- CARACTERISTICAS DEL PERIODO.

La segunda Guerra Mundial que se desarrolla en el lapso que cubrimos en esta Sección tiene carácter total y mueve a los países a trazar medidas ofensivas y defensivas no solo en el terreno militar sino también en el económico.

Al comienzo de la guerra se observa un gran desplazamiento a los Estados Unidos, de capitales de propiedad privada en busca de refugio, y de propiedad oficial destinados a crear el poder de compra necesario para adquirir los elementos requeridos para el sostenimiento de la guerra.

En marzo de 1940 se implanta en la mayoría de los países el control de cambios y de movimientos de fondos con el exterior, así como el bloqueo de todos los haberes en el país de propiedad de residentes en territorios enemigos. Las medidas tienen carácter político y económico ya que, al par que son una disminución de recursos para los contrarios en la lucha, permiten reservar las divisas o los márgenes de compra en el exterior para pagar los abastecimientos esenciales.

El esfuerzo exigido por la guerra es muy grande y hace insuficientes los fondos acumulados en el exterior por los países beligerantes.

Estos recursos deben ser complementados por el otorgamiento de créditos por los países proveedores, directamente por sus Gobiernos o por Instituciones oficiales que se crean al efecto. Esos créditos que en muchos casos tienen las características de los a corto plazo, son sujetos a condiciones que impiden el retiro a vo-

luntad del acreedor, dando origen a las divisas bloqueadas y a los problemas conexos.

En síntesis, controles de cambio y créditos internacionales para hacer posible la financiación de la guerra, son las características de este período.

CAP. XXIV.- EL CONTROL DE CAMBIOS EN TIEMPOS DE GUERRA

## 1.- CONCEPTO

Entre las diversas medidas de defensa que adoptaron los países beligerantes, tan pronto estalló la guerra, se encuentra, en el campo económico, un conjunto de disposiciones comprendidas en la designación de Control de Cambios, consistentes en la prohibición de efectuar transferencias al exterior sin la previa aprobación de las autoridades competentes, la declaración de los haberes de nacionales en el exterior, la indisponibilidad de los haberes existentes en el país, pertenecientes a residentes en territorios enemigos o, aún, en otros territorios si eran de nacionalidad enemiga, y el control de los movimientos de fondos de otros no residentes en el país.

Hay, como puede apreciarse, una finalidad económica y una finalidad política.

La primera es el ahorro de divisas. La guerra moderna exige a los participantes un gran esfuerzo que debe ser respaldado por una corriente constante de abastecimientos de toda índole. Su compra en el exterior obliga a procurarse recursos con qué pagarlas, y se hallan en primera línea las disponibilidades en oro, divisas e inversiones en el extranjero.

El control de cambios, generalmente, comienza por instituir la obligación de entregar esas disponibilidades al Gobierno, quien luego las raciona a fin de que su uso sea compatible con la finalidad perseguida, de obtener la victoria final.

Además de fijan artificialmente los tipos de cambio, cosa posible desde que el Estado es el único comprador o vendedor de divisas, a fin de evitar los perjuicios que ocasionarían al esfuerzo

de guerra las fluctuaciones de los cambios, sobre todo su alza debida a la gran demanda para atender el pago de armamentos, etc.

El control de los fondos enemigos en el país procura evitar que los mismos sean usados allí para sabotear el esfuerzo de guerra y que sean transferidos al exterior, con lo cual se quitaría al país parte de sus recursos externos que irían a aumentar las disponibilidades del enemigo. Otro de los objetivos de este bloqueo, es el de que los bienes así retenidos puedan responder por las indemnizaciones por daños de guerra que, en caso de obtenerse la victoria, se impongan al vencido.

## 2.- EN GRAN BRETAÑA

El día 3 de septiembre de 1939, al estallar la guerra el Gobierno Británico decretó la implantación del control de cambios, Por el mismo se dispuso que los tenedores de oro y divisas las ofrecieran al Banco de Inglaterra; que solo podrían operar en cambios un número limitado de instituciones bancarias; se establecieron las condiciones para negociar en oro y divisas, y se autorizó al Banco de Inglaterra a fijar los tipos de cambio.

Este fijó los tipos comprador y vendedor de Dls. 4.06 y Dls. 4.02 por £ respectivamente, que bajó a Dls. 4.04 a mediados de septiembre y de Dls. 4.03 1/2 y Dls. 4.02 1/2 comprador y vendedor, respectivamente en enero de 1940.

Además se mantuvo por algún tiempo una £ "libre", aunque no convertible.

En efecto, las £ que los no residentes en Gran Bretaña tenían acreditadas en ese país en la fecha de la implantación del control de cambios (haber a corto plazo en Gran Bretaña) así como las que recibían por sus ventas de mercaderías al Reino Unido,

podían ser utilizadas para hacer pagos en ese país, o ser vendidas en los mercados libres del exterior a otro "no residente". Este, por cierto, no podía convertirlas, sino que las mantenía en Inglaterra para pagos allí o para venderlas de igual manera a otro no residente. El no residente que las utilizaba para pagar a Gran Bretaña debía, lógicamente, no pertenecer a un país cuyos pagos con el Reino Unido debieran efectuarse por una Cuenta Especial creada en virtud de un convenio.

A fin de lograr que las exportaciones británicas se cobrasen en la mayor medida posible en divisas y no en £ libres, se amplió el número de Convenios de Compensación -a los que nos referiremos más adelante- y se indicó a los exportadores de whisky, pieles, estaño, caucho, yute y productos del yute a determinados países, que debían exigir el pago en divisas o en £ oficiales (que los extranjeros solo podían obtener mediante la entrega de oro o divisas al Banco de Inglaterra). Más tarde, todas las exportaciones de Suiza y Estados Unidos quedaron comprendidas en esta norma.

Puede verse cómo queda completamente trabado el movimiento de capitales. Aún las llamadas £ "libres" son intransferibles al exterior. Es decir que quien tiene fondos a corto plazo en Londres solo puede desbloquearlos destinándolos a algunos pagos dentro del país pero no sacarlos en oro o divisas ni, en ciertos casos, en mercaderías. Esa medida hace que el retiro de los fondos resulte neutralizado por un ingreso destinado al pago antedicho, o por un ingreso de capital, situación que tiene lugar cuando el titular transfiere sus saldos a otro no residente.

La existencia de una £ libre y otra oficial motivaba una doble cotización de esa moneda en los mercados de cambio externos.



Además los tenedores de £ libres podían hacer arbitrajes sobre el exterior que privaban de divisas libres al país sobre el que se realizaban. Por fin, el uso de esa £ para pagos en Gran Bretaña privaba a los británicos de divisas que, de otra manera, hubieran podido ingresar. Como consecuencia de esos inconvenientes las operaciones en £ libres prácticamente se prohibieron a mediados de 1940.

Otras medidas adoptadas por Gran Bretaña fueron:

- a) la transferencia de todo el oro monetario del Banco de Inglaterra a la Cuenta de Igualación de Cambios, con lo que el Tesoro podría utilizarlo libremente y sin publicidad;
- b) la imposición a los británicos de la obligación de registrar sus inversiones en títulos en determinadas divisas. Más tarde, en 1940 y 1941, se dictaron 5 ordenes de requisición de estos valores, que el Gobierno inglés convertiría en disponibilidades;
- c) la prohibición de transferir títulos en £ de propiedad de no residentes;
- d) la prohibición de importar billetes en £, limitando, a un máximo de £ 10 por persona los que podían introducir consigo los viajeros, derecho que más tarde se limitó a los viajeros de buena fé y a los que hacían frecuentes viajes al Reino Unido por razón de sus ocupaciones normales.

El control de cambios incluía también normas sobre exportaciones e importaciones, siendo de interés para nuestro trabajo, la obligación impuesta a los exportadores de recibir el pago de sus ventas dentro de los 6 meses de efectuada la exportación, tratando de evitar así la fuga de capitales en forma de mercaderías.

La implantación del control de cambios británico con sus normas sobre intransferibilidad de la £, complementada con la vigencia de convenios bilaterales de pagos, dió lugar a la formación de áreas monetarias, consolidándose el "área esterlina" que ya venía funcionando en los hechos desde tiempo atrás, y dentro de la cual los pagos eran libres.

### 3.- EN LOS ESTADOS UNIDOS

Las medidas adoptadas en Estados Unidos tuvieron un objetivo exclusivamente político, ya que consistieron en el bloqueo de los haberes de nacionales o de residentes en países enemigos u ocupados por enemigos.

En abril de 1940 quedaron sujetos a ese bloqueo los bienes de Dinamarca, Noruega, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, Francia, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania, que representaban un total de Dls. 4.376 millones (1).

En 1941, la medida se fué extendiendo a otros países.

La aplicación de estas medidas correspondía al Departamento del Tesoro que delegaba esas funciones en los Bancos de la Reserva Federal, que actuaban en su nombre.

Estas medidas de control político y los controles de cambio de otros países hacían innecesaria la aplicación de éstos últimos en Estados Unidos.

### 4.- EN FRANCIA

Una de las primeras medidas del Gobierno Francés fué fijar el valor del franco francés en f.f. 176,5/8 por £.

El 9 de setiembre de 1939 se implantó el control de cambios, en virtud del cual las operaciones solo podrían cursarse a través de un número limitado de bancos autorizados; el Banco de Francia controlaría todos los negocios con oro; se prohíben las exportaciones de capital y se obliga a los franceses a declarar o

(1) - Banco de Ajustes Internacionales: Memoria 1940/1, pág. 100 edición en inglés.

repatriar sus haberes en el exterior.

Poco más tarde, en virtud del carácter de la alianza anglo francesa ambos países acordaron suavizar los controles sobre las operaciones entre ellos.

#### 5.- EN SUIZA

Suiza se ha caracterizado por ser un país que se resistió insistentemente a implantar un control de cambios formal. Toda su acción se desarrolló en forma de acuerdos verbales entre el Banco Nacional de Suiza y los bancos Comerciales, tal como había acontecido ya en 1937.

En mayo de 1940 frente a pesadas salidas de fondos, un acuerdo de esa naturaleza indujo a los bancos a vender divisas solamente a la industria y al comercio para atender el pago de importaciones y servicios financieros, y a negarlas para transferencias de capital.

Más tarde, y en 1941, se produjeron en cambio ingresos de capital que huían del posible bloqueo legal en los Estados Unidos. Ello creaba a Suiza diversos problemas, tales como, el exceso de dinero, el peligro de una retirada inesperada de los capitales flotantes y, en el orden político, que se usara a Suiza como puerta de escape para eludir las medidas de bloqueo adoptadas por otros países. El Banco Nacional de Suiza convino con los bancos que los dólares para el pago de importaciones solo provendrían de exportaciones suizas y operaciones financieras normales. Se dispuso solicitar a los vendedores de cambio una información sobre el origen del mismo, tratando de limitar los ingresos a los conceptos comerciales y financieros normales. Pero todo el mecanismo funcionaba por contactos entre el Banco Nacional y los bancos, sin formalidades especiales.

En el orden político, el 6 de julio de 1940 se impusieron limitaciones a la disposición de bienes pertenecientes a residentes en ciertos países, y se dispuso que los pagos a los mismos,

desde Suiza, debían hacerse al Banco Nacional Suizo.

En 1942 se estimó necesario controlar las operaciones en oro. Como éstas se efectuaban por medios no bancarios, se dictó un decreto exigiendo una autorización oficial para operar en oro, permiso previo para importarlo o exportarlo y autorizando a las autoridades pertinentes a fijar precios máximos al metálico.

CAP. XXV.- CREDITOS OFICIALES INTERNACIONALES.

## 1.- LA FINANCIACION DE LA GUERRA.

Los controles de cambio permitieron evitar los movimientos anormales de capital y centralizar en manos oficiales los recursos extranjeros de cada país, que debían destinarse a las compras en el exterior de aprovisionamientos indispensables para sostener la guerra. Pero quedaba por resolver el problema de cubrir los desniveles de los balances de pagos provocados por la magnitud de dichas compras.

En primer lugar se utilizaron las disponibilidades con que los países interesados contaban en el extranjero, y que habían acumulado, particularmente en cuentas oficiales, en los años 1939 y 1940.

Agotados estos recursos, debieron valerse del crédito externo.

Se aplicaron para ello dos sistemas distintos:

a) por el primero, en lugar de emitir empréstitos en los países vendedores para pagar las compras con su producto, y tener para el futuro una deuda debidamente consolidada y formalizada, los compradores se limitaban a acreditar el valor de sus adquisiciones, en su propia moneda, en una cuenta bancaria de tipo habitual, la que, no obstante, no era disponible a la vista o a corto plazo, sino que quedaba congelada.

Esta fué la base de la verdadera conformación de las distintas áreas monetarias, y si bien el método se generalizó, se destacaron, en virtud de la forma en que se desarrolló la guerra, las áreas de la £ y del R.M.

b) el segundo, correspondió a los créditos acordados por los Estados Unidos, que adoptaron formas especiales, tales como el Prés

tamo y Arriendo o la financiación directa por organismos oficiales.

Ambos métodos, y muy especialmente el primero, significaban la acumulación de pasivos sin plazo que, al terminar la guerra, se convertirían en a corto plazo, creando la necesidad de evitar un retiro masivo de tipo anormal que los países deudores no estaban en condiciones de atender.

## 2.- UTILIZACION DE DIVISAS EXISTENTES.

El ingreso de fondos a Estados Unidos en el lapso 1939-1941, que se acumularon especialmente en cuentas oficiales extranjeras, representaba un ingreso de capitales a corto plazo y creaba para el país que los recibía, un pasivo de ese mismo carácter.

Su utilización para el pago de adquisiciones de material de guerra y otros, significó para los Estados Unidos una salida de capitales a corto plazo que se retiraban en forma de mercaderías, en lugar de en oro.

Una primera apreciación, con datos de los cuadros N° 44, 45 y N° 48, nos dá la siguiente cifra de utilización de fondos acumulados por países extranjeros, en los años 1939 a 1941:

Oro enviado a EE.UU.	Dls. 8.136 millones
menos: Rubros "residuales" (1)	<u>      "      2.542      "</u>
	Dls. 5.594 millones
 Aumento neto de haberes a corto plazo (oficiales y privados)	 <u>      "      872      "</u>
Utilizado en 1939/41 .....	<u><u>Dls. 4.722 millones</u></u>

(1).- Desde que los ingresos residuales se consideran realizados por vía clandestina, no han estado a disposición oficial para atender pagos a que se refiere este tema.

Esta cifra puede estar muy cerca de la realidad si tenemos en cuenta que el saldo total favorable a Estados Unidos de la balanza comercial y de los pagos financieros corrientes durante los

tres años 1939/41 fué de Dls. 5.184 millones.

Durante estos tres años Gran Bretaña utilizó, además de £ 508 millones de sus existencias de oro y dólares, la suma de £ 496 millones provenientes de la realización de haberes británicos en el exterior. (1).

Estos últimos eran, para los países en que se hallaban, pasivos a corto plazo (o a largo plazo convertidos a corto plazo por su realización) que se retiraron en mercaderías o servicios en lugar de pesar sobre sus reservas metálicas.

Esas desinversiones siguieron a lo largo de toda la guerra, complementando los préstamos de guerra.

Así Gran Bretaña liquidó haberes en el exterior por £ 1.118 millones, en la siguiente secuencia cronológica: (1)

CUADRO N° 42

Septbr. - diciembre.	1939	£	58	millones
Año	1940	"	164	"
"	1941	"	274	"
"	1942	"	227	"
"	1943	"	189	"
"	1944	"	143	"
enero-junio	1945	"	63	"
			<u>£ 1.118 millones</u>	

En cambio sus tenencias en oro y dólares comenzaron a aumentar a partir de 1941 de modo que a una reducción de £ 531 millones hasta el 31 de diciembre de 1940 siguió, a lo largo de los 4 1/2 años posteriores, un aumento de £ 379 millones, resultando al final una utilización neta de £ 152 millones.

Estos aumentos de oro fueron posibles por los créditos para financiar la guerra, a los que nos referimos en los puntos siguientes, y que de setiembre de 1939 a junio de 1945 hicieron au-

(1) Banco de Ajustes Internacionales - Memoria 1944/45 pág. 86, edición inglesa.

mentar las deudas británicas en £ 2.879 millones. (1).

En cuanto a los efectos sobre Gran Bretaña, las salidas de oro y divisas estaban totalmente desvinculadas del sistema bancario porque todas las existencias habían pasado a la Cuenta de Igualación de Cambios al iniciarse la guerra.

La pérdida de los £ 500 millones en tres años no incide en los Medios de Pago existentes que están respaldados por Títulos del Gobierno británico y por tanto se pueden alterar o mantener a voluntad.

La liquidación de inversiones en el exterior requirió su previa compra por el Gobierno a sus titulares. El pago se habrá hecho en libras esterlinas emitidas por el Banco de Inglaterra contra entrega de títulos. Si bien las emisiones tendrían por objeto atender múltiples necesidades del Gobierno británico, no podemos dejar de mencionar que, en tanto que las inversiones en el exterior liquidadas desde el comienzo de la guerra hasta el 31 de diciembre de 1941 llegaron a £ 496 millones, el aumento de los títulos del Gobierno en ambos Departamentos del Banco de Inglaterra en el mismo período, fué de £ 528,4 millones.

Claro está que no podemos sacar de ello una conclusión permanente. En una época normal, la emisión de £ originada por la repatriación del capital se hubiera cancelado al comprar el Gobierno con fondos existentes, las divisas resultantes, para atender sus obligaciones en el exterior. En el caso real, en cambio, el Gobierno, frente a la emergencia de la Guerra hizo ese pago con nuevo dinero emitido contra títulos de su deuda pública.

(1) B.H. Higgins: *Lombard Street in War and Reconstruction* pag.67 (con datos de "Statistical Material Presented during the Washington Negotiations").



## 3.- LAS LIBRAS ESTERLINAS BLOQUEADAS.

Iniciada la guerra y desechando las operaciones en £ libras que tuvieron poca duración, las transacciones de Gran Bretaña con el exterior, en libras esterlinas, se desarrollaron a través de tres sistemas:

- a) el área esterlina
- b) las cuentas "especiales"
- c) las cuentas "registradas"

a) el área esterlina.

El área esterlina estaba constituida por el Reino Unido y los siguientes territorios (excluidos Canadá y Terranova): (1)

- todo Dominio;
- toda otra parte de los dominios de S.M., fuera de las Islas Británicas;
- todo territorio bajo mandato conferido por la Liga de las Naciones aceptado por S.M. y ejercido por el Gobierno de S.M. en el Reino Unido o en cualquier Dominio;
- todo protectorado británico o Estado protectorado;
- Egipto, Sudán Anglo-egipcio o Irak
- Islandia e Islas Faroe.

Durante la guerra la lista de territorios incorporados sufrió diversas incorporaciones o supresiones menores, atento a la suerte seguida por las operaciones militares.

Si bien es cierto que esta área venía ya funcionando, adquiere su verdadera significación de bloque monetario cerrado, al estallar la guerra y decretarse el bloqueo de saldos en £.

(1) Circular Bank of England, S.R.80., 1944 No. 129, The Defence (Finance) order, 8.2.44.

La base de esta área era la constitución de un pool de dólares: todos sus integrantes debían entregar al Banco de Inglaterra las divisas libres que recibieran por pagos de otros países; el citado Banco les acreditaba, en cambio, £ que podían utilizar para pagos entre ellos o al Reino Unido. Por su parte, el Banco de Inglaterra se comprometía a venderles, contra £, las divisas libres que necesitaran para pagar compras esenciales.

Asimismo, todos los pagos y cobros entre el Reino Unido y los territorios que integraban el área, se efectuaban exclusivamente en £ a través de las citadas cuentas de éstos.

Considerando que Gran Bretaña, para cubrir sus necesidades de guerra, tenía que hacer grandes compras a sus colonias, que los transfería fondos para atender los requerimientos de los ejércitos británicos situados en esos territorios y que había reducido al máximo posible sus exportaciones porque los productos le resultaban esenciales, se comprende que los saldos en £ de los integrantes del área crecieran rápidamente.

Para hacer frente a esta acumulación de £ bloqueadas, que constituían una cuenta a pagar, Gran Bretaña permitió, durante la guerra, el rescate de títulos de países acreedores de los saldos, destacándose así la India que rescató £ 350 millones, Africa del Sud £ 155 millones, Egipto £ 14 millones y Australia y Nueva Zelandia unos £ 10 millones (1).

No obstante, los saldos acumulados a favor de países del área £ fueron grandes, llegando, al terminar la guerra, a un total de £ 2454 millones, contra £ 328 millones en junio 1939, poco antes de comenzar (2)

(1) The National City Bank of New York - Boletín mensual, junio 1944.

(2) "British Reserves and liabilities 1931-1945" (Cmd. 8354)

b) las cuentas especiales y registradas.

En virtud de convenios bilaterales de pagos, Gran Bretaña pudo financiar mediante acumulación de £ bloqueadas el saldo desfavorable de sus balances de pago con países no comprendidos en el área esterlina.

Convino este procedimiento con diversos países, Suecia, Argentina, Brasil, Uruguay, Perú, Chile, Rumania y Portugal entre los primeros. Una vez descartado el uso de £ libras, el régimen consistió en la fijación de un solo canal para efectuar todos los pagos, por cualquier concepto, entre el área esterlina y el país correspondiente.

El mecanismo consistía en la apertura en bancos de Gran Bretaña, de cuentas llamadas "especiales" a nombre de bancos del otro país. Todos los pagos del Reino Unido y de territorios comprendidos en el área esterlina a ese país, se efectuaban en £ que se acreditaban en dichas cuentas. Todos los pagos de ese país al Reino Unido o territorios comprendidos en el área esterlina debían realizarse girando contra dichas cuentas especiales. Salvo casos especiales previamente conformados por las autoridades monetarias de los países interesados, no podían efectuarse en £, a través de esas cuentas, pagos entre otros países, aunque ellos integraran el sistema de "Cuentas Especiales" ni tampoco del Reino Unido o Territorios del área esterlina a otro país que el titular de la cuenta o vice-versa.

Por las cuentas "registradas" se operaba con Estados Unidos y Suiza. Eran similares a las Cuentas "especiales" con la diferencia de que podía acreditarse en ellas el producto de la venta de dólares estadounidenses o francos suizos respectivamente y que sus saldos podían, a su vez, convertirse a esas monedas.

En síntesis, las cuentas especiales y registradas significaban el bloqueo de saldos en £, o sea, la entrada y mantenimiento en Gran Bretaña de capitales en forma de corto plazo (1), a nombre de países no comprendidos dentro del área esterlina.

Como ocurrió con los países del área, durante la guerra se autorizó a los titulares de cuentas especiales y registradas a rescatar títulos de su deuda pública, habiéndolo hecho Estados Unidos por £ 145 millones (2) y Argentina por £ 26,4 millones. (3).

No obstante, al terminar la conflagración los saldos acumulados llegaban a £ 1.234 millones. (4)

#### 4.- CARACTERISTICAS Y PROBLEMAS DE LAS £ BLOQUEADAS

Las razones para establecer un régimen de pagos como el de la £ inconvertible, explican de por sí su consideración en este trabajo. Como era de presumir, la guerra significaría para Gran Bretaña un fuerte desequilibrio en su balance de pagos. Sus disponibilidades en oro y divisas serían insuficientes para atenderlas. Necesitaba entonces del crédito externo. Pero en lugar de recurrir a préstamos a largo plazo, se utilizó el bloqueo de £, que tiene las características de un ingreso a corto plazo de carácter equilibrador. Con la particularidad de que no se trata de créditos privados sino oficiales ya que, quienes compran las divisas o las aceptaciones no son bancos comerciales sino Bancos Centrales.

Ello dió lugar a la aparición de problemas nuevos en el terreno monetario y de financiación internacional. Para considerarlos tendremos en cuenta las características del convenio de Pagos entre Argentina y Gran Bretaña que, suponemos, han sido generales en este tipo de acuerdos.

(1) Nos referimos a la forma de mantenerlos, pero no a la posibilidad de retirarlos salvo que lo fueran en mercaderías o servicios.

(2) The National City Bank of New York - Boletín Mensual, junio 1944

(3) Banco Central de la Rep. Arg. Memoria 1945.

(4) British Resorves and Liabilities - 1931-1945 (Cmd 8354)

Cuando un banco privado compra divisas o aceptaciones, aumenta sus depósitos pero no su efectivo. De allí que su encaje disminuye. Esa compra actúa como el otorgamiento de un crédito. Para recuperar el margen utilizado debe convertir las divisas a oro y entregarlas al Instituto emisor a cambio de un crédito en moneda nacional.

Cuando esa misma compra la hace el Banco Central, debe convertir las divisas de inmediato a oro, si es que las leyes de emisión de su país solo permiten el respaldo sobre metálico. De no hacerlo, reducen el porcentaje de cobertura del circulante emitido. Si el país aplica el sistema patrón cambio oro, puede computar esa divisa como respaldo siempre que sea convertible a oro y, por lo mismo, de libre disponibilidad.

Aceptar £ bloqueadas con ese objeto hubiera significado forzar las disposiciones legales vigentes al comenzar la guerra.

No obstante, dada la magnitud de los saldos a acumular y que ellos representaban porcentajes muy grandes de los saldos favorables a esos países, la alternativa era negar los créditos dificultando la lucha de quienes estaban empeñados en la guerra o buscar un procedimiento que hiciera factible basar gran parte de la circulación monetaria del país acreedor en esos saldos a cobrar.

Los convenios bilaterales realizados por Gran Bretaña no tuvieron una forma definida desde el comienzo. Sus detalles eran convenidos entre los Bancos Centrales por telegramas o cartas, de modo que tenían gran flexibilidad y fueron modificándose a través del tiempo. Se sobreentiende que el Banco Central del país acreedor resolvía por sí lo que estaba dentro de sus facultades y consultaba a las autoridades nacionales competentes cuando excedía de aquellas.

A fin de hacer posible el cómputo de los saldos como respaldo de la moneda, al principio Gran Bretaña convertía a oro todo saldo de las cuentas especiales que excediera de una suma en £ que se consideraba necesaria como masa de maniobra. Ese oro quedaba congelado en Londres, ya que solo podía utilizarse para comprar al Banco de Inglaterra £ que se acreditarían en la cuenta especial del mismo país.

Llegó sin embargo un momento, en que las disponibilidades de oro de Gran Bretaña se redujeron en tal forma que ese país manifestó verse imposibilitado de continuar separando oro y debió convenirse el reemplazo de éste por una garantía de revaluación en términos de oro.

Según ésta, cada vez que la £ perdiera valor con respecto al oro en Nueva York, teniendo en cuenta el pase oficial £ - Dls. y el precio oficial norteamericano del oro, Gran Bretaña reevaluaría los saldos, acreditando tantas £ como fueran necesarias para que el nuevo saldo al nuevo precio del oro, representase tantas onzas como el anterior al precio vigente antes de la modificación. Si la £ aumentaba de valor, el saldo sería disminuído proporcionalmente. Ambos procedimientos eran muy semejantes en los hechos; ninguno de los dos permitía al país acreedor usar los excedentes de sus balance de pagos donde quisiera pero, por lo menos, lo cubría del riesgo de una pérdida de valor, con respecto al oro, de los signos que respaldaban su propia moneda nacional.

En síntesis: así como la compra de aceptaciones por los bancos privados, con carácter de operaciones equilibradoras del balance de pagos, reduce su encaje, la compra por el Banco Central de divisas inconvertibles obliga a esa Institución a reabsorber

de alguna forma parte del nuevo circulante para neutralizar la disminución del por ciento de las reservas. Pero como, por razones no económicas no se podían evitar esas compras y tampoco era posible dejar sin respaldo la mayor parte del circulante o contraerlo, fué necesario forzar la ley para no excluir a esos créditos de las reservas metálicas.

Otra diferencia de éstos créditos con respecto a los equilibradores normales es su rendimiento. El descuento de aceptaciones por los bancos privados tiene en mira la obtención de un interés que haga redituable el capital así invertido. Los créditos en £ bloqueadas, en su condición de depósito en cuenta corriente bancaria prácticamente no ganaban interés. (1)

Es de suponer que no existía impedimento para invertir los saldos en Letras o Títulos del Gobierno británico que rendían el 1% o 2 1/2% respectivamente. Pero su inversión hubiera significado respaldar la moneda nacional con la deuda pública británica, lo que si bien no alteraba la situación en lo esencial, hubiera ocasionado mayores inconvenientes legales por no tratarse de divisas. Sin entrar a analizar aquí el distinto planteo jurídico, que quizás pudiera haber surgido cuando se reclamara el pago al término de la guerra.

La utilización de los saldos durante la vigencia de los convenios estaba limitada a los pagos que el país titular de las divisas debiera efectuar a los países del área esterlina.

Como estos pagos eran mínimos, y por consecuencia, la acumulación de £ era muy rápida, parece lógico que los países acreedores

(1) El Banco de Inglaterra acreditaba un interés fraccionario sobre la base de la tasa de las Letras de Tesorería británicas.

trataran de utilizarlas para rescatar sus obligaciones en esa moneda, ya que con un crédito que no les rendía intereses cancelaban obligaciones por las que debían pagarlos.

Ya hemos referido que las autoridades británicas autorizaron a hacerlo a países del área esterlina y de fuera de ella. Pero este procedimiento no era fácil de aplicar en todos los casos ya que el Gobierno que deseara hacer ese pago debería contar con una disponibilidad en su moneda nacional para reembolsar al Banco Central el equivalente de las £ bloqueadas que recibía de éste.

Considerando el problema de las £ bloqueadas desde el punto de vista del país deudor nos referimos en primer lugar al vencimiento.

Las cuentas en £ tenían las características de cuentas corrientes bancarias, de uso restringido. Pero a diferencia de las cuentas habituales, no eran reembolsables a plazos fijos ni a la vista. Dada la naturaleza de los convenios y las circunstancias en que se acordaron, no tenían plazo largo ni corto de vencimiento, sino indefinido. Cualquier fecha que se indicara era puramente nominal, pues se prorrogaba en forma habitualmente automática; las partes conocían que su verdadero vencimiento era el fin de la guerra. Era así una obligación a plazo indeterminado sujeta a la condición de que se cumpliera un hecho externo. El cumplimiento de esa condición significaría para el país deudor la aparición del problema, al que nos referiremos en la Sección IV.

En lo que se refiere a los efectos monetarios, tengamos en cuenta que la principal fuente de £ acumuladas eran los pagos del Gobierno británico. Este obtenía los fondos del Banco de Inglaterra, mediante la entrega de títulos y les eran acreditados en la



cuenta de Depósitos Públicos. Al hacer los pagos con débito a ésta, se acreditaban las £ a las de los Bancos Centrales extranjeros en el mismo banco, o a las cuentas de los Clearing Banks de Londres, si el crédito definitivo tenía que hacerse en las cuentas especiales de bancos comerciales extranjeros abiertas en los Clearing Banks.

De modo que las £ podían mantenerse:

- a) en el Bank of England, a nombre de Bancos Centrales extranjeros.
- b) en London Clearing Banks, a nombre de bancos comerciales extranjeros.
- c) invertidas en títulos o letras de Tesorería.

Las estadísticas bancarias británicas oficiales no permiten indicar con precisión donde se hallaban tan grandes saldos. Es posible que se hallaran depositados en los bancos comerciales cuyas cifras parecieran incluirlos.

El mantenimiento de esos saldos ociosos en cuentas bancarias debía tener un efecto deflacionista debido al congelamiento de los fondos, cosa que no ocurriría si los titulares los invertieran en papeles para que el Gobierno los gastara. Sin embargo las autoridades mismas evitaban en gran medida aquella acción deprimente ya que colocaban títulos y particularmente letras en el Banco de Inglaterra y en los London Clearing Banks movilizándolos prácticamente todo el efectivo.

##### 5.- LOS CLEARINGS EN REICHMARKS Y SUS PROBLEMAS

Alemania había venido utilizando los convenios bilaterales para liquidar su intercambio hasta el comienzo de la guerra. Pero esos convenios eran realmente de compensación. Los permisos para cursar operaciones en un sentido se limitaban estrictamente a las

que se realizaban en sentido contrario con lo que se lograba un equilibrio constante del balance de pagos. Por lo tanto, al comenzar la guerra no había prácticamente saldos acumulados.

No obstante, Alemania igual que Gran Bretaña, llevo a cabo gran parte de la financiación de la guerra con crédito externo.

Los créditos de los países que facilitaron los recursos (países aliados u ocupados por Alemania) tenían como fuente los pagos a través de las cuentas de clearing, por ventas de mercaderías y prestación de servicios vinculados con ellas, y las contribuciones de aquellos para atender los costos de ocupación de sus territorios por los ejércitos alemanes.

Según el Banco de Ajustes Internacionales (1), las deudas alemanas de guerra a septiembre de 1944 habían llegado a R.M. 45.000 millones.

Dentro de ellas, las resultantes de saldos de cuentas de Clearing y asimilados mostraban las siguientes cifras:

CUADRO No. 43

DEUDAS ALEMANAS EN CUENTAS  
DE CLEARING Y ASIMILADAS.

PAIS	diciembre				septbre. 1944
	1940	1941	1942	1943	
	(millones de RM)				
Francia	200	800	2450	5400	8000
Holanda	160	1410	2490	4270	5750
Bélgica	250	930	2420	4280	5370
Dinamarca	390	820	1240	2250	3360
Hungría	-	180	540	980	..
Rumania	- 20	280	500	500	..
Bulgaria	100	440	700	1100	1200
Eslovaquia	90	170	330	450	..
Suecia	- 60	80	70	50	..
Suiza	50	250	500	600	600
Bohemia y Moravia	600	1100	1600	3200	4600
Total	1800	6500	12800	23100	

Fte.: Banco de Ajustes Internacionales-Memoria 1943-44, pág. 147/9.

(1) Memoria 1943/4 página 147 edición inglesa.

Los problemas emergentes de los saldos en RM son semejantes a los de las £ bloqueadas.

a) Financiación

La financiación por los Bancos Centrales significa emisión de moneda nacional con un respaldo que no es libremente utilizable y por el que corre riesgos de cambio.

Bélgica trató de afrontar esta situación no emitiendo en su totalidad el equivalente de los R.M. que le eran acreditados en su cuenta Clearing, sino entregando en parte certificados no transferibles, método que aplicó hasta 1943.

En Hungría una parte de los créditos la otorgan directamente los bancos. En marzo de 1943 el Tesoro compra a los bancos RM. 350 millones a fin de que éstos tuvieran nuevo margen para seguir acordando esos créditos. Pero lo cierto es que tanto los recursos de los bancos como los del Tesoro los proveía el Banco Nacional Húngaro que en diciembre de 1943 era acreedor por RM 630 millones, sin contar RM 350 millones de que eran titulares los exportadores por no haberlos descontado.

Más ortodoxa fué la política del Gobierno de Eslovaquia, ya que de un total estimado en RM 450 millones a que alcanzaban en 1943 sus créditos contra Alemania, Italia y Rumania, solo RM 163 millones habían sido anticipados por el Banco Nacional. El resto lo financiaban el Ministerio de Finanzas tomando préstamos del mercado, y los exportadores debido a la demora en cobrar sus créditos a través del clearing, que llegó en cierto momento a cerca de 4 meses.

Es interesante una de las medidas de Rumania al respecto. En ese país se promovía el pago anticipado de compras de maquina-

rias y otras mercaderías alemanas de entrega futura. Aquí la financiación de los créditos a Alemania se hace con fondos de los importadores rumanos. Al mismo tiempo se resuelve el problema de los riesgos de depreciación del RM. En efecto al fijarse el precio de compra de las mercaderías y pagarlo con RM. de valor actual, se evita todo quebranto que pudiera resultar por una desvalorización de la divisa alemana. El quebranto podría ser en este caso el interés que se pierde sobre el dinero anticipado, que puede equipararse a una prima de seguro.

b) Rendimiento:

A fin de hacer redituables los saldos en RM podemos mencionar el ejemplo de Holanda que hizo inversiones en títulos del Reich.

c) Utilización durante la vigencia del Convenio:

Como los saldos son cada vez mayores debido a las necesidades de guerra que el país deudor debe satisfacer por las cuentas de Clearing, deben buscarse usos extraordinarios de las divisas bloqueadas.

Con respecto a los RM se da el caso de excepción de que Rumania pudo cancelar parte del crédito recibiendo oro de Alemania en enero de 1942 y en febrero y marzo de 1943.

Pero, lo mismo que en el caso de las £, la utilización principal y tal vez única, es el rescate de títulos del país deudor. Hungría rescató en los años 1942 y 1943 casi RM 180 millones. Rumania registra pagos oficiales, entre 1940 y 1943, de casi RM 70 millones, de los cuales buena parte tienen por objeto el rescate parcial de su deuda.

También utilizaron este procedimiento Bohemia y Moravia.

## 6.- EL PRESTAMO Y ARRIENDO (LEND-LEASE).

La ley americana de Préstamo y Arriendo, del 11 de marzo de 1941, autorizaba al Presidente de los Estados Unidos a proveer materiales de guerra, alimentos, etc., a países en guerra cuya defensa aquel consideraba vital para la defensa de Estados Unidos. No se precisan plazos de reembolsos y se admite que, cuando se produzca, el pago puede hacerse en mercaderías, propiedades o cualquier otro "beneficio" directo o indirecto que el Presidente de los Estados Unidos considere satisfactorios.

Al comienzo se asignó a esta ley una suma de Dls. 7.000 millones. En 1942, ya habiendo entrado Estados Unidos en la guerra, decide poner todos sus recursos al servicio de la guerra y el lend-lease se va ampliando, hasta superar los Dls. 48.000 millones. Gran Bretaña, por su parte, y luego otros países resuelven aplicar un lend-lease inverso poniendo sus recursos a disposición de Estados Unidos. Al terminar el lend-lease inverso, su importe llegaba a Dls. 7.800 millones.

Estas entregas eran préstamos en forma de bienes, del tipo "tied-loans", cuya salida no producía ningún efecto sobre la circulación monetaria. En realidad para el país prestamista estos materiales son financiados como todos sus gastos de guerra, de modo que no es posible estudiar en particular sus efectos como salida de capital.

Para el país deudor, el problema se presentaría en el momento del reembolso, aspecto al que nos referiremos en la próxima Sección.

En cuanto a la incidencia que han tenido estos créditos junto con las compras norteamericanas al contado, en la formación o aumento de los stocks de oro y dólares de ciertos países, nos referiremos en el capítulo sobre Estados Unidos (Cap. XXVI).

Resulta claro, asimismo, que al hacer posible que se mueva tan gran masa de bienes de un país a otro sin provocar una demanda

equivalente de divisas para su pago, el Préstamo y Arriendo logra una gran estabilidad en el tipo Dl. - £, facilitando el mantenimiento de la relación fijada artificialmente por las autoridades británicas.

## 7.- OTRAS OPERACIONES OFICIALES

### a) El Eximbank

Ya nos hemos referido a la creación del Banco de Exportación e Importación y a su actuación hasta 1940.

En dicho año, su capital operativo, fué ampliado en Dls. 500 millones, de modo que podía prestar hasta Dls. 700 millones, eliminándose el tope de Dls. 20 millones por país para las naciones del hemisferio occidental.

La modificación tuvo por objeto facilitar las compras en Estados Unidos, sin tener para ello que malvender sus stocks de productos primarios, y al mismo tiempo, para ayudarles a desarrollar la producción de artículos esenciales para EE.UU.

El Eximbank acuerda créditos aún a países beneficiarios del lend-lease, pero los principales beneficiarios son las Naciones latinoamericanas y China.

### b) Fondo de Estabilización de Cambios.

Al comenzar la guerra este Fondo debió suspender el cumplimiento de su objeto de mantener el dólar estable. Comenzó entonces a prestar a países extranjeros para ayudarles a estabilizar sus monedas y a contar con recursos para que sus ciudadanos pudieran activar sus compras en Estados Unidos, objetivo similar al del Eximbank.

Los países a los que se acordaron los principales créditos fueron Brasil, China, Argentina, Cuba y Ecuador.

CAP. XXVI - EL BALANCE DE PAGOS DEL PRINCIPAL FINANCIADOR

## 1 - ESTADOS UNIDOS PRE-BELIGERANTE.

Si este trabajo se refiriera solamente a los Estados Unidos, el límite entre el período de pre-guerra y el de guerra, que se para nuestras Secciones II y III, debió ser fijado entre 1941 y 1942, en momentos en que Estados Unidos entra a tomar parte activa en la conflagración. Pero como es de carácter general, y todos los restantes países inician sus políticas de guerra junto con la iniciación de ésta, a fines de 1939 y comienzos de 1940, tomamos esta fecha como comienzo del período también para Estados Unidos, a fin de que exista correlación en el tiempo.

Ello nos obliga a iniciar el período considerando el lapso 1939-1941 en los Estados Unidos como un trienio de transición, con características perfectamente definidas, según puede verse en el Cuadro N° 48.

Las naciones extranjeras aumentan sus disponibilidades líquidas en los Estados Unidos mediante la venta de fabulosas cantidades de oro (más de Dls. 8.000 millones en los 3 años) y mediante la liquidación de inversiones en títulos americanos (Dls. 593 millones en el mismo tiempo).

Los ingresos de oro proceden de:

- a) traslados de fondos privados que huyen del teatro de la guerra y buscan refugio en los Estados Unidos;
- b) las ventas por los Gobiernos de los países en guerra, para contar con fondos con que pagar las compras de armas, alimentos y otras provisiones fundamentales para sobrellevar la guerra.

Las principales remesas de oro provienen de Gran Bretaña, siguiéndole en orden de importancia Holanda y Suiza en 1939 y Francia en 1940.

La liquidación de valores americanos fué realizada por los Gobiernos de los mismos países, que los "movilizaron", es decir los expropiaron a los titulares residentes en su territorio a fin de pro

veerse de disponibilidades extranjeras.

Esta "movilización" no representa una variación en el monto de los haberes extranjeros en el exterior sino un cambio en su forma.

Otro cambio del mismo tipo se produjo debido a que buena parte de depósitos bancarios de residentes fuera de los Estados Unidos, pasaron también a cuentas oficiales ya que sus titulares, a fin de substraerse al congelamiento de fondos de países enemigos por parte del Gobierno norteamericano, los vendían a sus Bancos Centrales.

Las operaciones que venimos enumerando (ventas oficiales de oro, liquidación de valores, transferencias de divisas a bancos centrales) explican porqué los depósitos bancarios de estos últimos aumentan rápidamente en relación con los de particulares.

CUADRO N° 44

VARIACION DE SALDOS BANCARIOS E INVERSIONES DE  
EXTRANJEROS EN ESTADOS UNIDOS

Año	P r i v a d o s			Cuentas bancarias oficiales
	Títulos	Saldos ban- carios	Total	
(En millones de dólares)				
1939	- 86	+ 701	+ 615	+ 307
1940	- 245	+ 70	- 175	+ 647
1941	- 262	- 156	- 418	- 104
1942	47	+ 106	+ 153	+ 380
1943	28	+ 126	+ 154	+ 1.053
1944	210	+ 205	+ 415	+ 15
1945	- 113	+ 435	+ 322	+ 844

FUENTE: Federal Reserve Bulletin.

Durante los años 1939 y 1940 los fondos enviados a Estados Unidos quedan en gran parte acreditados en las cuentas de países extranjeros.

En cambio en 1941 se producen salidas de fondos a Suiza, por titulares temerosos de ser alcanzados por las medidas americanas



de congelación de fondos extranjeros, cada vez más amplias. El remanente es utilizado prácticamente en su totalidad para cubrir el saldo de los rubros corrientes es decir para pagar compras y gastos en los Estados Unidos.

Otro aspecto digno de destacar es la evolución de los rubros residuales del balance de pagos de Estados Unidos. El rubro de "Errores u Omisiones" arroja las siguientes cifras:

CUADRO Nº 45

BALANCE DE PAGOS - RUBRO RESIDUAL

Año	Millones de Dls.
1936	+ 157
1937	+ 425
1938	+ 249
1939	+ 789
1940	+ 1.277
1941	+ 476
1942	- 8
1943	+ 34
1944	- 37
1945	+ 8

Signo (+) indica entrada de fondos a EE.UU.

Signo (-) indica salida de fondos de EE.UU.

FUENTE: U.S. Dpt. of Commerce: Balances of International Payments 1946-48

Hemos seleccionado los datos de una década para la mejor observación de su comportamiento. Al comenzar la guerra y tan pronto como se implantan los controles de cambio en el extranjero, los ingresos por conceptos no registrados alcanzan sus cifras mayores. Parece confirmarse que se trata en gran parte de fondos privados que huyen por vías clandestinas y posiblemente se registran a nombre de residentes en Estados Unidos.

A partir de 1942, posiblemente agotados los fondos libres en Europa y ajustados los controles en EE.UU. que había entrado en la guerra, la corriente se interrumpe.

A mediados de 1941, el Depto. del Tesoro levantó un censo de los haberes extranjeros en los Estados Unidos.

Sobre un total de Dls. 13152 millones, correspondían a tenencias a corto plazo Dls. 7240 millones. De éstos, Dls. 3575 millo

nes se hallaban bloqueados por medidas de carácter político. (1)

En cuanto a los haberes americanos en el exterior en la misma época, ascendían a Dls. 1744 millones, de los cuales Dls. 693 millones eran a corto plazo. (2)

## 2 - LA POLITICA BANCARIA OFICIAL

La entrada de tan gran cantidad de oro en solo tres años se traduce en una situación monetaria sumamente holgada.

Los bancos se encuentran con una masa de fondos que supera en mucho los pedidos de crédito y aumenta su encaje de efectivo.

Las tasas de descuento bajan a cifras tan insignificantes que pierden todo valor aún como índice de la situación.

Debe destacarse que contribuye a ello, junto con las entradas de oro, la política oficial de dinero fácil, por vía del presupuesto, de modo que es difícil medir aisladamente el efecto de los ingresos de capital.

### CUADRO N° 46

#### BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL-VARIACIONES ANUALES

R u b r o	1939	1940	1941
Oro .....	+ 3.132	+ 4.350	+ 742
Créditos e Inversiones .....	- 8	- 319	+ 87
Dinero circulante .....	+ 742	+ 1.134	+ 2.428
Depósitos oficiales .....	- 289	- 266	+ 499
Depósitos bancos miembros .....	+ 2.929	+ 2.373	- 1.576
Depósitos bancos no miembros .....	+ 212	+ 1.079	- 372

FUENTE: Federal Reserve Board-Memoria 1939, y Banking and Monetary Statistics 1943.

(1)-Banco de Ajustes Internacionales, Memoria 1942/3, página 46, edición inglesa.

(2)-Idem. Dato tomado de The American Economic Review junio 1942.

El cuadro antecedente muestra que el oro ingresado (respondiendo a entradas de capital en 1939 y 1940 y a cobertura del saldo favorable de rubros corrientes en 1941) se volcó íntegramente en los Bancos de la Reserva Federal que no hicieron esfuerzo alguno por neutralizarlo, ya que permitieron que su importe se reflejara prácticamente en su totalidad en las Cuentas bancarias en 1939 y 1940, y en el circulante en 1941. Interesa poner de relieve que en 1940 buena parte del aumento se vuelca en bancos no miembros, lo que debe estar reflejando los depósitos a nombre de bancos oficiales extranjeros.

Los bancos comerciales tampoco son objeto de medidas restrictivas frente al ingreso de fondos del exterior.

CUADRO N° 47

BANCOS MIEMBROS - VARIACIONES ANUALES

R u b r o	1939	1940	1941
Saldos en el F.R.B. ....	+ 2.910	+ 2.388	- 1.596
Préstamos e Inversiones ....	+ 1.871	+ 3.185	+ 6.395
Depósitos .....	+ 5.977	+ 7.090	+ 5.287

FUENTE: Federal Reserve System: Banking and Monetary Statistics, 1943.

Aún en 1941 en que sus saldos en efectivo disminuyeron (para volcarse a la circulación, según se vió en el cuadro N° 46), aumentan sus préstamos en suma muy superior, con lo que las obligaciones mantienen su ritmo de crecimiento.

Recién el 1° de noviembre de 1941 la Reserva Federal decidió aumentar la reserva obligatoria de los bancos miembros, del 22 3/4% al 26%.

3 - ESTADOS UNIDOS BELIGERANTE

A partir de 1942, después de Pearl Harbour, la situación cambia totalmente según se ve en el cuadro N° 48.

Ya no entra oro. Por el contrario, a un año de equilibrio

CUADRO N° 48  
MOVIMIENTO DE FONDOS EXTRANJEROS EN ESTADOS UNIDOS  
1939 - 1945

	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945
	(En millones de dólares)						
<b>1 - Fondos obtenidos por extranjeros</b>							
Por préstamos a largo plazo (neto)	-	-	380	206	175	189	1.286
Por transferencias unilaterales	167	210	1.136	6.336	12.907	14.142	7.113
Por aceptaciones americanas (2)	- 55	- 16	- 19	- 3	- 3	- 3	8
Por créditos americanos (2)	- 156	- 161	8	118	-	156	266
Por ventas de oro	3.174	4.243	719	-	-	-	-
	3.130	4.276	2.224	6.657	13.079	14.484	8.673
<b>2 - Utilización de los fondos</b>							
Pago del saldo de rubros corrientes	1.055	1.719	2.410	6.413	11.038	12.452	6.041
Pago de préstamos a largo plazo (neto)	113	172	-	-	-	-	-
	1.168	1.891	2.410	6.413	11.038	12.452	6.041
<b>3 - Saldo a favor (+) o en contra (-) de los extranj.</b>	1.962	2.385	- 186	244	2.041	2.032	2.632
<b>4 - Movimiento de cuentas extranjeras</b>							
Saldos del rubro 3	1.962	2.385	- 186	244	2.041	2.032	2.632
Inversiones en títulos (neto) (+, disminución)(1)	86	245	262	- 47	- 28	- 210	113
Retiros en oro	-	-	-	- 23	- 757	- 1.350	- 548
Neto: aumento (+) o disminución (-)	+ 2.048	+ 2.630	+ 76	+ 174	+ 1.256	+ 472	+ 2.197
<b>5 - Variación de los haberes extranjeros</b>							
Cuentas (3)	2.048	2.630	76	174	1.256	472	2.197
Inversiones en valores (neto)	- 86	- 245	- 262	47	28	210	- 113
Variación total	1.962	2.385	- 186	221	1.284	682	2.084

- (1) - De las cifras netas totales de capitales a largo plazo publicadas por el Dto de Comercio se han deducido, y se incluyen en rubro aparte, las variaciones de las inversiones extranjeras en títulos, según cifras del Federal Reserve Bulletin.
- (2) - Las cifras de movimientos de capital americano a corto plazo se han desdoblado, separando las variaciones en las aceptaciones bancarias, según datos del Banco de Ajustes Internacionales (Mem. 1946/47, pag. 131, ed. en inglés).
- (3) - Incluye rubros residuales.

FUENTE: Dto. de Comercio de los EE.UU.: "Balance of International Payments 1946/8".

(1942) en que hay un pequeño egreso, motivado principalmente por compras norteamericanas a América Latina, sigue un período de fuertes saldos contrarios a Estados Unidos que se traducen en créditos en cuentas extranjeras o en retiros de oro, ya sea mediante exportación o separación "earmarked".

Estos saldos negativos responden a la magnitud que alcanzan las llamadas "Transferencias unilaterales".

Dentro de este concepto, se incluyen todas las transferencias internacionales en un sentido, que no requieren reembolso. Incluye operaciones privadas (p.ej. pagos de pensiones) y operaciones del Gobierno, tales como el préstamo y arriendo, aprovisionamientos civiles a áreas ocupadas, concesiones (con carácter gratuito) para la recuperación europea, ayuda militar, contribuciones voluntarias a organismos internacionales, etc.

Son las remesas unilaterales del Gobierno y agencias oficiales y especialmente, el préstamo y arriendo, los que provocan el aumento del rubro y la consiguiente inversión del sentido del saldo del balance de pagos.

Durante la guerra, Estados Unidos hace sus envíos de ayuda a los países beligerantes, a través de este rubro, en tanto que paga al contado a los países neutrales, especialmente latino americanos, sus compras de materias primas.

#### CUADRO N° 49

##### RELACION ENTRE RUBROS CORRIENTES Y TRANSFERENCIAS UNILATERALES

	1942	1943	1944	1945
	(miles de millones de dólares)			
a) Exportaciones y servicios	11,7	19,1	21,4	16,3
b) Transf.unilaterales.Salidas	7,3	15,0	16,5	10,0
	(porciento)			
Relación b) sobre a)	62	78	77	61
	(miles de millones de dólares)			
a) Importaciones y servicios	5,4	8,1	9,0	10,2
b) Transf.unilaterales.Entradas	1,0	2,1	2,4	2,9
	(porciento)			
Relación b) sobre a)	18	26	26	28

FUENTE: Balance of International Payments 1946-48. Dto. de Comercio de los EE.UU.

El cuadro N° 49 no puede tomarse como una medida exacta, ya que las transferencias unilaterales solo en parte se han destinado a cubrir mercaderías; y los rubros señalados con a) no solo incluyen exportación e importación sino también servicios financieros.

Pero de todos modos, los conceptos que nos interesan son los que predominan en ambos.

La marcada diferencia porcentual entre las operaciones de ingreso y las de egreso, señala cómo Estados Unidos exportó con imputación a préstamos en mucha mayor cantidad que lo que importó en la misma forma.

Esas dos circunstancias unidas, explican los retiros de oro y el crecimiento de los saldos extranjeros en Estados Unidos, especialmente en las cuentas oficiales (cuadro N° 44).

Estados Unidos logra, mediante este procedimiento financiar los desequilibrios en los balances de pago de los países aliados. Pero desequilibra los propios, que como consecuencia de esa ayuda, se tornan fuertemente desfavorables.

La nivelación se logra, en parte, no por ingresos de capital privado, sino por el mantenimiento en Estados Unidos, por parte de los países beneficiarios, de una gran proporción de esos saldos a su favor, para atender sus compras de artículos norteamericanos. Pero también es cierto que buena parte no se nivela sino que se retira en oro.

En concreto: para hacer posible el esfuerzo de guerra Estados Unidos trata de nivelar los balances de pagos de sus aliados mediante ayudas de carácter unilateral. El balance propio se nivela parcialmente gracias al mantenimiento en forma de depósitos a corto plazo de una parte de los sobrantes de esas ayudas.

CAP. XXVII.- CONCLUSIONES

Durante el período de guerra, se destaca la implantación del control de cambios con carácter casi general, lo que traba en forma virtualmente total los movimientos de capital privado. En cambio, los desequilibrios provocados en las balanzas comerciales de los países en guerra, por las compras de elementos bélicos, son cubiertos por importantes créditos oficiales.

La característica fundamental de esos créditos es que su reembolso queda condicionado a la terminación de la guerra. Se evitan así las consecuencias que hubieran tenido los retiros de esos fondos (que se mantienen en forma de capitales líquidos) sobre las existencias casi exhaustas de medios de pago internacionales de las naciones deudoras.

No se pueden establecer los efectos monetarios de saldos o créditos de esa magnitud, sobre la situación interna de los países en guerra (deudores o acreedores), pues aquellas operaciones forman parte de un plan general de financiación de la guerra del que no constituyen quizás la mayor parte, y no es posible separarlas.

Los países no beligerantes desempeñan el rol de acreedores, mediante la acumulación de divisas bloqueadas en sus cuentas.

A fin de llevar a cabo estas operaciones inevitables, esos países se ven obligados a incorporar los saldos bloqueados a sus reservas monetarias forzando el espíritu, cuando no la letra, de las leyes nacionales de emisión o modificándolas mediante la introducción de disposiciones que no siempre atienden a los principios de una sana política monetaria.

Los tipos de cambio y las tasas de interés pierden todo su significado ya que se los maneja para atender situaciones en que los movimientos de capital carecen de toda importancia.

Los tipos de cambio son fijados artificialmente por los gobiernos, como un canal fijo por el que cursar sus compras de guerra sin sufrir el encarecimiento que provoca una gran demanda de divisas. El bloqueo de divisas y su utilización en forma exclusivamente bilateral, los créditos como el lend-lease, los controles de cambio y el monopolio de las existencias y compra-venta de divisas por el Estado, hacen posible mantener sin presiones los tipos oficiales.

La tasa de interés también se mantiene intencionalmente baja para evitar un costo exagerado de la financiación de la guerra. La política de dinero barato, obliga a seguir una política bancaria y monetaria que hace que las estadísticas respectivas se vean afectadas por tendencias en que nada tienen que ver los ingresos o egresos de fondos internacionales.



SECCION VPERIODO DE POSTGUERRACAP. XXVIII.- LOS BALANCES DE PAGOS EN LA POSTGUERRA.

Hasta el comienzo de la segunda guerra mundial, los balances de pagos internacionales se equilibraban mediante transferencias de capitales a largo y corto plazo, actuando estos últimos, en un régimen normal, como compensadores. Los desequilibrios remanentes se cubrían con oro.

Al terminar la contienda el problema del equilibrio del balance de pagos era sumamente difícil de solucionar.

En efecto, era de prever que los saldos serían negativos para los países europeos porque:

- a) la reconstrucción europea exigía la importación de elementos en cantidades elevadas y por consiguiente por valores poco comunes y, al mismo tiempo, no dejaba en libertad a factores de producción que pudieran dedicarse a las industrias de exportación;
- b) los saldos acumulados durante la guerra, en forma de divisas bloqueadas o de compensación, y las deudas de guerra constituían un pasivo que debía atenderse creando un rubro negativo en el balance de pagos.

Para hacer frente a esos déficits no se contaba con recursos, ya que:

- 1) las condiciones reinantes en esos países, así como las tasas de interés que se mantenían bajas y el circulante en general elevado para evitar el encarecimiento de la reconstrucción, repelían más bien que atraían capitales extranjeros a corto y largo plazo;

2) los países afectados carecían de reservas en oro y divisas.

Los desequilibrios derivados de las operaciones indicadas en a) son los propios del comercio corriente y, en caso de ser posible su compensación, lo son por vía de los capitales normales. En cambio, las operaciones mencionadas en b) son las que provocan movimientos anormales o de traslado de "SalDOS acumulados".

Remitiéndonos a los primeros, observamos que después de la guerra, los pagos relativos al intercambio constan en realidad de dos partes imposibles de separar: una, la extraordinaria, proveniente de las operaciones tendientes a satisfacer las necesidades de la reconstrucción (lógicamente de signo negativo) y la normal, resultante de las operaciones corrientes (con ambos signos posibles).

A fin de establecer la forma en que se equilibraron esos saldos negativos, debemos separar las operaciones de esos países con diferentes áreas:

- a) Area del dólar, con la que debía operarse en divisas de libre disponibilidad;
- b) Otras áreas, con las que se operó mediante convenios de compensación, primero bilaterales y luego multilaterales.

**CAP. XXIX.- FINANCIACION DE LA RECONSTRUCCION Y DESARROLLO.**

**1.- RECURSOS UTILIZADOS**

Esta financiación puede considerarse casi exclusivamente a cargo de países del área del dólar, muy particularmente de los Estados Unidos.

Los distintos medios de financiación aplicados han sido:

- a) el préstamo de Estados Unidos a Gran Bretaña;
- b) plan Marshall;
- c) préstamos del Export Import Bank;
- d) préstamos del Banco de Reconstrucción y Fomento.

El préstamo a Gran Bretaña beneficia a un país en particular. Por tal causa lo consideramos dentro del capítulo XXXIII.

**2.- PLAN MARSHALL**

El Programa de Recuperación Europea (Plan Marshall) entró en vigencia el 3 de Abril de 1948.

A los fines del cumplimiento de los objetivos del Plan la ayuda puede concretarse según el artículo III mediante la:

- 1 - Adquisición, cualquiera sea su procedencia, incluso stocks del Gobierno, de las mercaderías de cualquier clase que estime necesarias para alcanzar los fines, en las mismas condiciones que las compradas por los organismos oficiales americanos para su propio uso;
- 2 - Fabricación, almacenamiento, transporte o recuperación de cualquier mercadería o prestación de cualquier servicio en beneficio de un país participante, cuando el administrador lo juzgue necesario para alcanzar los fines del plan;
- 3 - Adquisición y suministro de información y ayuda técnica;
- 4 - Cesión de toda clase de mercaderías o servicios por transmisión del derecho de custodia, de posesión o de uso de dichas mercaderías o de procuración de estas mercaderías de cualquier otra forma, o de prestación de servicios a un país participante o a cualquier institución u organismo representativo de un país participante.
- 5 - Afectación de mercaderías o servicios a proyectos determinados.

La ayuda puede suministrarse a cualquier participante, a título de subvención gratuita o mediante pago al contado, a plazo o en cualquier otra forma que juzgue apropiada.

Para el cumplimiento de este Plan se afectaron Dls. 5.010 millones, aparte de unos Dls. 2.031 millones para fines especiales.

La principal distribución de la ayuda del Programa de Recuperación Europea se hizo sobre la base de los déficits estimados en los rubros corrientes de los balances de pago de los países afectados con el área del dólar (1).

Además de hacer posibles las compras extraordinarias al área del dólar, este Plan creó un sistema para cubrir los desequilibrios en los pagos intereuropeos, mediante la creación de "derechos de giro" por los acreedores a favor de los deudores, reembolsándose los primeros con dólares del Plan Marshall. Explicamos el método en el Cap. XXX, punto 4, b).

### 3.- BANCO DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

El Eximbank, a cuyas operaciones nos hemos ya referido en capítulos anteriores, se unió también a las organizaciones que enfrentaron la financiación de las necesidades extraordinarias para la reconstrucción de post-guerra.

Según el informe del Consejo Nacional Asesor de los Estados Unidos para el período 1/10/47 - 31/3/48, publicado por el Federal Reserve Bulletin de Septiembre de 1948 (2), en ese lapso, los préstamos concedidos alcanzaban a:

(1)- Concluido el Plan Marshall y resuelto el problema económico que pretendía afrontar, el período post-coreano crea la necesidad del rearme. A ese efecto, un nuevo plan de ayuda, el Mutual Security Program toma el lugar que el Plan Marshall tuvo para financiar necesidades económicas.

(2)- Traducción en el Boletín del Banco Hipotecario del Uruguay. Diciembre 1948.

CUADRO Nº 50

## CREDITOS NETOS AUTORIZADOS POR EL EXIMBANK

Julio 1/45 - 30/3/48

	Europa	Canadá	Asia y Africa	América Latina	Otros	Total
	(en millones de dólares)					
Préstamo y Arriendo	655,-	--	--	--	--	655,-
Reconstrucción	1.044,7	--	136,8	--	--	1.181,5
Desarrollo	186,2	300,-	30,6	183,-	22,5	722,3
Compras de al- godón	100,4	--	33,-	--	--	133,4
Otros	18,3	--	--	--	2,5	20,8
<b>Total</b>	<b>2.004,6</b>	<b>300,-</b>	<b>200,4</b>	<b>183,-</b>	<b>25,-</b>	<b>2.713,-</b>

**4.- EL BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUCCION Y FOMENTO.**

La necesidad de capitales para afrontar la reconstrucción de post-guerra y el desarrollo de países que carecían de medios económicos para explotar sus recursos naturales motivó la creación de este Banco en 1944 mediante el Acuerdo Internacional de Bretton Woods.

Según el artículo I son sus propósitos:

- 1) Cooperar en la reconstrucción y en el fomento de los territorios de los miembros, facilitando la inversión de capitales para fines productivos incluyendo la restauración de economías destruidas o dislocadas por la guerra, la readaptación de los medios productivos a las necesidades de tiempos de paz y el fomento del desarrollo de los medios productivos y de los recursos de países menos desarrollados;
- 2) Promover las inversiones privadas en el extranjero mediante garantías o participaciones en empréstitos y otras inversiones hechas por capitalistas privados; y en caso de no conseguir capitales privados en condiciones razonables, complementar las inversiones privadas mediante la facilitación, en condiciones convenientes, de los medios financieros necesarios para fines productivos, provenientes de su propio capital, de fondos obtenidos por el propio Banco y sus demás recursos;

- 3) Promover el aumento equilibrado y extenso del comercio internacional y el mantenimiento del equilibrio en los balances de pagos, mediante el fomento de las inversiones internacionales para el desarrollo de los recursos productivos de sus miembros, cooperando de este modo en el aumento de la productividad, del standard de vida y de las condiciones de trabajo en su territorio;
- 4) Coordinar los empréstitos otorgados o garantizados por el Banco, en relación a los empréstitos internacionales contratados por otros conductos en forma tal que los proyectos más útiles y más urgentes tanto grandes como pequeños sean atendidos con prioridad;
- 5) Dirigir sus operaciones teniendo debidamente en cuenta el efecto de las inversiones internacionales sobre las condiciones de los negocios en los territorios de los miembros, y cooperar, en los años inmediatos de postguerra, en los esfuerzos tendientes a lograr una suave transición de la economía de guerra a la economía de paz.

En síntesis, la función del Banco es la movilización de capitales internacionales con fines de inversión a largo plazo y la cobertura, mediante la aplicación de esos créditos, de los desequilibrios de los balances de pagos originados por las compras de bienes productivos necesarios para la reconstrucción y el desarrollo económico de ciertas naciones.-

## CAP. XXX.- FINANCIACION DE SALDOS NORMALES

### 1.- AREAS Y RECURSOS.

Aparte de los métodos de financiación de las necesidades extraordinarias originadas por la reconstrucción, se tuvo en cuenta también la necesidad de crear medios para hacer posible la atención de los desequilibrios transitorios que provocara el comercio normal una vez desaparecidas las primeras.

Lo habitual ha sido, en épocas normales, que estos desequilibrios fueran atendidos con capitales privados a corto plazo. Al terminar la guerra se tendió a reconstruir los mercados de capital para hacer factible la reaparición de ese método de compensación. Pero la situación interna de los países necesitados, el mantenimiento de estados inflacionarios, los controles de cambio y los tipos de cambio arbitrarios, impidieron la reanudación de esta práctica que, como veremos luego, recién parece reaparecer en 1953. Entretanto, como en períodos anteriores, debió recurrirse a medidas oficiales creando substitutos para esos recursos privados.

A este efecto debemos distinguir claramente el área de divisas de libre disponibilidad y el área de divisas de compensación.

#### A) Area de divisas libres

Para los saldos con esta área se aplicaron los recursos:

- a) Del préstamo americano a Gran Bretaña, del Plan Marshall y del Banco de Importación y Exportación ya explicados en el capítulo anterior, pues, como se dijo, es difícil, si no imposible, separar las operaciones extraordinarias de las ordinarias;
- b) Del Fondo Monetario Internacional, organismo internacional cuyo objetivo principal era precisamente cumplir esta función.

#### B) Area de divisas de compensación

Mediante convenios concertados entre los países interesados se establecieron sistemas internacionales de pago basados en:

- a) Compensación bilateral;
- b) Compensación multilateral.

## 2.- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

### Creación, objeto y medios

Por los acuerdos de Bretton Woods de 1944 se creó el Fondo Monetario Internacional cuya función es cubrir los desequilibrios ordinarios o corrientes de los balances de pagos.

El Fondo no está destinado a proveer facilidades para socorro o reconstrucción (1) o para ocuparse de las deudas internacionales emergentes de la guerra.

Sus propósitos son: (art. I):

- 1.- Promover la cooperación monetaria internacional por medio de una institución permanente, la que proporcionará el mecanismo de consulta y colaboración en materia de problemas monetarios internacionales.
- 2.- Facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional contribuyendo así al fomento y mantenimiento de altos niveles de ocupación y de renta real, así como el desarrollo de los recursos productivos de todos los miembros como objetivos fundamentales de política económica.
- 3.- Promover la estabilidad de los cambios, mantener acuerdos uniformes sobre cambios entre los miembros y evitar la depreciación competitiva de los cambios.
- 4.- Cooperar en el establecimiento de un sistema multilateral de pagos con referencia a las transacciones corrientes entre los miembros y en la eliminación de las restricciones sobre cambios extranjeros, que traban el crecimiento del comercio mundial.
- 5.- Infundir confianza a los miembros, poniendo a su alcance los recursos disponibles del Fondo, bajo garantías adecuadas, dandoles así oportunidad de corregir los desajustes en sus balances de pagos, sin recurrir a medidas destructivas de la prosperidad nacional o internacional.
- 6.- Abreviar la duración y aminorar el grado de desequilibrio en los balances de pagos internacionales de los países miembros.

A los efectos de nuestro estudio interesan particularmente los objetivos 2, 3 y 5.

(1)- Para este objeto, por los mismos acuerdos de Bretton Woods se creó el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.-



Los medios para cumplir esos objetivos son los siguientes:

- 1) Fijación de valores pares de las monedas;
- 2) Prohibición de implantar medidas de control de cambios a las transacciones corrientes;
- 3) Provisión a los miembros, a su pedido, de monedas de otros miembros, a cambio de oro o de su propia moneda, para atender el desequilibrio del balance de pagos provocado por operaciones corrientes;
- 4) Prohibición de usar los fondos en transferencias de capital y facultad para controlar estas operaciones.

#### A.- Fijación de valores pares de la moneda.

El Fondo Monetario Internacional actúa como una cuenta de estabilización internacional, algo así como la generalización del Acuerdo Tripartito de 1936.

Para actuar, una cuenta tiene que fijar el valor base en que desea estabilizar la moneda, a falta de un patrón oro que lo haga.

El Fondo Monetario Internacional que cumple esa función con las monedas de todos los países miembros, exige que cada una de éstas tenga un valor par.

El valor par de cada moneda se expresa en términos de oro o de dólares U.S. del peso y ley vigentes al 1/7/44.

Ningún miembro podrá comprar o vender oro sino al precio par más o menos un margen que fija el Fondo.

Tampoco puede operar en cambios con tasas que difieran de la paridad de un 1%, salvo operaciones especiales que podrán hacerse con un margen que el Fondo considere razonable.

#### B.- Prohibición del control de cambios.

Cada Estado miembro tiene la obligación de abstenerse de imponer, sin la aprobación del Fondo, restricciones a la realización de pagos y transferencias por transacciones internacionales co

rientes.

### C.- Provisión de divisas.

La verdadera función activa del Fondo es, como lo expresa el Art. V, Sec. 2, la de proveer a un miembro, a iniciativa de éste, la moneda de otro miembro, a cambio de oro o de la moneda del miembro que desee efectuar la operación.

Las condiciones para poder comprar una moneda extranjera al Fondo son:

- 1.- que esa moneda se necesite para efectuar pagos comprendidos en las disposiciones del Fondo;
- 2.- que no sea escasa;
- 3.- que las disponibilidades del Fondo en la moneda del país comprador (con la que paga su compra de la divisa) no exceda de determinados porcentajes sobre su cuota;
- 4.- que el país comprador no haya sido declarado no elegible para utilizar los recursos del Fondo.

### D.- Prohibición de atender movimientos de Capital.

A este respecto nos referimos al hablar de medidas especiales contra los desplazamientos anormales.

### Recursos del Fondo

El Fondo utiliza los fondos aportados por sus miembros para el pago de su cuota.

Este aporte debe efectuarse:

- a) en oro: el 25% de la cuota, o el 10% de las disponibilidades en oro y divisas convertibles del miembro;
- b) en la moneda del país: el remanente.

Cuando las disponibilidades del Fondo en moneda de un país se reducen, aquel puede declararla públicamente como "moneda escasa". Tratará de obtener del país titular, nuevas partidas comprándolas con oro o en préstamo.

La declaración de escasez significa que el Fondo racionará

esa divisa y autoriza a los países miembros a restringir la libertad de operar con ella.

El Fondo y los movimientos normales de capital.

La retracción por parte de los capitales privados a seguir cumpliendo una función compensadora del balance de pagos, obligó a la creación de organismos oficiales que lo hagan. El Fondo tiene ese objeto principal, al permitir que un país que enfrenta un desequilibrio en su balance de pagos corriente pueda contar con disponibilidades en moneda extranjera para cubrirlo.

El 26 de Septiembre de 1946, el Board of Executive Directors dió una interpretación que fué aceptada por el Board of Governors, en el sentido de que el uso de los recursos del Fondo debía limitarse al cumplimiento del propósito de dar asistencia temporaria para poder financiar déficits de los balances de pagos en rubros corrientes con fines de estabilización monetaria (1).

El Fondo no excluye sino que, por el contrario, complementa y respalda a los movimientos equilibradores de capital a corto plazo que efectúen los bancos al financiar el comercio internacional. En efecto, el art. XIX inc. i, al definir "transacciones corrientes", como las que no tienen por objeto transferir capitales, hace una enumeración de las operaciones que incluye y, entre otras, menciona en el sub-inciso 1:

"Todos los pagos que se adeuden en relación con el comercio exterior, otros negocios corrientes, incluyendo servicios y facilidades de crédito y bancarias normales a corto plazo".

(1) - Banco de Ajustes Internacionales - Memoria 1947/48, pág. 9, edición en inglés.

### 3.- LOS CONVENIOS DE COMPENSACION BILATERAL.

Los convenios de compensación constituyeron el medio de equilibrar los desniveles del balance de pagos entre países no pertenecientes al área del dólar.

Ante la necesidad de realizar su comercio internacional y carentes de disponibilidades de oro y divisas para afrontar los desequilibrios transitorios, deben recurrir a los créditos oficiales ya que no hallan un mercado de capitales privados dispuesto a correr los riesgos propios de las situaciones de incertidumbre y desorganización de postguerra.

Los métodos de compensación no eran nuevos. Ya los había aplicado Alemania antes de la guerra y fueron la base de la financiación de la guerra por ese país y, en buena parte, de Gran Bretaña.

Es cierto que, antes de la guerra, Alemania aplicó un método de compensación que no es precisamente una forma de crédito, sino más bien de trueque, ya que se sujetaba el movimiento de mercancías a permisos que se iban otorgando en forma equilibrada, emitiéndolos para realizar importaciones a medida que se efectuaban exportaciones.

Los convenios bilaterales de postguerra son en cambio convenios que por lo general, permiten que a través de sus cuentas se cursen los pagos entre ambos países por todos los conceptos comerciales y financieros permitidos por los controles de cambio, y admiten la existencia de saldos favorables a uno u otro de los países contratantes.

#### Mecanismo de los convenios

##### 1.- Cuentas

Todos los pagos entre los dos países contratantes se cur-

san mediante el crédito o débito en cuentas especiales abiertas en bancos de uno de los países a nombre del otro.

Pueden abrirse cuentas del Convenio en uno de los países o en ambos.

En el primer caso, la cuenta puede llevarse en la moneda de ese país o en la de un tercero (generalmente dólares americanos).

En el segundo caso se llevan en las dos monedas o en la de un tercer país. Llevándose en monedas distintas debe precisarse la forma de calcular los equivalentes para establecer, por compensación, el saldo neto.

La "cuenta" puede ser una sola, abierta en el Banco Central o institución similar, a nombre del Banco Central del otro país; o bien puede estar constituida por un conjunto de cuentas si los bancos comerciales de aquel país pueden también abrirlas a nombre de sus corresponsales en el otro.

Sin embargo, como es necesario vigilar el saldo global que debe mantenerse dentro de los márgenes del Convenio, estas cuentas se consideran como subcuentas o desprendimientos de la del Banco Central y en conjunto constituyen una sola cuenta. Solo es aplicable el método cuando el Banco Central tiene vigilancia estrecha sobre los Bancos Comerciales y puede recibir diariamente una información fehaciente sobre el saldo real.

## 2.- Mecanismo de pagos

Cuando se ordena un pago desde el país en que se halla la cuenta, se acredita el importe en la misma y el otro país, al recibir la comunicación, paga el equivalente de su moneda al beneficiario. Cuando el pago se hace desde el país en que no está la cuenta, el Banco en éste, luego de recibir del tomador el equivalente en su moneda, ordena a su corresponsal en el otro que pague las divisas

al beneficiario con débito a la cuenta del Convenio.

### 3.- Operaciones.

Por las cuentas del Convenio sólo pueden hacerse pagos directos entre ambos países, es decir de un residente en uno de ellos a favor de un residente en el otro, no pudiendo tener lugar operaciones por cuenta de residentes en un tercer país.

Lo común es también que los pagos que se cursen por las cuentas del Convenio sólo pueden serlo por rubros corrientes, no admitiéndose remesas de capital.

### 4.- Saldos

Los convenios prevén que las cuentas pueden arrojar saldo a favor de uno de los países, o de uno u otro alternativamente. Dicho saldo no podrá exceder de una suma tope, igual para los dos países o distinta. Todo lo que exceda de ese límite debe abonarse, generalmente en oro o divisas de libre disponibilidad, facultándose en algunos casos al país acreedor a tomar medidas restrictivas para lograr el equilibrio.

Por lo general, el país deudor no abona intereses sobre los saldos, aunque suele preverse la posibilidad de su inversión por el acreedor.

Tambiense adopta en muchos casos la garantía de revaluación que asegura al acreedor contra la eventual desvalorización de la divisa en que se lleva la cuenta.

### 5.- Pago final

Al terminar el Convenio los saldos continuarán utilizándose hasta su extinción, en la compra de mercaderías del país deudor, o se pagarán en oro o divisas al contado o en un plazo que se establece.

## 6.- Significado de los saldos

El margen o saldo máximo admitido en uno o ambos sentidos, constituye el crédito contra el cual se imputan los desequilibrios transitorios. En lugar de colocar empréstitos en el país acreedor, cuya suscripción no siempre es factible y que, además, son más gravosos por el interés a pagar, se obtiene directamente un crédito de Gobierno a Gobierno.

Asimismo como, dada la magnitud y destino de estas operaciones, el Gobierno prestamista no puede financiarlas con impuestos, se ve obligado a emitir moneda nacional contra el crédito de esas divisas bloqueadas, según ya explicamos al tratar el problema de las £ inconvertibles (Sec. IV., Cap. XXV, punto 4).

Salvo la fijación de un límite máximo, los problemas que se derivan de estos saldos congelados son los que se explicaron en dicho Capítulo sobre las £.

## 7.- Régimen y cotización de cambios.

La aplicación de estos convenios exigen la implantación de controles de cambio, importación y exportación, para verificar el cumplimiento de su carácter bilateral.

También es necesaria la fijación oficial de tipos de cambio ya que los saldos bloqueados al no ser divisas reales que están en el mercado libre de cambios no pueden tener una cotización normal. Por otra parte, los Gobiernos titulares de esos saldos no pueden exponerse a riesgos de cambio que resultarían de las fluctuaciones de los tipos (1).

(1)- Por otra parte, varios gobiernos pudieron así mantener supervalorizada su moneda con respecto a la del país socio en el convenio, para facilitar sus exportaciones hacia el área de divisas libres. El Fondo Monetario Internacional combatió constantemente esta práctica (Mikesell - The emerging pattern of International payments).

El único riesgo, el de la depreciación de los saldos acumulados, se cubre con la garantía de revaluación.

#### 8.- Los convenios bilaterales y los capitales a corto plazo.

El mecanismo de los convenios es incompatible con el movimiento de capitales a corto plazo. Por lo pronto, las normas vigentes en esos casos prohíben esos movimientos para evitar el uso de los saldos que se necesitan con otro objeto. Un eventual atractivo de la tasa de interés no puede ser aprovechado, por las prohibiciones y por la desconfianza hacia una divisa que no es tal. Los tipos de cambio, por otra parte oficiales y fijos, no brindan fluctuaciones que hagan factibles las especulaciones. Los convenios, al establecer créditos oficiales, no persiguen la promoción de los capitales privados sino su reemplazo.

Pero al mismo tiempo, por las razones indicadas en el punto 6 de este acápite y en la Sección IV, Cap. XXV sobre las  $\pounds$  bloqueadas, los Gobiernos admiten estos saldos a su favor como reservas metálicas y les hacen cumplir las funciones del oro.

En ese doble carácter de crédito de corto plazo y de reserva metálica estudiaremos sus efectos a continuación.

#### 9.- Efectos de la compensación bilateral y su comparación con el patrón oro.

A.- En el país con saldo positivo.

En el régimen de patrón oro el ingreso del metálico y su adquisición por el Banco Central se traduce en la ampliación del circulante y del margen de crédito bancario, y a través del auge consiguiente en un aumento de importaciones que lleva nuevamente al equilibrio.

Si la modificación favorable del tipo de cambio y la disminución en la tasa de interés produce un desplazamiento de capita



les a corto plazo hacia el país deudor, se evita total o parcialmente el traslado de oro en cuyo caso pueden darse dos situaciones:

- a) Que los capitales sean fondos existentes en el mercado financiero del país acreedor.

Al desplazarse hacia el exterior impiden el movimiento de oro, llevándose las divisas que había producido el exceso de exportaciones: tomada la operación en conjunto se equipara a una exportación de capitales en forma de mercaderías. Habrá en el país una disminución de bienes, sin alterarse el poder de compra, con lo que el factor de ajuste subsiste, si bien habrá variado su intensidad;

- b) que el crédito sea bancario. En ese caso, si los bancos compran los créditos sobre el exterior (1) crean depósitos a favor de los exportadores, aumentan así el poder de compra de la población frente a una existencia de bienes disminuida por la exportación, con lo que también hay un factor de ajuste. Es similar al caso que se presentaría si el Banco Central comprara oro derivado de ese exceso de exportaciones, pero dispusiera un aumento de los encajes mínimos para que los bancos no pudieran aumentar su margen de crédito basados en ese mayor circulante.

En un régimen de convenios bilaterales debemos distinguir la situación del país contratante para el cual los saldos a favor o en contra representan divisas nominales y a aquel en cuya moneda se lleva la cuenta.

- a) País acreedor para el que la moneda de Convenio es divisa.

---

(1) - lo que sólo pueden hacer mientras tengan margen para acordar créditos. (ver pág. 50).

Lo más común es que el Banco Central o institución equivalente incorpore esos saldos (positivos o negativos) en su posición general de oro y divisas (1).

En ese caso, los saldos positivos para ese país producen, internamente, el mismo efecto que si hubiera ingresado oro.

Pero aquí aparece la diferencia fundamental.

En régimen de patrón oro, la mayor demanda originada por el alza de precios produce un aumento de importaciones de los productos necesarios, de cualquier origen o procedencia, que se pagan con oro. En el régimen de convenios bilaterales, debido a la diferenciación de divisas y separación de países o áreas, esa mayor demanda de importaciones dá lugar a pedidos a países distintos al que provocó el saldo (2).

Esa mayor demanda causada por el auge interno se refiere a los productos que el país necesita, y busca en los mercados de menor precio. Por lo general el país deudor no produce esos artículos o los vende más caros. Se hace entonces necesario violentar los cauces normales de la actividad comercial imponiendo el control de importaciones para canalizar obligadamente las compras al país deudor, debiendo adquirirse mercaderías superfluas o de calidad y precios inconvenientes. O bien, reducir las exportaciones para equilibrar el saldo. Los convenios no tienen en cuenta el principio de que un ajuste en el balance de pagos de un país debe referirse a

---

(1)- Las compras de los bancos comerciales, lleven o no cuentas de Convenio a nombre de sus corresponsales, son "por cuenta del Banco Central".

(2)- En esta consideración y las siguientes suponemos que el saldo positivo del balance de pagos provoca al país un saldo a su favor en la cuenta del convenio. Si solo reduce un saldo desfavorable anterior, estamos frente a un país deudor y no acreedor, siéndole aplicables las consideraciones del punto B.

dicho balance en forma global y no al que resulta de la relación entre ese país y cada uno de los otros países por separado.

Solo sería posible el ajuste, en el caso teórico de que ambos países vinculados por un convenio bilateral se complementaran con toda estrictez en lo económico y que sus condiciones de venta (plazos y precios) y calidad no tuvieran competencia de otros países.

Teniendo en cuenta que tan pronto terminó la guerra ciertos artículos esenciales solo podían hallarse en la llamada "area del dólar" al margen de los convenios, es de presumir que el ajuste por vía bilateral era inalcanzable. Agréguese a ello que los países afectados padecían de desequilibrios estructurales que no pueden corregirse por vía de desplazamientos de capitales a corto plazo, para comprender que los créditos acordados por los Convenios fueron absorbidos rápidamente y requirieron ampliaciones equivalentes a varias veces el crédito original.

b) País en cuya moneda se lleva la cuenta.

El saldo favorable del intercambio obliga al Gobierno del país a pagar a los exportadores mediante emisión de billetes o crédito a los bancos comerciales, con cargo al Gobierno del país deudor. El efecto monetario es exactamente igual al que se produce cuando el Banco Central amplía el poder de compra de la comunidad mediante la adquisición de valores en operaciones de mercado abierto. La reacción interna ante ese mayor poder de compra será idéntica a la del caso anterior, y así, dicho poder se volcará sobre las tenencias de oro y divisas para hacer compras a otros países que el verdadero deudor. A fin de que la recuperación de los billetes o créditos creados sea contra la deuda del país comprador, es necesario orientar las importaciones a través del control de cambios.

### B.- En el país con saldos negativos

En el régimen de patrón oro, la salida de oro produce contracción interna restringiendo las importaciones y ampliando las exportaciones. El movimiento de oro puede evitarse si el país acreedor facilita capitales a corto plazo atraídos por la baja de la moneda o el alza de la tasa de interés en el país deudor.

Esos capitales suelen ser invertidos en el mercado financiero, con lo que el efecto deflacionista, si bien puede atenuarse, no desaparece.

En el régimen de convenios de compensación bilateral volvemos a distinguir dos situaciones (1):

- a) cuando la cuenta se lleva en moneda distinta a la del país deudor.

La venta por el Banco Central de la divisa de compensación (que integraba sus reservas de oro y divisas) para atender el déficit de pagos con su país co-contratante resulta de iguales consecuencias que la salida de oro.

Habrá contracción interna, aumento de producción y abarataamiento de productos nacionales, lo que fomenta la exportación. Pero, lo mismo que en el caso inverso, nada indica que produzca precisamente lo que necesita el país acreedor o que lo haga en condiciones convenientes para éste. Más aún, la experiencia indica que los países deudores por cuentas de compensación, han tratado de vender su producción a países de divisas libres, (con lo que obtienen nuevo poder de compra internacional) en lugar de dedicarla a pagar

---

(1)- Nos referimos al caso en que el saldo negativo del balance de pagos produce un saldo desfavorable en la cuenta del convenio. Si solo disminuye un saldo favorable anterior, el efecto interno será el mismo que se explica en el texto, pero la relación con el otro país no, ya que el primero solo estará repatriando un capital a corto plazo, es decir cobrando un crédito sobre el exterior.

sus deudas externas (1). Es cierto que el problema se planteará al vencer el Convenio, en que tendrán que pagar el saldo total. Pero ese problema futuro, que en la mayoría de los casos se resolverá mediante negociaciones, cede en importancia a las necesidades inmediatas de importación de otros orígenes, que no pueden pagarse en divisas de convenio.

De allí que la obtención del equilibrio en este caso, está librada al país acreedor, en cuanto pueda orientar las compras al país deudor mediante el control de importaciones y a la voluntad de este último de venderle, a veces a precios y en condiciones fuera de competencia. Cuando el comercio externo de un país está total o parcialmente en manos del Estado, este último inconveniente suele obviarse mediante un Convenio Comercial Complementario al de pagos, en el que se establecen compromisos de compra-venta de determinados artículos por cantidades precisas.

b) Cuando la cuenta se lleva en la moneda del país deudor.

Los pagos al exterior se realizan mediante un simple crédito, en la cuenta a nombre extranjero, de la suma cobrada a los tomadores.

No hay una disminución de la cantidad de moneda circulante sino una simple disminución de la velocidad de circulación del dinero.

Como en el caso anterior, lo común es que el país acreedor para quien este saldo es un capital bloqueado, deba preocuparse por utilizarlo.

---

(1)- Ya explicamos la práctica discriminatoria basada en la sobrevalorización de la moneda frente a la del país socio del convenio, con este objeto.

#### 4.- LOS CONVENIOS DE COMPENSACION MULTILATERAL.

La compensación bilateral, con los saldos oficiales bloqueados como sustitutos de los capitales privados a corto plazo y, aún, del oro y divisas en la función niveladora de los balances de pago, dificulta, como hemos visto, el proceso de ajuste del balance.

Uno de los inconvenientes fundamentales surge de enfrentar a un país con otro, en lugar de hacerlo con un grupo en el que pueda volcarse la demanda diferenciada que resulta del ingreso de las divisas de compensación.

Es lógico pensar entonces que cuanto mayor sea el área cubierta por un convenio más fácil resultará la compensación. Si un producto cuya demanda aumenta no se encuentra en el país deudor, se compra, con cargo a éste, en otro país asociado.

La multilateralidad permite entonces una convertibilidad regional mediante la realización de arbitrajes limitados.

De allí que después de la guerra se haya buscado de ir transformando el sistema bilateral en el multilateral.

Al área esterlina, que crea un sistema de este tipo, se agregaron los esfuerzos por implantar el régimen para los pagos intra europeos, situación que culminó en la creación de la Unión Europea de Pagos y luego con el Acuerdo Monetario Europeo.

Por lo dicho se observa que estos sistemas buscan algún método que permita el aumento del intercambio y el ajuste de las balanzas comerciales, en reemplazo del patrón oro. La integración de áreas económicas y los recursos para nivelar transitoriamente los balances hasta que el ajuste se produzca (tarea antes a cargo de los capitales privados a corto plazo) son los medios económico y monetario para lograrlo.

Hacemos una breve reseña de las características de estos

sistemas y trataremos de su relación con los capitales a corto plazo.

a) área esterlina

Ya nos referimos a esta área en la Sección IV y volveremos a hacerlo nuevamente en este Capítulo.

Solo deseamos destacar aquí su carácter multilateral, pues todos sus integrantes tienen libertad de transferencia dentro de ella, a través de un país central que actúa como banquero.

Nada impide los traslados de capitales niveladores dentro del área.

En cuanto al ajuste de los balances de pagos (que, por otra parte, no es tema de este trabajo) debe destacarse que no dependerá solamente de las transacciones del área sino también de su relación con otras áreas. Es el problema de la compensación bilateral, aunque reducido.

Los traslados de capitales a corto plazo fuera del área son o no posibles según se trate de países con los que existe transferibilidad (caso de cuentas americanas) o con los que se opera a base de bilateralidad.

b) Sistemas intereuropeos previos a la U.E.P.

Hasta fines de 1947 el método de pagos intraeuropeos fué el de compensación bilateral. En noviembre de ese año se hace el primer intento de multilateralidad, mediante un convenio concertado entre Bélgica, Luxemburgo, Francia, Italia y Holanda.

Se procura únicamente una forma de compensar y, así, reducir mensualmente los saldos de los convenios bilaterales.

El Banco de Ajustes Internacionales, designado agente para la ejecución del acuerdo, recibía la información de las partes so-

bre los saldos que arrojaban los Convenios entre sí y procuraba compensarlos, en la medida de lo posible, para evitar los pagos en oro.

Para ello formaba tres grupos de saldos: los que se compensaban estrictamente; los que se compensaban parcialmente, desapareciendo unos saldos y rebajando otros y, por fin, aquellos que producían aumento de algunos saldos o formación de nuevos.

Sus resultados fueron modestos, siendo su mayor fruto el establecimiento de un régimen de información por los Bancos Centrales, de datos que facilitaron los posteriores proyectos de multilateralidad (1).

Virtualmente la nivelación de los balances de pago continuó basada en el sistema de compensación bilateral. El método de clearing que resultó del acuerdo de 1947 procuraba la solución del pago de los saldos excedentes, (movimiento de capitales anormales) y por ese medio eliminar trabas al comercio internacional.

En 1948, el Programa de Recuperación Europea (Plan Marshall) previó también la forma de cubrir los desequilibrios de pagos entre los países europeos beneficiarios.

El sistema es el siguiente:

- 1.- Los países miembros continúan operando entre sí en base a convenios de compensación bilateral.
- 2.- Por anticipado se estima el saldo que podrá arrojar el balance entre dos países determinados.
- 3.- Al país que resultará acreedor según esa estimación, Estados Unidos le anticipa una parte, en dólares, de su participación en el Plan Marshall, equivalente al saldo así estimado.
- 4.- Dicho país, a su vez, debe poner a disposición del que se supone deudor, el equivalente en su moneda sobre el que éste tendrá derecho a girar para comprar sus productos y hacer pagos a aquél. A estas disponibilidades se las llamó "derechos de giro" (drawing rights).

---

(1) - Roger Auboin: The Bank for International Settlements 1930-55



Las fallas fundamentales del sistema fueron:

- 1.- Era difícil acertar en la estimación del resultado probable del balance entre dos países.
- 2.- Se mantenía la compensación entre países sobre bases bilaterales.
- 3.- Al actuar sobre esas bases un país podía ser acreedor por un convenio y deudor por otro. Pero como no había coincidencia de valores y además cada saldo daba lugar a un préstamo y de recho de giro independiente, había innecesarios desplazamientos de oro.

De todos modos, la nivelación de los balances de pago se producía por el ingreso -no ya de créditos a corto o largo plazo- sino de la donación norteamericana. Como el paso anterior, sustituye a los capitales a corto plazo.

#### c) La Unión Europea de Pagos

En 1950 se creó la Unión Europea de Pagos entre los países integrantes de la O.E.E.C. (Organization for the European Economic Cooperation), encargada de llevar a cabo la compensación entre sus miembros.

Los países miembros debían informar mensualmente a la Unión los saldos de las cuentas de los Convenios de Compensación bilateral que mantenían entre ellos.

Se establecía para cada país su posición deudora o acreedora neta mensual, mediante la acumulación de los saldos de las cuentas de todos sus convenios vigentes con los países de la O.E.E.C. ("compensación multilateral"). La Unión Europea de Pagos se hacía cargo del saldo neto resultante sustituyendo a todos los deudores o a todos los acreedores.

El saldo neto mensual de un país se sumaba o restaba al saldo que ya tenía en la Unión por los años anteriores aumentándolo o disminuyéndolo (llamándose a esta última "compensación en el tiempo") y formándose así un saldo contable total.

Los países que resultaban deudores netos por ese saldo contable debían pagar a la Unión una parte en oro; el resto se mantenía como crédito.

Los acreedores cobraban de la Unión una parte en oro, manteniendo el resto como un crédito contra esa entidad (1).

Para cada país miembro se fijó una cuota hasta la que podía alcanzar su débito o crédito.

Las proporciones a pagar en oro o a retener como crédito se fijaron al principio en las siguientes cifras:

CUADRO N° 51

Porcentaje s/ la cuota	Países acreedores		Países deudores	
	Oro recibido de la Unión	Crédito concedido a la Unión	Pago de oro a la Unión	Crédito obtenido de la Unión
De 0 a 20%	--	20%	--	20%
" 20 " 40%	10%	10%	4%	16%
" 40 " 60%	10%	10%	8%	12%
" 60 " 80%	10%	10%	12%	8%
" 80 " 100%	10%	10%	16%	4%
	40%	60%	40%	60%

Desde el 1° de julio de 1954 se modificaron las proporciones estableciéndose que tanto los pagos por los países deudores como las cobranzas por los acreedores se harían en un 50% en oro y 50% en crédito. Una nueva modificación, el 1° de agosto de 1955, llevó los ajustes al 75% en oro y 25% en crédito.

La Unión Europea de Pagos fué un mecanismo para proveer crédito oficial a corto plazo (en sustitución de los movimientos nor

(1).- Para hacer posible su funcionamiento, la Unión fué provista por los Estados Unidos de un fondo de Dls. 350 millones, tomados de la asignación del Plan Marshall.

males de capital privado), para nivelar los desequilibrios transitorios de los balances de pagos. En efecto, si bien se continúa con los convenios bilaterales como método operativo, el intercambio se facilita pues los desniveles transitorios en el balance se cubren diariamente con los saldos no limitados de esos convenios y mensualmente con el crédito que acuerda la Unión, sin necesidad de su cancelación total en oro.

Hay otra característica digna de destacar. En el régimen bilateral, cada país acreedor daba créditos de compensación a su deudor sobre la base de los balances de pago entre ambos. Cada crédito era individual, independiente y con sus riesgos y problemas particulares. En el Sistema de la U.E.P. se acuerdan o reciben créditos compensadores del Organismo Central, en relación con el balance de pagos global (dentro del grupo regional) de ese país. De modo que la evolución experimentada muestra un acercamiento al principio lógico de que los movimientos de capital equilibradores se producen en relación con el balance total y no con los individuales.

Los movimientos de capital privado a corto plazo equilibradores producen la nivelación transitoria del balance mientras los factores que promueven el ajuste logran cumplir con su cometido. Pero si esto último no se obtiene porque el desajuste responde a razones de fondo, los capitales a corto plazo no pueden continuar nivelando.

El sistema de la Unión Europea de Pagos, que sustituye a los capitales privados a corto plazo, puso en evidencia la misma comprobación. Es así como, a lo largo de su vigencia, varios países miembros, deudores o acreedores, excedieron sus cuotas, planteando problemas cuya solución requirió una atención especial por parte de las autoridades de la Unión y, al propio tiempo, promovió la adop-

ción de medidas especiales por los países implicados, que no siempre coincidían con el espíritu del acuerdo.

Los pagos correspondientes a exceso de cuota alcanzaron a:

CUADRO N° 52

POSICIONES CONTABLES ACUMULADAS  
EN EXCESO DE CUOTAS

	1950/51	1951/52	1952/53	1953/54
	(en millones de unidades de cuenta) (1)			
<u>Excedentes</u> en exco so de cuota	--	<u>480</u>	<u>74</u>	<u>586</u>
-Créditos concedi- dos a la Unión	--	234	35	293
-Oro recibido de la Unión	--	246	38	293
<u>Déficits</u> en exceso de cuota (Pagados totalmente en oro a la Unión)	<u>14</u>	<u>128</u>	<u>141</u>	<u>274</u>

(1)- La unidad de cuenta es equivalente a un dólar americano de Dls. 35 por onza fina de oro.

Fte.: Unión Europea de Pagos - Memoria al 30.6.54 (Cap.II Tabla 8).

Los países que excedieron su cuota acreedora fueron especialmente la Unión Belgaluxemburguesa al principio y luego Suiza y Alemania, cuyo saldo fué creciendo vertiginosamente. Los deudores en exceso fueron principalmente Francia e Italia. La actitud de la Unión en estos casos fué pagar en oro, a los acreedores, porcentos especiales de los excesos y cobrar a los deudores el cien por ciento en esa forma. Surge del cuadro anterior que las proporciones can- celadas en oro son distintas de las que se aplicaban a los saldos normales.

Los países acreedores en exceso tenían por su parte, el problema de la financiación. El hecho de que los créditos contra

la Unión fueran utilizables, mediante la "compensación en el tiempo", para cubrir futuros déficits regionales, les daban, según expresa esa Entidad (1), la característica de reservas de divisas. Pero es evidente que los Gobiernos respectivos no podían seguir comprando indefinidamente estos saldos.

Como dato ilustrativo sobre las medidas tomadas en este caso nos referimos a Bélgica:

a) los créditos en exceso de cuota no fueron soportados por el Banco Nacional de Bélgica, sino por el Tesoro que constituyó los fondos bajo la forma de provisiones especiales;(2)

b) se dispuso el bloqueo temporario de una parte del producto de las exportaciones, en septiembre de 1951, que se hizo extensivo a ciertas categorías de ingresos invisibles en 1952; (2)

c) al prorrogarse la U.E.P. en 1952 se convino en la consolidación de una parte del crédito (frs.frs. 2.500 millones) a 5 años y al 2,25% de interés; (2)

d) se suprimieron trabas para hacer pagos al exterior en divisas, con excepción de Dls. (USA y Can) especialmente en concepto de gastos de turismo, rentas y capitales a países de la U.E.P.;(3) y (4)

e) se suavizan las condiciones para el otorgamiento de permisos de importación de los países de la U.E.P.;(3)

f) se sujetan a permiso los ingresos de países de la U.E.P.;

g) se suprime la obligación de entregar las divisas de la U.E.P. a bancos autorizados para operar en cambios (aunque su uso queda muy limitado) (3)

(1).- Unión Europea de Pagos. Memoria del 3er.Ejercicio, 1953, pág. 12, edición en francés.

(2).- Banco Nacional de Bélgica. Memoria 1952.

(3).- Banco de Bruxelles. La situación económica y financiera de Bélgica 1951 (Nros. 3 y 4).

(4).- Unión Europea de Pagos. Memoria 1951/2.

h) se rebaja la tasa de descuento para aceptaciones que representen importaciones de la U.E.P. y exportaciones en dólares (1).

En años posteriores, a medida que el excedente se fué utilizando, estas disposiciones se fueron suavizando hasta que algunos, como la reducción del ingreso por exportaciones, fué totalmente eliminado.

El sistema de la Unión Europea de Pagos, mantuvo al principio, el mecanismo bilateral de pagos y las restricciones sobre los movimientos de capitales.

d) Multilateralidad a través de la £ y el DM.

A partir del establecimiento de la U.E.P., existieron dos bloques de pagos multilaterales; la Unión Europea de Pagos y el area esterlina.

A medida que la situación económica de los países europeos fué mejorando, se dieron pasos tendientes a ir generalizando la multilateralidad, a fin de llegar a la convertibilidad aislando el sector del area dólar.

La posibilidad de utilizar la £ primero y el DM más tarde para pagos entre distintos países, permitió formar nuevas areas multilaterales que, conectadas entre sí a través de la U.E.P, llegaron a formar prácticamente un area única de pagos multilaterales, con lo que el mundo occidental quedó dividido en solo dos áreas monetarias: Dólar y no dólar.

1) La multilateralidad de la £.

Al terminar la guerra, Gran Bretaña operaba con el exterior por los siguientes tipos de cuentas:

(1) - Banque de Bruxelles. La situación económica y financiera de Bélgica 1951 (Nros. 3 y 4).

Cuentas del area esterlina: Abiertas a nombre de los países que la integran. Las hemos tratado en el punto a).

Cuentas bilaterales o especiales: Solo es posible hacer pagos entre el Reino Unido y el país titular. No son utilizables para operaciones triangulares.

Cuentas americanas

Cuentas transferibles

Otros países

En cada uno de estos tres tipos de cuenta es posible hacer pagos entre países que pertenezcan a la misma categoría.

Después del fracaso de la convertibilidad de la £ en 1947, las autoridades británicas, empeñadas en crear un régimen que permitiera el uso de esa moneda como divisa internacional, en marzo de 1954 transformaron en cuentas transferibles todas las cuentas de países no comprendidos en las áreas libra y dólar.

De esa manera crearon un grupo regional nuevo que permitía pagos multilaterales en £. Efectivamente, la generalización de las Cuentas Transferibles permitió utilizar nuevamente la moneda inglesa para pagos internacionales, en tanto ello no significase un posible egreso de oro o divisas para Gran Bretaña. Los países titulares de cuentas bilaterales ven desaparecer el problema de las divisas bloqueadas (1), sin que ello significara para Gran Bretaña la salida de capitales a corto plazo, ya que solo se producía un cambio en el país titular de los mismos.

En 1955 se permitió que los residentes en todos los países excepto Turquía, convirtieran sus £ de cuenta transferible, a dólares americanos, en el llamado Mercado de £ Transferibles, no oficial pero supervisado por la Exchange Equalisation Account.

En mayo de 1953 varios países integrantes de la U.E.P. (2)

- (1) - Los fondos provenientes de remesas de capital se mantienen en cuentas bloqueadas.
- (2) - Reino Unido, Francia, Alemania, Holanda, Bélgica, Suiza, Suecia y Dinamarca. En diciembre se agregó Noruega.

toman una importante medida, al permitir la realización de arbitrajes al contado y a término entre sus divisas. Se quiebra así, por primera vez, el régimen bilateral, haciéndose posible la utilización de saldos de un país en otro para pagos a un tercero. Esta medida de liberación parcial de los mercados de cambios, coincide con la reanudación de la política monetaria basada en las tasas de descuento y la supresión de restricciones para el movimiento de capitales (particularmente de los extranjeros bloqueados en el país), y hacen aparecer en los balances de pago después de mucho tiempo, guarismos de algún interés correspondientes a movimientos de capitales privados a corto plazo que parecen intentar volver a desempeñar su función niveladora.

## 2) La multilateralidad del Deutschmark

En diciembre de 1954, Alemania, cuya situación económica se había transformado en brillante y cuyos saldos acreedores en la Unión Europea de Pagos crecían en proporciones fuera de lo previsto, resolvió crear también un sistema de multilateralización de pagos. Según la medida adoptada, los saldos en DM de los convenios bilaterales de pago pueden ser usados para hacer pagos a terceros países siempre que no pertenezcan al área dólar (excepto Brasil, Turquía y Yugoslavia). Alemania puede pagar a cualquier país no dólar (así como a Brasil, Turquía y Yugoslavia) en cualquier moneda que no sea el dólar.

### e) El acuerdo monetario europeo

Para reemplazar al sistema de la Unión Europea de Pagos que vencía en junio de 1955, y que fué prorrogado hasta junio de 1956, se concertó entre los países integrantes de la O.E.E.C. un Acuerdo Monetario Europeo, cuyo propósito es capacitar a todos los miembros de la Organización, en relación con la vuelta de algunos



de ellos a la convertibilidad, a mantener un nivel alto y estable de comercio y liberalización entre ellos, así como de ocupación en sus respectivos países (1).

Para el cumplimiento de este objeto se crean el "Fondo Europeo" y el "Sistema de Pagos Multilaterales".

-Fondo Europeo

El Fondo posee un capital de 600 millones de unidades de cuenta (2) constituidas por el capital que le transfiere la U.E.P. (271.575.000 unidades) y por nuevos aportes de los países miembros (328.425.000 unidades). El aporte inicial, proveniente de la primer fuente, alcanza a 148.037.000 unidades. El resto será integrado cuando el Fondo lo solicite para atender necesidades.

El Fondo tiene por objeto facilitar préstamos en oro a corto plazo a los países miembros. Las condiciones son:

- a) plazo máximo: deben ser devueltos en oro dentro de los 2 años a contar desde el otorgamiento (no desde su utilización);
- b) el préstamo estará sujeto a interés, y la Organización puede solicitar garantías colaterales;
- c) el otorgamiento no es automático pues requiere la aprobación de la Organización, previo estudio;
- d) para acordarlo la Organización tendrá en cuenta no solo la situación del país solicitante, sino también la necesidad de usar los activos del Fondo de acuerdo con los mejores intereses de la Organización. Atenderá además el cumplimiento por el país solicitante de las recomendaciones sobre economía interna o externa que la organización hubiera hecho, a las restricciones que pesan sobre su comercio y a la forma en que atienda sus obligaciones en organizaciones internacionales.

Estos créditos a corto plazo tienen por objeto ayudar a los países prestatarios a atender dificultades transitorias en sus balances de pagos globales que puedan amenazar el mantenimiento de

(1) - Los datos están tomados de la síntesis publicada por la U.E.P. en su Memoria 1954-55.

(2) - Una unidad de cuenta equivale a un dólar americano en tanto se mantenga la relación Dls. 35 = 1 onza de oro fino.

los niveles alcanzados en la liberalización del comercio intereuropeo. Su uso no está limitado a realizar pagos dentro de algún Sistema particular.

#### -El Sistema de Pagos Multilaterales

El funcionamiento de este sistema es esquemáticamente el siguiente:

a) Los países miembros deben establecer tipos de cambio compradores y vendedores, con un margen moderado, para el oro, el dólar estadounidense u otras monedas. A los efectos de las compensaciones la relación con el dólar estadounidense es inevitable.

Con estos tipos se limitan las fluctuaciones de la moneda nacional.

b) Las operaciones entre los países miembros se cursarán por los respectivos mercados de cambio a tipos de cambio comprendidos entre los márgenes fijados que, se sobreentiende, el país respectivo debe sostener.

c) Cada país está obligado a facilitar créditos en su moneda a otros que lo soliciten. Estos créditos se denominan "de financiación transitoria" (interim finance). En el acuerdo se ha fijado, para cada país, el monto máximo de estos créditos que puede acordar por mes. Las sumas utilizadas devengan un pequeño interés, y se considerará uso abusivo el destinarlas a inversiones a interés. Es decir, no pueden destinarse a transferencias de capitales especulativos.

Durante el mes, el país deudor puede cancelar total o parcialmente ese crédito con moneda obtenida en los mercados de cambio. Al finalizar el mes el saldo remanente debe cancelarse obligatoriamente, incluyéndose en la compensación expli-

cada en el punto g).

- d) En algunos casos especiales, la Organización puede autorizar que entre dos Países Miembros exista un convenio bilateral, cuyos términos, condiciones y margen de crédito, aquella debe aprobar. Al finalizar cada mes, el saldo que arrojen estos convenios, debe ser cancelado mediante su inclusión obligatoria en la compensación.
- e) Un país miembro puede comprar y acumular moneda de otro. En este caso acuerda un crédito en la moneda extranjera, a diferencia del caso c) en que lo hacía en la propia.
- f) Los Bancos Centrales de dos países miembros pueden llegar a acuerdos especiales para realizar operaciones de estabilización, adquiriendo uno de ellos la moneda del que necesita realizar el sostén. La cancelación de estos saldos serán también realizada directamente por los Bancos Centrales interesados.
- g) A fin de cada mes se realizará la compensación y pago.

Se convertirán a dólares, obligatoriamente, los saldos de los créditos acordados en la moneda del país acreedor y los de convenios bilaterales (puntos c y d) y, a opción del país acreedor, los de los préstamos en la moneda del país deudor (punto e) y de los arreglos especiales, siempre que hubieran sido aprobados por la Organización (punto f). Cada país acumulará los débitos o créditos en dólares que tenga con cada uno de sus co-participantes según el cálculo del párrafo anterior y obtendrá un solo crédito o débito global o neto.

Si el saldo es deudor será pagado totalmente y de inmediato en dólares americanos al Fondo Europeo. Si es acreedor será cobrado al Fondo de la misma forma.

En general puede apreciarse que el acuerdo tiende a orientar las operaciones hacia los mercados habituales de cambio. Puede observarse que aún trata de desanimar las compensaciones. La conversión a dólares para su compensación mensual, de los créditos en la moneda del país acreedor se hará al tipo comprador del dólar en éste, que para el deudor es más desfavorable que el vigente en el mercado (comprendido entre el comprador y el vendedor). La de los préstamos en la moneda del país deudor se hará al tipo vendedor del dólar en éste, con el mismo resultado.

Agréguese a ello que las compensaciones deben hacerse todos los meses pagando el 100% en dólares libres.

Se procura por lo tanto que las sumas a cancelar a través del Fondo Europeo sean mínimas.

El acuerdo prevé el otorgamiento de créditos oficiales para cubrir desniveles transitorios de los balances de pago. Son ellos los "interim finance" por un plazo no mayor de un mes y de montos limitados, y los préstamos en oro a dos años hechos por el Fondo Europeo para ser utilizados sin restricción en cuanto al país de destino. Asimismo autoriza la realización de convenios entre Bancos Centrales, al margen del Acuerdo, para efectuar operaciones del tipo de Fondos de Estabilización.

Pero lo más importante del sistema, desde el punto de vista de este trabajo es que, al disponer la reanudación del funcionamiento de los mercados de cambio en la forma tradicional y la estabilización del valor de las monedas, sienta las bases para que los capitales privados puedan volver a actuar como financiadores del intercambio internacional evitando los traslados de metálico (representados en este caso por pagos en dólares).-

## CAP. XXXI.- MOVIMIENTOS ANORMALES DE CAPITALES A CORTO PLAZO

### 1.- TIPOS DE MOVIMIENTOS

Al definir estos movimientos en la Parte I de este trabajo distinguimos dos tipos: De saldos acumulados y de fondos flotantes. Los primeros, resultantes de empréstitos a largo plazo, donaciones, deudas por conceptos diversos, tienen por lo general una razón legal de existencia, pero pueden en cualquier momento salir del país en que se hallan depositados. Los segundos son fondos privados que se desplazan alocadamente en busca de refugio.

### 2.- TRASLADOS DE SALDOS ACUMULADOS

Al terminar la guerra y el período que la sigue se constituye una buena masa de saldos extranjeros acumulados, prácticamente en su totalidad de pertenencia oficial, originados por la financiación del conflicto o por los métodos utilizados para lograr la nivelación de los balances de pago.

Como en la mayoría de los casos eran fondos creados especialmente para atender situaciones especiales, y su transferencia era indispensable para que cumplieran con su cometido, debían aplicarse métodos que, sin impedirla, evitaran las consecuencias internas que el desplazamiento hubiera producido.

Veremos a continuación los métodos aplicados a cada caso.

#### a) Cancelación del Préstamo y Arriendo.-

La ley estadounidense que acordaba el Préstamo y Arriendo, dictada en marzo de 1941, cuando Estados Unidos aun no era beligerante disponía que ese país recibiría, como devolución de la ayuda, el pago o repago en bienes de propiedad o cualquier otro beneficio directo o indirecto que el Presidente estimara satisfactorio.

Son de imaginar las consecuencias que hubiera tenido tanto para los países deudores como para el acreedor, el movimiento de bienes o dinero en pago de saldos que superaban los Dls. 40.000 millones. Pero en general, Estados Unidos consideró a gran parte de esos saldos como pérdidas de guerra, y solo mantuvo vigente un pequeño crédito

dito que, en su mayor parte se transformó en una deuda consolidada a largo plazo.

En general, los arreglos finales del Préstamo y Arriendo, contenían los mismos principios generales (1):

- 1- No se solicitó ningún pago por mercaderías del "lend-lease" o del "reverse lend lease", perdidas, destruidas o consumidas antes del día VJ.
- 2- Todos los artículos o servicios trasferidos después del día VJ, excepto ciertos aprovisionamientos y servicios militares especificados, fueron hechos en términos de crédito o compensación.
- 3- En general los pagos, se hicieron mediante la compensación de los reclamos recíprocos de los Estados Unidos y Los países del lend-lease.
- 4- Se aprobaron condiciones de crédito a bajo interés (típicamente 2%) y amortización a largo plazo, variando entre 30 y 50 años.
- 5- Los acuerdos de cancelación contuvieron frecuentemente disposiciones para la adquisición por los gobiernos extranjeros de los sobrantes americanos en el exterior en idénticas condiciones de crédito.

b) Liberación de las £ bloqueadas.

Los £ 3.700 millones que se acumularon durante la guerra en Londres, a favor de terceros países, crearon uno de los problemas de difícil solución en la postguerra. La existencia de esos saldos perturbaron la estabilidad monetaria del mundo y provocaron el fracaso del intento de convertibilidad de la £ en 1947.

Nos referimos a este problema con más amplitud en el Cap. XXXIII.

c) Liberación de los RM bloqueados.

En septiembre de 1954, Alemania procedió a desbloquear los saldos extranjeros congelados en las cuentas "Sperrmarks", que se transformaron en "Cuentas Capital Liberado". Sus titulares, en tanto no residieran en el área del dólar o en países orientales, podían repatriar sus saldos directamente, transferirlos a cuentas Deutschemarks de convertibilidad limitada o invertirlos en Alemania. El Banco de Ajustes Internacionales hace notar, frente a la lenta re-

(1) B.W. Ruffner: Foreign Grants and credits of The U.S. Government, "Survey of Current Business" (U.S. Dept. of Commerce) junio 1948.

ducción de esos saldos y a que buena parte de ellos se invirtieron en la misma Alemania Occidental, que no se cumplieron los temores de que el desbloqueo produjera un drenaje substancial en sus reservas de divisas (1).

A este respecto no debe pasarse por alto que Alemania desbloquó estos capitales en momentos en que su situación económica era muy buena y, por lo tanto, propicia para atraer capitales y no para provocar su fuga.

d) Transferencia del Plan Marshall.

Dada la magnitud de este plan el desplazamiento internacional de los valores que integraron la ayuda tiene importancia tanto para Estados Unidos como para los países beneficiarios.

En Estados Unidos

Debe considerarse el origen de los fondos y la forma de transferencia.

Los términos del Plan hacen posible la compra de mercaderías y la obtención de servicios en terceros países a los que se le pagaría en dólares. Es posible que estas compras sean las causantes de que parte de los saldos negativos para EE.UU. (de los rubros corrientes y donaciones) se retiren del país en oro. Pero el grueso de las exportaciones de estos capitales lo son en mercaderías.

Estas salidas podrían provocar un enrarecimiento del mercado de los productos afectados y la elevación de sus precios.

El artículo 112 dice que el Administrador se esforzará en:

- 1º - Reducir al mínimo el drenaje de los recursos de los Estados Unidos así como la repercusión de dichas adquisiciones en la economía interior.
- 2º - No perjudicar la satisfacción de las necesidades vitales de la población de los Estados Unidos.

Contiene, asimismo, disposiciones que previenen de los efectos sobre algunos productos tales como el petróleo, harina y trigo, y otros productos agrícolas.

En cuanto al origen de los fondos, Estados Unidos no re-

(1) Banco de Ajustes Internacionales. Memoria 1954/5, págs. 112 y sig.

curre como medio habitual al crédito bancario. Incluye el gasto en el presupuesto anual, que trata de cubrir esencialmente con los recursos clásicos y ortodoxos: el impuesto y la deuda pública. Al aprobarse el Plan Marshall, el Consejo Nacional Asesor de los Estados Unidos decía (1):

"No serviría de nada pedir a los Gobiernos europeos que pusieran en orden sus casas, si nosotros mismos adoptamos métodos de organización que pudieran acentuar la inflación en los Estados Unidos o hacerle dar un vuelco a la estabilidad de nuestra propia economía. Mi opinión inconvencible es que debemos financiar el programa de Recuperación Europea con un presupuesto bien saneado y equilibrado. Cónfío en que, desde que perseguimos una política fiscal saludable, podemos cubrir el costo del Programa con nuestros recursos corrientes".

#### En los Países beneficiarios.

Para evitar el impacto fuertemente inflacionista de esa suma en la economía de estos países, se dispuso que el equivalente de la ayuda, en moneda del país beneficiario debía depositarse en una cuenta especial abierta en este último. (counterpart funds). De ese depósito, el 5% queda a disposición de Estados Unidos para hacer gastos en el país deudor y el 95% queda congelado pudiendo utilizarse solamente, previa conformidad de E.C.A., para propósitos de estabilización monetaria y financiera interna, para el estímulo de actividades productivas y el desarrollo de fuentes de trabajo, etc.

Esta neutralización del poder de compra recibido, se suma a la mayor existencia de bienes derivados de estas importaciones, con lo que el efecto anti-inflacionista se multiplica.

e) Las cuentas del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.

Las cuentas abiertas a nombre de esta Institución en los Bancos Centrales de los países miembros, en la moneda de éstos representan para ellos un pasivo a corto plazo cuyo movimiento compor-

(1).- Federal Reserve Bulletin. Sept. 1948, pág. 1096.-



ta un caso típico de la especie que estamos considerando.

#### A.- Procedencia de los Fondos

- Fuente a) El aporte del 18% del capital suscripto por este país miembro, que debe integrarlo en su moneda.
- Fuente b) El aporte del 80% de dicho capital, a medida que el Banco lo requiera para hacer operaciones en esta moneda (1).
- Fuente c) Transferencias en esa moneda que otros países hacen al Banco en cumplimiento de parte del 80% de su aporte (ya que es opcional cumplirlo en la propia moneda, en oro o dólares o en la divisa en que el Banco debe cumplir las obligaciones para cuya atención pide esta integración).
- Fuente d) Empréstitos que el Banco obtenga en el país para atender solicitudes de crédito en esa moneda, previa aprobación del país en que el empréstito se coloca o del titular de la moneda en que se emite.
- Fuente e) Pagos a favor del Banco, de amortización de préstamos que aquel acordó en esa moneda utilizando los fondos provenientes de la fuente a).
- Fuente f) Pagos a favor del Banco, de amortización de préstamos que acordó utilizando fondos provenientes de empréstitos colocados en el país titular de la moneda.
- Fuente g) Pagos a favor del Banco, por intereses, comisiones y otras cargas sobre los préstamos a que se refieren las fuentes e) y f).
- Fuente h) Las sumas de esa moneda adquiridas por el Banco mediante la venta de oro.
- Fuente i) Los pagos al Banco que este país miembro haga en su moneda, por deudas contraídas en otra, según autorización excepcional del Banco si aquel experimenta una escasez aguda de divisas. Estos pagos no podrán hacerse por perio-

---

(1).- Este 80% solo será exigible a medida que el Banco Mundial lo fuera necesitando para atender compromisos. Tiene por lo tanto carácter de fondo de garantía. Se recuerda que los países miembros deben aportar en oro o dólares el 2% del capital suscripto.

dos mayores de tres años, estarán a cubierto de riesgos de cambio y se convendrán condiciones de uso de esa moneda y la readquisición por el deudor, de los remanentes, en condiciones convenientes.

Cuando el Banco, en lugar de pedir fondos en un país para prestar a otro, se limita a garantizar el préstamo hecho por inversores privados del primero, habrá un crédito en esa moneda pero no a favor del Banco sino del país prestatario.

#### B.- Uso de los Fondos

El uso de los fondos está sujeto a las siguientes condiciones:

##### a) Préstamos:

-Requiere: autorización del país titular de la moneda la realización de préstamos con capital propio del Banco (fuente a) con los provenientes de empréstitos colocados por el Banco (fuente d) y de las amortizaciones de los préstamos hechos con capital propio (fuente e).

-Los préstamos se efectúan en la moneda del país en que deben efectuarse los gastos.

Si estos gastos y compras, ocasionan en el país en que se efectúan, una mayor demanda de oro y divisas, el Banco puede comprarle su moneda contra oro y divisas en cantidad no superior a esa mayor demanda.

-El pago de los servicios debe hacerse en la moneda que se convenga en el contrato o en oro. Cuando se trata de servicios de préstamos con capital propio -fuente e) y parte de g)- deberá convenirse el pago en la moneda en que se otorgó el préstamo, salvo conformidad del país emisor de esa moneda.

##### b) Convertibilidad a otras monedas:

-Son convertibles sin restricciones los fondos provenientes de los empréstitos obtenidos por el Banco (fuente d), y los de fuentes privadas garantizados por el Banco, ya que solo pueden ser tomados previa conformidad del país titular de la moneda con

esa condición; los provenientes del cobro de intereses, comisiones y otras cargas sobre los préstamos de cualquier tipo hechos por el Banco (fuente g), y los obtenidos mediante la venta de oro (fuente h).

-Son convertibles, con la previa conformidad del país titular de la moneda, los fondos provenientes de la amortización de préstamos hechos por el Banco con saldos integrantes de su capital propio (fuente e).

-No son convertibles las monedas aportadas en lugar de oro o dólares, como integración del 80% del capital, (fuente b y c) ya que por definición, se requieren para hacer operaciones en esa moneda.

c) Cancelación de Empréstitos y otras Deudas del Banco:

Los fondos provenientes de la amortización de créditos acordados por el Banco con dinero que a su vez tomó en préstamo, se destinarán sin restricción alguna, para amortizar, pagar anticipadamente o comprar obligaciones del Banco en esa misma moneda.

-Los créditos de esta categoría que posea el Banco no podrán ser superiores a las deudas que la Institución haya constituido en la misma moneda para acordarlos.

-Una vez integradas todas las acciones suscriptas, ningún país miembro puede oponerse a que los saldos en su moneda que tenga el Banco, provenientes del aporte del 18% del capital (fuente a) o de la amortización de préstamos hechos con esos aportes (fuente e) sean libremente utilizados o convertidos a otras monedas para el pago de intereses y otras cargas a cargo del Banco, amortizaciones de empréstitos tomados por el Banco u obligaciones contractuales emergentes de garantías acordadas por el mismo.

-Sobreentendemos que la libre convertibilidad de los fondos a que se refiere el acápite b) (fuentes e, g, h) permite su uso para atender obligaciones del Banco.

C.-Mantenimiento del valor de los saldos:

Cuando la moneda de un país miembro disminuye su valor par

(fijado por el Fondo Monetario Internacional) o se deprecia en términos de cambio extranjero según opinión del Banco, dicho país miembro debe revaluar los saldos en su moneda que posea el Banco, provenientes del aporte del 18% de su capital (fuente a), de las amortizaciones de préstamos hechos con esos mismos fondos (fuente e) y de sumas adicionales aún no recompradas contra oro o monedas aceptables para el Banco (fuente i). La revaluación la efectúa acreditando al Banco una suma adicional de su moneda para que los fondos mantengan el mismo valor que tenían en la fecha de suscripción.

Si se modificara el valor par (fijado por el F.M.I.) en sentido favorable, el Banco devolverá una suma al país miembro para que el nuevo saldo equivalga al anterior.

#### D.- Efectos sobre el país miembro

##### a) Del ingreso de fondos a la cuenta:

Si el aporte que el país hace en su moneda, se cumple con fondos creados al efecto por la institución nacional emisora, y teniendo presente que se acreditan en una cuenta de velocidad de circulación nula, la operación carece de todo efecto.

Si el ingreso se hace por la colocación de un empréstito en el mercado (ya sea por las autoridades nacionales para cumplir con su aporte, o por el Banco Mundial para obtener recursos), el efecto será una contracción en las actividades del país si los fondos proceden del sector mercantil, en tanto que tendrá menor trascendencia si son del mercado financiero.

##### b) Del uso de los fondos:

Los saldos acumulados nunca presentarán el peligro de un retiro intempestivo o inconveniente de capitales.

El Banco Mundial debe prestar en la moneda en que hay que hacer los gastos. Elimina así la amenaza de transferencia en oro o divisas. Más aún, cuando la fabricación de las mercaderías que el prestatario desea comprar con el crédito, exige al país vendedor gastar oro o divisas, el Banco puede reponerlas.

La operación se reducirá, en síntesis, a una salida de capital en forma de mercaderías o de servicios prestados al exterior. Además, el otorgamiento de los préstamos solo puede tener lugar previa conformidad del país titular de la moneda. Por último se exige que el pago de los servicios de los créditos se cumpla en la moneda en que éstos se acordaron, con lo cual se evita que, a través del Banco, se realicen arbitrajes que, en el momento del pago, puedan ser beneficiosos para el deudor en perjuicio del Banco o del país titular de la moneda.

En cuanto a la posibilidad de que los saldos acumulados sean convertidos a oro o divisas significando un drenaje para el país depositario, el caso posible más importante es el de los fondos tomados en préstamo por el Banco; pero, en él, el país que eventualmente tendrá que entregar el oro o las divisas tiene su defensa en que puede negar su conformidad para la emisión del empréstito.

Los restantes casos de conversión se refieren a los recursos normales del Banco o a fondos para atender obligaciones de éste, situaciones que, en la mayoría de los casos, pueden carecer de importancia práctica y que, de tenerla, deben ser resueltas por el Banco, organismo internacional responsable que, como es evidente, no va a proceder inconsultamente en perjuicio de un país miembro.

La facultad de los países titulares de las monedas, de tomar con anticipación medidas para evitar consecuencias de los préstamos que creen inconvenientes, ha sido aplicada en forma exagerada.

En su memoria 1955/56, el Banco expresa que del total de fondos recibidos en concepto del 18% del capital suscrito, que representan dólares 1.629 millones, solo ha podido utilizar alrededor de la mitad.

"El resto, una suma equivalente a dólares 736 millones, no ha sido usada o asignada, ya sea por que los países miembros interesados no han dado su consentimiento, o por que las restricciones aplicadas al uso de los fondos han sido tales que han impedido al Banco usarlos. Estas restricciones incluyen exigencias de nuevas consultas antes de usarlos o de que se los acompañe con la liberación por igual gasto de otros fondos del Banco en el territorio del país interesado; en otros casos el gasto es solo permitido en el país miembro particular que hace la liberación, o se pone un límite a la tasa de desembolso. Además, algunos países aún no han dado al Banco el permiso para volver a prestar los fondos imputables al 18%, que les habían sido devueltos.- (1)

f) Cuentas del Fondo Monetario Internacional.

Las cuentas que este Fondo tiene a su nombre en un país miembro, en la moneda de éste, alimentada con el 75% de su aporte a aquella organización y por pagos de otras divisas que le hubiera adquirido, es también un pasivo potencial para ese país miembro.

---

(1).- International Bank for Reconstruction and Development - Eleventh Annual Report 1955/6 pág. 14.-

Pero el único destino que el Fondo puede dar a esos fondos es su venta a un tercer país que los necesite en ese momento para hacer pagos en esa moneda por transacciones corrientes. A éste le está expresamente prohibido utilizarlos para atender transferencias de capital.

Entendemos que dentro de este concepto general no le es posible al país prestatario utilizar la moneda así recibida para comprar oro en la plaza en que ésta se encuentra.

Sin embargo, no se aclara que los pagos tienen que hacerse al país titular de la moneda. Nada impediría que se destine a cumplir obligaciones contraídas en esa divisa con un tercer país a cuya cuenta ingresaría. Quedaría a cargo de los controles de cambio (en la medida en que sean permitidos por el propio Fondo) controlar que este país no la transfiera en oro.

g) Las cuentas de los Convenios bilaterales y multilaterales.

Los saldos de las cuentas de los Convenios de pagos bilaterales crean también para el país deudor el problema de su cancelación al vencimiento.

Teóricamente estos acuerdos deberían basarse en una compensación real de modo que el saldo final fuera pequeño o inexistente. Pero ya vimos que el ajuste en este régimen es difícil si no se aplica un estricto sistema de control de cambios.

Los acuerdos prevén distintas formas para resolverlo. En primer lugar se fija un límite máximo al crédito a fin de evitar que aquél saldo resulte exageradamente grande.

Se establecen pagos de todo excedente de una suma determinada, en cualquier momento que se produzca; la facultad del país acreedor de restringir sus ventas al deudor, o el pago de intereses sobre ese excedente.

También se prevén distintas maneras de cancelar el saldo final al vencer el Convenio:

- a) en oro o divisas libres de inmediato o dentro de un plazo corto;
- b) en oro o divisas, en cuotas durante un plazo más largo;
- c) su utilización para compras de mercaderías en el país deudor;
- d) su utilización para compras en un tercer país, con la conformidad de éste (un método de multilateralismo en germen);
- e) su consolidación, en una deuda a largo plazo, a interés.

Es decir que al suscribirse el acuerdo, suele existir la preocupación de los Gobiernos firmantes, por el retiro repentino, en oro o divisas, de una masa de fondos que puede ser importante. Claro está que aún en el caso a), de pago total al contado, el país deudor conoce de antemano la fecha de pago y puede observar con la debida anticipación la marcha del convenio, estimar la magnitud a que podrá alcanzar su obligación y tomar las medidas conducentes a reducirla o a formar las reservas necesarias para atenderla. Distinto es el caso de "saldos acumulados" privados que, a falta de un control de cambios, pueden retirarse en cualquier momento y por sumas desconocidas de antemano.

En cuanto a los sistemas multilaterales como el de la U.E. P. el problema se reduce porque los saldos deben compensarse mensualmente y el neto a pagar solo en parte se cubre en oro, contando por el excedente con un crédito de esa Organización.

### 3.- LOS FONDOS FLOTANTES

#### A.- Su control frente a los acuerdos de Bretton Woods.

La experiencia de ante-guerra sobre los fondos privados flotantes y de las consecuencias de sus desplazamientos indujo a todas las naciones a mantener una constante vigilancia para impedirlos.



Agregase que, al terminar la contienda, el exceso de liquidez en cada país y la inseguridad y desconfianza en cuanto a las monedas respectivas eran motivos más que suficientes para inducir esos movimientos si se los dejaba en libertad. De allí que se aceptó como única arma de relativa eficacia al Control de Cambios.

El reconocimiento de esta situación quedó consagrado con carácter internacional en los Acuerdos de Bretton Woods, así como en los planes que lo precedieron (White, Keynes, Canadiense y Morgenthau).

El plan White contemplaba la posibilidad de restringir los movimientos de capitales.

Autorizaba a los países adherentes a mantener el control de cambios en lo referente a transferencias de capital; y les obligaba a cooperar con otros países que mantuvieran ese control con el objeto de regularizar sus movimientos de capital. "La cooperación incluirá, cuando lo recomiende el Fondo -decía el Plan- medidas adecuadas, como por ejemplo:

- a) No aceptar o no permitir la adquisición de depósitos, papeles de crédito o inversiones, por ciudadanos de cualquier País Miembro que imponga restricciones a la exportación de capital, excepto con el permiso del Gobierno de ese país y del Fondo.
- b) Poner a disposición del Fondo o del Gobierno de cualquier País Miembro la más completa información acerca de toda propiedad, sea en forma de depósitos, de papeles de crédito o inversiones de los ciudadanos de ese País Miembro; y
- c) Toda otra medida que recomiende el Fondo".

El Plan Keynes tenía por objeto crear una Unión Compensadora Internacional. Contenia una sección, la VII, titulada "El Control de Movimientos de Capital". Fundamentaba las medidas sugeridas con estas palabras:

"No existe país que pueda, en el futuro, permitir, tranquila

mente, la emigración de capitales, sea por razones políticas, sea para evadir impuestos, sea anticipándose a que el dueño se vuelva un "refugiado". Igualmente, no hay país que pueda, tranquilamente, recibir fondos fugitivos, que constituyen una indeseable importación de capital, y que no pueden usarse sin peligro, en una inversión estable"

"Por estas razones se considera, justamente, que el control de movimientos de capital, sea hacia adentro, sea hacia afuera, deberá ser una característica permanente del sistema de post-guerra".

Distinguía los movimientos de capitales destinados a propósitos legítimos, los cuales no deben ser trabados, estableciendo que los préstamos internacionales a mediano y largo plazo deben hacerse por un organismo distinto a la Unión Compensadora. En cambio, deben controlarse los movimientos especulativos a corto plazo.

A este respecto decía:

- a) Para que el control sea eficaz, sería necesario mantener el mecanismo de control de cambios para todas las transacciones.
- b) Para que el control sea eficaz debe ejercerse de ambas partes, vale decir que el país que trata de impedir los ingresos de capital, debe contar con la colaboración del país desde donde sale ese capital;
- c) Sugiere que se busque una solución a los saldos anormales de guerra.

El Plan Canadiense se trazó sobre la base de que no deberán realizarse movimientos de capital flotante. "Evidentemente, se impedirán, de un modo u otro, movimientos de capital, no regulados, entre los países" (observaciones generales, punto 9).

Creaba también a los países miembros la obligación de cooperar en el control de movimientos de capital, con medidas idénticas a las que establecía el Plan "White".

El Plan Morgenthau, estadounidense, era una versión reformada del Plan White, teniendo en cuenta también algunas disposiciones o sugerencias de los otros planes. En consecuencia contenía medidas

milares a las enunciadas.

El Acuerdo de Bretton Woods por el que se crea el Fondo Monetario Internacional es el resultado de las negociaciones sobre los planes anteriores.

Las disposiciones del acuerdo distinguen los movimientos que hemos llamado "normales" de los "anormales".

Así, establece que pueden utilizarse los recursos del Fondo, por montos razonables, para transacciones de capital necesarias para la expansión de las exportaciones o en el curso ordinario de los negocios comerciales, bancarios o de otra clase. Asimismo dice que un miembro no podrá ejercer controles en forma tal que restrinja los pagos por transacciones corrientes (1) o que demore indebidamente las transferencias de fondos en cumplimiento de compromisos.

Con respecto a los movimientos "anormales" es mucho menos estricto que los Planes que le sirvieron de base .

Al respecto, podemos clasificar las disposiciones en relativas a:

a) Uso de fondos del organismo:

No se puede hacer uso especifico de los recursos del Fondo para atender un drenaje de capitales grande o sostenido. El Fondo puede exigir que se implante un control para evitarlo. Deducimos que a "contrario sensu", se pueden usar dichos recursos para

(1).- Los pagos por transacciones corrientes significan pagos que no tienen por objeto transferir capitales e incluyen sin limitación:

- a) todos los pagos que se ~~adenden~~ adenden en relación con el comercio exterior, otros negocios corrientes, incluyendo servicios y facilidades de crédito y bancarias normales a corto plazo;
  - b) .....
  - c) los pagos, por sumas moderadas, en concepto de amortización de empréstitos y en concepto de depreciación de inversiones directas.
  - d) ....
- (Art. XIX., inc. i)

atender un saldo desfavorable del balance de pagos ocasionado simultáneamente por diversos conceptos, aunque entre ellos figuren salidas de capitales, Asimismo podrían usarse para atender salidas de capitales cuando son pequeñas o transitorias.

Que no es absoluta la prohibición de mover capitales lo confirma otra disposición por la cual se podrán utilizar las disponibilidades del Fondo para hacer frente a esos movimientos, cuando ello contribuya a aumentar la moneda del país tomador hasta el 75% de su cuota.

b) Uso de Fondos propios:

Las disposiciones del Fondo no afectarán los movimientos de capitales que se afronten con los recursos en oro o cambio extranjero, propios de un miembro, pero los miembros cuidarán de que tales movimientos de capitales estén en consonancia con los propósitos del Fondo (Art. VI., inc. b-2).

Como en el caso anterior, este artículo demuestra que el Fondo no crea la obligación de impedir los movimientos de capitales anormales.

c) Control de transferencias de capitales;

Los miembros podrán ejercer los controles que sean necesarios para regular los movimientos internacionales de capitales, con las limitaciones que ya mencionamos en cuanto afecten a los movimientos "normales".

B.- Los Controles de Cambio Nacionales.-

La mayoría de los países, que utilizaron hasta con exceso la autorización para mantener controles transitorios de cambios sobre operaciones corrientes, más aún lo hicieron con los vinculados a movimientos de capitales anormales que se les autorizan con carácter permanente.

Quizás con la excepción de Estados Unidos y Suiza, no hay país que no haya mantenido esas restricciones. Debe agregarse la libertad de movimientos dentro del grupo del área esterlina en el que solo Sud Africa y Australia adoptaron algunas medidas (1) para evitar los efectos de importantes sumas que llegaban desde Gran Bretaña en busca de refugio o con fines especulativos, a partir de 1947.

Después de la última guerra mundial y a base de los acuerdos económicos o monetarios internacionales se ha notado un esfuerzo para ir liberando las restricciones sobre cambios, tendencia que no siguió, por cierto, una línea constante en ese sentido ya que experimentó avances y retrocesos según los países y las circunstancias.

Pero, como es de presumir, esa liberalización fué más lenta en materia de capitales.

Debe en primer lugar destacarse que, con carácter general, las operaciones de cambios, deben realizarse a través de Bancos autorizados a tal efecto, lo que permite un control de los movimientos de fondos y de las causas a que responden.

En cuanto a los movimientos de capital propiamente dichos, se hace una clara distinción entre haberes de propiedad de personas o entidades residentes en el país y los de no residentes en él.

a) Capital de Residentes: La tendencia general es a no permitir egresos de capital nacional. Recién en los últimos años se nota alguna liberación al respecto, pero previo control del destino y causas, con lo que se excluye la posibilidad de fugas de capital flotante. Así, por ejemplo, Gran Bretaña, en 1954, dispuso conceder estas autorizaciones siempre que se trate de realizar inversiones comerciales y que el lugar de la inversión sea de beneficio para el Reino Unido.

---

(1).- Ver Capítulo XXXIII, punto 5.-

Por su parte, Alemania Occidental comenzó en diciembre de 1953 por permitir la libre transferencia al exterior, por sus residentes, de hasta D.M. 200 por trimestre a países con los que había concluido acuerdos de pago y de conformidad con las disposiciones de éstos, por distintos conceptos entre los que se incluye "la constitución de activos en el exterior".

En abril del mismo año, las autoridades alemanas habían resuelto considerar favorablemente pedidos de autorización formulados por empresas residentes para invertir hasta D.M. 50.000 en la creación de sucursales en el exterior con el objeto de promover las exportaciones alemanas. El 21 de abril de 1954 esta disposición fué modificada, disponiéndose autorizar a empresas residentes la inversión en el exterior de hasta D.M. 200.000 para establecer o mantener sucursales comerciales en el exterior; o hasta D.M. 100.000 para establecer, comprar o participar en una empresa de producción en el exterior, a condición de que tales inversiones contribuyan al fortalecimiento de las relaciones económicas con países extranjeros.

Holanda, el 8 de agosto de 1953 dejó sin efecto la obligación de entregar el cambio recibido pero dispuso:

- a) que ese cambio solo podía mantenerse depositado a la vista en Bancos Holandeses;
- b) que subsistía la obligación de cobrar los créditos exigibles sobre el exterior.

En 1954 se acuerda entre este país y Bélgica-Luxemburgo la creación de un mercado libre para capitales. Los capitales que los residentes en Holanda transfieren a Bélgica son acreditados en cuentas especiales, llamadas cuentas L, abiertas en bancos Belgas a nombre de Bancos Holandeses. Estos acreditan su importe al titular. Las inversiones en inmuebles, en ciertos valores indicados por la regla-

mentación y otras que es posible efectuar, se ordenan así, contra esas cuentas, por intermedio de los Bancos a cuyo nombre éstas se hallan. He allí un mecanismo que, sin trabar las salidas de capital nacional, permite controlar perfectamente su destino.

Con respecto a los capitales que los residentes ya poseen en el exterior, la norma básica ha sido que no tienen la obligación de repatriarlos. En casos de liquidación de las inversiones, los titulares pueden, por lo general, reinvertirlos, aunque a veces las reglamentaciones limitan los tipos de inversión a este efecto.

b) Capital de no residentes: El problema del capital extranjero en un país tiene para las autoridades de éste mayor trascendencia que el anterior. A las posibles dificultades internacionales, se agrega el propio prestigio y la necesidad de no ahuyentar, con medidas restrictivas, a los capitales extranjeros que pueden ser útiles para el desenvolvimiento de su economía. Frente a ello se halla la necesidad de protegerse de las bruscas salidas de fondos acumulados.

Leyendo las disposiciones que en la materia han regido después de la guerra, se observa el esfuerzo por mantener el control de los movimientos internacionales de capital. Desde un comienzo de controles estrictos, las normas se han venido suavizando paulatinamente, pero manteniendo siempre algún mecanismo que permite analizar en cada caso el carácter de las inversiones o la causa del desplazamiento, tratando de evitar los que no resulten beneficiosos para la economía nacional.

En general, se ha mantenido la obligación de cursar las operaciones a través de Bancos autorizados para operar en cambios y, por lo tanto, responsables ante las autoridades del país, del cumplimiento de las reglamentaciones vigentes; de la necesidad de regis-

trar los ingresos de capital extranjero o de cursar las pertinentes operaciones a través de cuentas especiales; la determinación del tipo de inversiones a las que se pueden destinar los capitales y la fijación de plazos que deben transcurrir antes de que los capitales recibidos puedan ser repatriados.

Ha tenido también influencia en los regímenes vigentes, la situación en que el país respectivo se encontraba frente a cada divisa en la que estaba dividido el sistema monetario mundial, de modo que se observaban diferencias en el grado de severidad con que se controlaban los traslados de capital según la moneda en que tuviera lugar.

Sintetizamos a continuación las normas de post-guerra en algunos países, para mostrar la evolución hacia una mayor liberación, manteniendo siempre un medio de control de concepto.

### Alemania

Los haberes extranjeros provenientes de la liquidación de inversiones en ese país, debían ser depositados en Cuentas Bloqueadas (cuentas Sperrmark), a las que se acreditaban también las reparaciones e indemnizaciones debidas a particulares por daños de guerra. Estas cuentas llamadas "originales" podían debitarse para realizar inversiones en Alemania en inmuebles, títulos, participación en empresas y préstamos o créditos a firmas alemanas. Además podían hacerse ciertos pagos corrientes en Alemania, enumerados por la reglamentación. Los fondos de una cuenta bloqueada "original" podían transferirse a una cuenta bloqueada a nombre de otro no residente, constituyendo una cuenta "adquirida" cuyos saldos podían destinarse a las mismas inversiones que los de las "originales" pero no a los gastos corrientes.



Los saldos de ambos tipos de cuenta no podían destinarse a pagar mercaderías para exportar.

En 1953 comienza la liberación, autorizándose en julio a pagar al exterior deudas que no excedan de determinado importe; entre octubre y diciembre se amplían los conceptos en que pueden usarse los saldos de cuentas bloqueadas.

En 1954 se produce una importante transformación del régimen de cuentas extranjeras.

Para cursar operaciones corrientes se establecen en abril de ese año, tres tipos de cuenta:

- a) libremente convertibles: para acreditar pagos que podrían hacerse con divisas libres; son transferibles a cualquier cuenta o en divisas;
- b) parcialmente convertibles, para acreditar pagos que solo podrían atenderse en monedas no convertibles. Son transferibles a través de los canales de los respectivos convenios de pago;
- c) de convenio: para cursar las operaciones comprendidas en éstos.

En materia de capitales se dispone que los saldos de las Cuentas Bloqueadas al 31 de marzo de 1954 podían transferirse a las cuentas "Parcialmente Convertibles" mencionadas arriba, o directamente al exterior por los cauces del respectivo convenio de pagos. Pero el 16 de septiembre quedan abolidas las cuentas bloqueadas creándose en su lugar las "Cuentas de Capital Liberado". Estas se acreditan por los mismos conceptos que lo eran las bloqueadas; sus saldos se pueden destinar a inversiones en Alemania que se indican en la resolución, para ciertos gastos en Alemania, para ser transferidos a cuentas "parcialmente convertibles" o para ser remesados al exterior de acuerdo con los respectivos convenios de pago.

Se observa en el caso de Alemania una marcada liberalización que no excluye la obligación de pasar los fondos a través de cuen-

tas especiales abiertas en bancos autorizados, con lo que se hace posible un control del movimiento.

### Bélgica

También en Bélgica los movimientos de capitales extranjeros estaban estrictamente controlados, exigiéndose un permiso para cada uno de ellos. Al principio, los fondos de no residentes se acreditaban en las llamadas cuentas B abiertas en ciertos bancos Belgas,, las que podían debitarse para hacer pagos en Bélgica o para transferir a otra Cuenta B. del mismo país.

En algunos casos los saldos de Cuenta B podían convertirse a la moneda del país titular y en otros eran transferibles a cuentas B de otros países.

En 1953 se establece que los saldos de Cuentas B de un grupo de países podían ser negociados a cambio de la moneda de cualquiera de los integrantes del grupo.

En 1954 se crean las Cuentas L para operaciones financieras y de capital con países de la Unión Europea de Pagos. Sus saldos pueden destinarse a ciertas inversiones y pagos en Bélgica y para la compra de saldos de cuentas en monedas de la U.E.P.

En 1955 se crean varios tipos de cuentas extranjeras:

- a) para cursar operaciones corrientes: "Convertibles" para países del area dólar, libremente transferibles a cualquier cuenta; E.P. U." para países de la Unión Europea de Pagos, libremente transferibles a cualquier cuenta de los países comprendidos en ésta; "Dilaterales" transferibles solo a otra cuenta del mismo país, y "Sin acuerdo" para otros países, transferibles a cuentas "E.P.U"; "Dilaterales" o a otras "Sin acuerdo".

- b) para cursar operaciones de capital: "Cuentas Financieras", como las ~~ex-Cuentas L~~, pero para operar con todos los países. Sus saldos podían transferirse a cualquier cuenta excepto las "Convertibles" y a cualquier moneda no-dólar y, desde mayo de 1955, podían destinarse a adquirir dólares en el mercado libre.

### Francia

El ingreso de capitales extranjeros en Francia requería permiso y, una vez entrados, quedaban bloqueados.

El valor de las inversiones en inmuebles, ciertos títulos y los saldos bancarios solo podían destinarse a pagar ciertos gastos en Francia, pudiendo ser transferidos únicamente dentro de Francia a nombre de otro extranjero residente en el mismo país del transferente.

Las medidas se suavizan en 1950/1 y luego se tornan nuevamente severas siguiendo la situación monetaria francesa.

En 1952 se crean las siguientes cuentas de no residentes; todas ellas sujetas a control:

- a) para operaciones corrientes: Cuentas "Franco libre" y cuentas "Francos franceses de determinado país";
- b) para operaciones de capital: Cuentas "Capital".

Las cuentas "Franco Libre" recogen operaciones realizadas en divisas convertibles.

Las cuentas "francos franceses de determinado país" solo son convertibles a la moneda del país a que pertenecen, siempre que ésta se coticie en el mercado de cambios francés; de lo contrario son inconvertibles.

Las cuentas "Capital" se acreditan con el producto de la liquidación de capitales extranjeros anteriores al 21.12.49 y las nuevas inversiones no comprendidas en el llamado "tratamiento particular".

Los saldos de las cuentas "Capital" podían transferirse a cuentas similares de la misma nacionalidad, destinarse a ciertas inversiones en Francia y a atender gastos de permanencia en Francia del titular y su familia, hasta determinados montos.

El "procedimiento particular" se aplicaba a determinadas inversiones oficialmente registradas, hechas con capital importado en dólares americanos, dólares canadienses y francos suizos o con fondos de cuentas "Franco libre". Estas inversiones pueden liquidarse y repatriarse en cualquier momento en la moneda en que fueron recibidas.

Este tratamiento preferencial puede acordarse, por permiso especial, a países de la U.E.P., en cuyo caso la transferencia debe realizarse en la moneda o por la cuenta del país interesado.

A partir de julio de 1954 se permitieron transferencias entre cuentas capital de distintos países dentro de un grupo, existiendo al respecto dos grupos: el área dólar y los países de la U. E.P.

#### Holanda

Ya en 1949 toda importación de capital requería permiso y la obligación de entregar las divisas en que se realizara. La exportación también debía contar con permisos que se acordaban en casos excepcionales.

En 1952 la situación era la siguiente(1):

- a) el importe de amortizaciones contractuales, intereses y dividendos a favor de residentes en EE.UU., Canadá o países con los que

(1).- Cuando el residente en el exterior es de nacionalidad holandesa, en lugar de cuentas T existen las N.T. y en lugar de las cuentas K se utilizan las N, con algunas preferencias con respecto a las anteriores, que no alteran las consideraciones generales.-

- existe un convenio de pagos que preve la transferencia de esos conceptos, se acreditan en cuentas transferibles al país de residen-  
cia, llamadas cuentas T;
- b) en los demás casos el producto de esos conceptos se acredita en cuentas K, intransferibles, y solo utilizables para la inversión en determinados papeles, para el pago de ciertos impuestos en Holanda y para gastos de permanencia en Holanda del titular y su familia;
  - c) los títulos y acciones de extranjeros pueden serles devueltos o ser vendidos cumpliendo ciertos requisitos;
  - d) el producto de la venta anterior y de cualquier otro activo extranjero debe acreditarse en cuenta intransferible K, y generalmente, con obligación de reinvertirlo;
  - e) se garantiza la transferibilidad del valor de las inversiones industriales hechas a partir del 1.1.50, tres años después de recibido el último ingreso, siempre que se hayan realizado mediante la introducción de divisas libres o con fondos de cuentas florines transferibles;
  - f) en caso de dificultades del titular se permite la exportación de cantidades moderadas de capitales extranjeros;
  - g) los fondos extranjeros de origen dudoso se acreditan en cuentas Z cuyos débitos y créditos requieren permisos individuales.

En julio de 1953 se permite que los saldos de cuentas transferibles de siete países puedan transferirse a cualquiera de ellos.

En mayo de 1954 se hacen transferibles a países de la U.E.P. directamente o a través de cuentas T los conceptos b, c y d anteriores; queda abolida la obligación de reinvertir el producto de la liquidación de inversiones extranjeras y se dispone permitir nuevas inversiones del exterior únicamente cuando se hacen en divisas libres.

Reino Unido

Los ingresos de capital extranjero deben efectuarse en la divisa que corresponda o en £ de cuenta del país respectivo.

Los capitales invertidos desde el 1.1.50 en proyectos aprobados por las autoridades del Control de Cambios pueden ser repatriados en cualquier momento, junto con ganancias de capital.

En las demás inversiones, solo es posible exportar los reembolsos de las obligaciones de capital vencidas, los que deben hacerse en la divisa que corresponda o en £ de la cuenta del país respectivo.

Toda otra liquidación de capitales extranjeros solo estará disponible para reinvertir en títulos que no venzan antes de 10 años de la compra. Desde 1952 se establece, con respecto a estos fondos, que "podrán ser acreditados en Cuentas Esterlinas Bloqueadas que solo estarán disponibles para reinvertir en títulos que no venzan antes de 10 años de la compra".

--00000--

Las medidas directas sobre control de movimientos de capital se ven complementadas por otras tendientes a evitar que los desplazamientos se produzcan por otros medios. Así, mencionamos:

- a) la obligación de cobrar del exterior el importe de las exportaciones y de negociar oficialmente las divisas correspondientes;
- b) la fijación de plazos para cobrar las exportaciones y pagar las importaciones;
- c) la fijación de importes máximos para efectuar transferencias por conceptos imputables a rubros invisibles normales, lo mismo que para introducir o extraer del país billetes nacionales o extranjeros.

Queda así expuesto que la autorización que surge de los acuerdos de Bretton Woods para controlar los movimientos de capital es utilizada por los países interesados quienes buscan la forma de conciliar este control con la eliminación general de controles. No debemos olvidar por otra parte que la política cada vez más liberal en materia de cambios, ha venido siendo acompañada por la reanudación del manejo de la política monetaria mediante el uso de medios clásicos (tasa de interés, mínimos bancarios, etc.) con la que se trata de neutralizar los efectos de los desplazamientos de capitales más bien que de impedir a estos mismos.

#### C.- Los Movimientos Observados y el Control de Cambios.-

En virtud de los controles de cambio, los movimientos de capitales anormales deben necesariamente producirse por vías clandestinas o bien fugar de la moneda nacional, dentro del mismo país, invirtiendo~~los~~ en oro.

##### a) Los rubros residuales.

Los movimientos clandestinos se reflejan por diferencia, en los balances de pagos, particularmente en ~~los~~ del país en que el control de cambios no existe. Esa diferencia se incluye en el rubro "Residual" o de "Errores y Omisiones" que está integrado por diversos conceptos. Sus cifras no nos dicen, por consiguiente, el importe de las fugas de capital, pero la tendencia de ellas a aumentar o disminuir puede reflejar el comportamiento de los capitales privados.

## CUADRO N° 53

RUBROS "ERRORES Y OMISIONES"

Año	Estados Unidos (mill. de Dls)	Bélgica (mill.fs.bs)	Holanda (mill.de fl.)	Alemania (mill.de Dls.)
1947	980	920	-	- 37,8
1948	1037	- 370	-	17,1
1949	785	- 290	= 32	- 25,2
1950	156	- 160	- 15	- 34,3
1951	536	110	- 150	- 66,5
1952	509 (1)	890	" 7	27,7
1953	296	- 2710	- 186	- 49,3
1954	178	- 3980	146	- 97,9
1955	451	- 3940	- 650	68,8

(1).- Solamente en el primer semestre Dls. 433 millones.

Ftes.: U.S.Dpt. of Commerce. The Balance of International Payments 1946-48 y 1949-51; Fondo Monetario Internacional; Balance of Payments Yearbook, vol. 5, 6 y 7.

Las cifras de Estados Unidos que ha sido como siempre, el receptáculo de los capitales, son muy ilustrativas(1).

- fuertes ingresos en los primeros tres años, de capitales que huyen de la inflación europea y de la amenaza de desvalorizaciones monetarias que se cumplen en 1949;
- desaparición de los ingresos (posiblemente ingresos en el primer semestre y egresos en el segundo) en 1950, al estallar la guerra en Corea.

(1).- Estos movimientos coinciden con la explicación, más amplia, que damos en el Cap. "Estados Unidos" al analizar el movimiento de capitales privados. Aquí sólo nos referimos a una parte de ellos, los "ítems residuales" para mostrar, aproximadamente, el comportamiento de los capitales dispuestos a fugar frente a las normas sobre Control de Cambios.-



- fuertes ingresos en 1951 y 1952 de capitales europeos que huyen a causa de la crisis británica.
- a partir del segundo semestre de 1952 reducción debido al alza de las tasas de interés británicas.

El balance de pagos belga muestra las salidas de 1948 y 1949. Al depreciarse el franco belga y elevarse la tasa de descuento en 1950 los egresos se reducen y pasan luego a ser positivos en 1951 y 1952. También el egreso de Holanda en 1951 puede estar reflejando la huida de los capitales hacia Bélgica cuya tasa de descuento (3 3/4 %) supera a la holandesa, lo que obliga al Banco de Holanda a elevar la suya al 4%. (1)

Pero lo que más interesa en Bélgica, Holanda y Alemania es el aumento que experimentan estos rubros a partir de 1953. Sin duda deben estar incidiendo en alguna medida los errores relativos al intercambio, que son mayores al haber aumentado éste por las facilidades de la U.E.P. Pero tal vez más importancia tengan en ese incremento del rubro residual las transacciones de capital que se efectúan aprovechando la posibilidad de hacer arbitrajes entre las monedas de los países del grupo.

Uno de los países que sirvió de refugio a capitales extranjeros durante la guerra de Corea fué el Uruguay.

El siguiente cuadro puede ser ilustrativo al respecto.

---

(1).- Ver Cap. XXXV., pág. 405

## CUADRO N° 54

URUGUAYOBLIGACIONES A CORTO PLAZO Y RUBRO RESIDUAL

Año	Obligaciones a corto plazo	Errores y omisiones
	(millones de Dls.)	
1949	- 12,-	1,7
1950	6,-	- 1,9
1951	13,4	3,8
1952	6,1	10,4
1953	- 4,-	- 1,8
1954	- 1,9	- 4,7

Fte.: Fondo Monetario Internacional: "Balance of Payments Yearbook", vol. 5, 6 y 7.-

b) El atesoramiento de oro.

El otro método para ponerse a cubierto de una moneda nacional que no merece confianza, es convertirla en metálico.

## CUADRO N° 55

PRODUCCION Y ATESORAMIENTO DE ORO

Año	Producción	Atesoramiento	%
	(millones de dólares)		
1946	755	170	22,5
1947	770	250	32,4
1948	805	255	31,6
1949	840	160	19,-
1950	865	275	31,7
1951	840	550	65,4
1952	865	375	43,3
1953	860	335	38,9
1954	910	140	15,3

Fte.: Bank for International Settlements - Mem. 1954/5., pág. 130.-

Un atesoramiento importante durante 1946/7/8 a causa de las situaciones de inflación y amenaza de depreciaciones monetarias; reducción del atesoramiento cuando esas depreciaciones se producen;

dan tranquilidad con respecto al valor de las monedas en el futuro inmediato y permiten especular al comprar baratas monedas que se habían vendido caras; y gran acumulación de oro en el trienio 1950/2 en proporción superior a las anteriores, frente al estallido y desarrollo de la guerra en Corea y la crisis económica británica.

c) Conclusión.

Por definición, los capitales privados experimentan movimientos anormales frente a situaciones de riesgo y de intranquilidad.

En el período de post-guerra han existido esos motivos:

- inflación y amenaza de depreciación hasta 1949;
- desaparición de ese riesgo en dicho año;
- guerra en Corea a mediados de 1950 que se agrava al año siguiente al intervenir los ejércitos de China;
- crisis económica británica en 1951/2.

Las estadísticas que hemos dado reflejan con claridad que los capitales flotantes han sido tan sensibles como siempre a esos acontecimientos, y se han comportado frente a ellos en la forma habitual, pese a los regímenes de control de cambios con que los gobiernos han procurado impedirlo.-

CAP. XXXII.- ESTADOS UNIDOS.

## 1.- EL BALANCE DE PAGOS DE LOS EE. UNIDOS.

El balance de pagos norteamericano en los años de post-guerra refleja claramente el uso de los distintos medios de equilibrio entre países que operan en divisas de libre disponibilidad.

En los primeros años, y hasta 1952, los saldos corrientes son fuertemente favorables a Estados Unidos por el aprovisionamiento de elementos de ayuda para la reconstrucción. Pero a los efectos de la financiación de esos saldos hay que distinguir las fuentes de que provienen los fondos hasta 1947, de las posteriores, siendo 1948 un año que participa de ambos períodos.

Hasta el año 1947 las principales fuentes de recursos para hacer frente a esos pagos son los préstamos a largo plazo, particularmente los Dls. 3750 millones a Gran Bretaña e inversiones para explotaciones petrolíferas en América Latina y en Medio Oriente; las transferencias unilaterales constituidas por los remanentes del Lend-Lease, las ayudas de la U. N. R. R. A., el abastecimiento civil a territorios ocupados, etc. Pero esos recursos no son suficientes y los países deficitarios deben vender oro a Estados Unidos.

En 1948, con la entrada en vigencia del Plan Marshall, adquieren preeminencia las llamadas "Transferencias Unilaterales" en las que se incluyen ese Plan y todas las grandes operaciones de financiación y donaciones oficiales que hace Estados Unidos como colaboración a la obra de reconstrucción del mundo de post-guerra.

A partir de entonces y salvo en el 2do. trimestre de 1949, el 3º y 4º de 1951 y el 1º de 1952, los rubros de donaciones y préstamos a largo plazo superan constantemente a los saldos corrientes. De esta manera se crean disponibilidades importantes a favor del ex

C U A D R O N ° 5 6

MOVIMIENTO DE FONDOS EXTRANJEROS EN LOS ESTADOS UNIDOS

1 9 4 6 - 1 9 5 5

	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
	( En millones de dólares )									
<b>1 - Fondos obtenidos por extranjeros</b>										
Transferencias unilaterales e inversiones americanas a largo plazo (1)	6.214	10.242	6.556	7.113	5.896	6.016	3.750	3.008	2.815	3.239
Aceptaciones americanas (2)	11	41	7	12	63	79	4	30	62	39
Otros créditos americanos a corto plazo (3)	49	256	36	2	123	47	166	188	681	498
Liquidación de inversiones (exc. títulos) (4)	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ventas de oro	623	2.162	1.530	164	-	53	379	-	-	-
	6.910	12.701	8.115	7.263	6.082	6.195	4.291	2.850	3.558	3.776
<b>2 - Utilización de los fondos</b>										
Pago del saldo de rubros corrientes	7.704	11.478	6.699	6.371	2.297	5.164	2.259	285	1.764	1.851
Inversiones (exc. títulos) (4)	-	1	23	60	30	42	98	194	225	344
	7.704	11.479	6.722	6.431	2.327	5.206	2.357	479	1.989	2.195
<b>3 - Saldo (+ a favor de extranjeros)</b>	- 794	+ 1.222	+ 1.393	+ 832	+ 3.755	+ 989	+ 1.934	+ 2.371	+ 1.569	+ 1.581
<b>4 - Movimiento de cuentas extranjeras</b>										
Saldos del rubro 3	- 794	+ 1.222	+ 1.393	+ 832	+ 3.755	+ 989	+ 1.934	+ 2.371	+ 1.569	+ 1.581
Inversiones en títulos (neto) (+disminución) (4)	+ 334	+ 97	+ 193	- 84	- 944	+ 585	- 302	+ 89	- 8	- 529
Retiros en oro	-	-	-	-	- 1.743	-	-	- 1.163	- 298	- 41
Neto: Aumento (+) o disminución (-)	- 460	+ 1.319	+ 1.586	+ 748	+ 1.068	+ 1.574	+ 1.632	+ 1.297	+ 1.263	+ 1.011
<b>5 - Variación de los haberes extranjeros</b>										
a) <b>Cuentas</b>										
Instituciones internacionales	448	1.795	362	189	-	14	50	209	191	32
Bancarias oficiales	- 1.109	- 1.219	976	47	579	112	1.000	836	1.108	182
Bancarias privadas	418	20	38	365	325	608	194	50	25	388
Otras	- 396	- 217	- 103	- 260	8	332	- 82	- 67	- 98	22
Item residual	179	980	1.037	785	156	536	470	269	37	451
Total cuentas	- 460	1.319	1.586	748	1.068	1.574	1.632	1.297	1.263	1.011
b) <b>Inversiones en títulos</b>	- 334	- 97	- 193	84	944	- 585	302	- 89	8	529
c) <b>Variación total</b>	- 794	1.222	1.393	832	2.012	989	1.934	1.208	1.271	1.540

(1) - A partir de 1952 no incluye ayuda militar. (2) - Fte.: Federal Reserve Bulletin (estadísticas sobre "Banking Acceptances outstanding"). (3) - Rubro "Capitales a corto plazo americanos en el exterior" del balance de pagos, menos las aceptaciones del renglón anterior. (4) - Las cifras de "Capital extranjero a largo plazo" se desdobra, asignando a las inversiones en títulos el importe que se indica bajo el rubro "Títulos Nacionales - Ingresos de Fondos Extranjeros" en las estadísticas sobre "Transacciones Internacionales de capital a corto plazo de los Estados Unidos" que publica el Federal Reserve Bulletin, hasta 1952. Luego, Fondo Monetario, obr. cit.

FUENTES: Salvo indicación particular, datos hasta 1951 del U.S.Dpt of Commerce, "Balance of International Payments - 1949/51"; datos posteriores, del Fondo Monetario Internacional, "Balance of Payments Yearbook" vol. 5 y 7.

terior, que constituyen pasivos a corto plazo para EE.UU.

Según las circunstancias, en algunos períodos esos fondos fueran parcialmente retirados en oro, constituyendo un desplazamiento de saldos acumulados. En otros, no solo fueron mantenidos, sino que se envió oro a los Estados Unidos cuyo producto incrementó los haberes extranjeros en ese país.

El cuadro n<sup>o</sup> 56, de valores anuales, muestra esa evolución.

## 2.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO EXTRANJERO.

### A) Carácter de los movimientos.

El cuadro n<sup>o</sup> 57 muestra que las inversiones a corto plazo extranjeras en Estados Unidos, incluyendo los títulos de la deuda pública americana, ha ido aumentando en **mayor** o menor medida en todos los trimestres del período 1949/55.

Estos aumentos se producen por tres situaciones distintas:

- a) el mantenimiento en Estados Unidos de los saldos totales resultantes de la utilización de las donaciones y operaciones a largo plazo, más ingresos de capital en oro;
- b) el mantenimiento parcial en Estados Unidos de aquellos saldos, retirándose una parte en oro;
- c) en pocos casos, el crédito ó inversión a corto plazo de una parte de ingresos de oro, cuyo remanente se aplicó al pago del saldo favorable a Estados Unidos de rubros corrientes menos donaciones y préstamos a largo plazo.

En el caso a) el mantenimiento en el país de los saldos negativos del balance de pagos (por operaciones corrientes, transferencias unilaterales y préstamos a largo plazo) actúa como elemento compensador, ya que evita que esa masa de fondos se desplace hacia el exterior en oro. Pero crea una amenaza potencial ya que se trata de "saldos acumulados" que pueden retirarse en cualquier momento. Aquí se repite el fenómeno del período 1925/30 con la diferencia que, mientras entonces el sobrante provenía de préstamos a largo plazo obtenidos en el mercado americano aprovechando la baratura

CARACTER DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL EXTRANJERO EN EE.UU.

Año y trimestre	Saldo del balance (1)	Oro (2)	Ctas. y títulos extranj.	Año y trimestre	Saldo del balance (1)	Oro (2)	Ctas. y títulos extranj.
(en millones de Dls.)				(en millones de Dls.)			
1948 1	+ 260	- 348	+ 88	1952 1	+ 194	- 556	+ 362
2	+ 410	- 524	+ 114	2	- 638	- 104	+ 742
3	- 253	- 320	+ 573	3	- 741	+ 7	+ 734
4	- 280	- 338	+ 618	4	- 370	+ 274	+ 96
1949 1	- 137	- 69	+ 206	1953 1	- 666	+ 603	+ 63
2	+ 106	- 169	+ 63	2	- 549	+ 128	+ 421
3	- 292	- 91	+ 383	3	- 832	+ 302	+ 530
4	- 345	+ 165	+ 180	4	- 324	+ 130	+ 194
1950 1	- 549	+ 203	+ 346	1954 1	- 514	+ 56	+ 458
2	- 618	+ 29	+ 589	2	- 356	+ 8	+ 348
3	- 1.738	+ 740	+ 998	3	- 594	+ 164	+ 430
4	- 850	+ 771	+ 79	4	- 105	+ 70	+ 35
1951 1	- 972	+ 893	+ 79	1955 1	- 172	+ 30	+ 142
2	- 383	+ 55	+ 328	2	- 710	+ 34	+ 676
3	+ 91	- 292	+ 201	3	- 444	- 15	+ 459
4	+ 328	- 709	+ 381	4	- 255	- 8	+ 263

1) - Rubros corrientes, donaciones, capitales a largo plazo y capitales americanos a corto plazo.

2) - Exportaciones de oro (+); importaciones de oro (-).

FUENTE: U.S.Dpt. of Commerce "Balance of International Payments 1949/51" y Fondo Monetario Internacional "Balance of Payments Yearbook" vol. 5 y 7.

del dinero, ahora se originan en grandes donaciones y empréstitos oficiales.

En cuanto a las entradas de oro que da lugar al aumento adicional, responden a movimientos de tipo netamente desequilibrador, pues no son necesarios para lograr el equilibrio, sino que, por el contrario exceden a las que lo producen.

En el caso b) se concreta la amenaza potencial a que nos referimos más arriba, ya que las salidas de oro responden a retiros de esos "saldos acumulados" extranjeros. El aumento de las cuentas extranjeras por el remanente del saldo, es equilibrador; como en el caso anterior, posterga o reduce la salida de metálico.

En la alternativa c), habiendo saldos de balances de pago favorables a EE.UU., los movimientos de capital equilibradores debieran ser de salida de ese país. Como el movimiento es inverso no hay duda de que son desequilibradores, provocan en lugar de evitar la entrada de oro y obligan por consiguiente a pagar en metálico el saldo americano positivo.

#### B) Capitales extranjeros oficiales y privados a corto plazo.

Los haberes extranjeros a corto plazo en los Estados Unidos están constituídos por cuentas oficiales y privadas y por inversiones en títulos a largo plazo pero liquidables en cualquier momento. (Cuadro N<sup>o</sup> 58).

Las cuentas oficiales son las abiertas en bancos norteamericanos a nombre de Gobiernos e instituciones oficiales extranjeras o instituciones internacionales tales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento. Durante el período que estudiamos su importancia es muy grande desde que



## CUADRO N° 58

CUENTAS E INVERSIONES EXTRANJERAS A CORTO PLAZO

Año y trimestre	Ctas. Particulares Otras y Residual	Títulos	Cuentas Oficiales (¹)	Año y trimestre	Ctas. Particulares Otras y Residual	Títulos	Cuentas Oficiales (¹)
(en millones de Dls.)				(en millones de Dls.)			
1948 1	+ 175	- 55	- 32	1952 1	+ 243	+ 8	+ 111
2	+ 295	- 109	- 72	2	+ 307	+ 14	+ 421
3	+ 429	- 39	+ 183	3	- 20	+ 54	+ 700
4	+ 73	+ 10	+ 535	4	+ 52	+ 226	- 182
1949 1	+ 131	- 87	+ 162	1953 1	- 5	+ 26	+ 42
2	+ 293	+ 13	- 243	2	+ 49	+ 18	+ 354
3	+ 520	+ 160	- 297	3	+ 327	- 118	+ 321
4	- 54	- 2	+ 236	4	- 119	- 15	+ 328
1950 1	+ 257	+ 121	- 32	1954 1	+ 114	+ 16	+ 328
2	+ 67	+ 159	+ 363	2	- 28	+ 55	+ 321
3	+ 265	+ 261	+ 472	3	+ 197	+ 62	+ 171
4	- 100	+ 403	- 224	4	- 319	- 125	+ 479
1951 1	+ 136	+ 103	- 160	1955 1	+ 203	+ 196	- 257
2	+ 356	- 177	+ 149	2	+ 347	+ 107	+ 222
3	+ 432	- 240	+ 9	3	+ 236	+ 192	+ 31
4	+ 552	- 271	+ 100	4	+ 75	+ 34	+ 154

(¹) - Incluye cuentas de Instituciones Internacionales.

FUENTE: U.S. Dpt of Commerce: "Balance of International Payments 1949/51"  
Fondo Monetario Internacional: "Balance of Payments Yearbook"  
vol. 5 y 7; Federal Reserve Bulletin.

las donaciones y grandes préstamos se hacen a los gobiernos y estos mantienen muchos de sus fondos en dólares, que es una de las pocas divisas convertibles a oro.

En las cuentas privadas incluimos los saldos en cuentas abiertas en bancos americanos a nombre de personas y entidades privadas del exterior, las cifras que puedan obtenerse sobre movimientos de cuentas comerciales y el ítem "residual" del balance de pagos. (1).

Las inversiones en títulos deben comprender seguramente fondos de ambas fuentes. No es posible hacer la discriminación. Sin embargo el Federal Reserve Bulletin destaca la política iniciada por organismos oficiales extranjeros en 1947 de invertir en títulos sus tenencias en dólares, recalcando que las operaciones que se realizan son principalmente oficiales.

### C) Causas de los movimientos.

Desde 1947 a 1949 inclusive se producen ingresos de capitales a corto plazo a los Estados Unidos, ya sea ingresando oro y/o manteniendo allí los saldos provenientes de rubros corrientes, donaciones y empréstitos a largo plazo. Este ingreso se traduce en una acumulación de haberes extranjeros tanto en cuentas oficiales como privadas. En el segundo y tercer trimestre de 1949 hay transferencias de cuentas oficiales a privadas.

El período de tres años en que ésto ocurre se caracteriza en Europa por situaciones económicas de inflación, amenazas de depreciación monetaria y, comparando las dos plazas financieras, Lon

(1) En el ítem "Residual" pueden incluirse tanto fondos extranjeros que se acreditan en cuentas privadas ó se mantienen atesorados, como fondos americanos que se repatrian por vías no registradas. No es posible hacer esta discriminación.

dres y Nueva York, tasas de interés a corto plazo más altas en la segunda. Estas condiciones justifican el traslado de capitales a Estados Unidos.

El temor a las devaluaciones se ve confirmado en 1949 en que, comenzando por la £, diversas monedas ven reducido su valor por medidas oficiales. La huida hacia EE.UU. en ese momento parece tomar no solo la forma de oro sino también, de transferencias en dólares que los titulares de los fondos comprarían a las instituciones oficiales de sus países, que ven así reducidos sus saldos en esa moneda.

Desde 1950 a mediados de 1951 se producen fuertes salidas de oro, no obstante que la tasa de interés en Nueva York es mayor que la de Londres, y que se eleva aún más en el tercer trimestre de 1950 debido a que el Federal Reserve Bank of New York aumenta su tasa de redescuento del 1,50 al 1,75 %.

Dichas exportaciones de oro, que se dirigen en su casi totalidad al Reino Unido, pueden atribuirse a dos razones que son causa de desplazamientos anormales de capital.

- a) el estallido y desarrollo de la guerra de Corea.
- b) la ya cumplida depreciación de las monedas europeas, estabilizándose la £ en Dls. 2,80 en lugar de su anterior cotización de Dls. 4,03 por £.

Es cierto que durante este año y medio las cuentas privadas extranjeras en EE.UU. aumentan sus saldos, aunque en menor proporción que lo habitual (Cuadro N<sup>o</sup> 59). Tampoco se traduce la salida en las cuentas oficiales. Pero esos aumentos son insignificantes comparados con los importantes saldos del balance de pagos a favor de los extranjeros. En momentos en que, como consecuencia de la guerra de Corea, Estados Unidos aumenta sus pagos y compras en

el exterior y produce el saldo negativo más alto de todo el período, las cuentas extranjeras aumentan muy poco ya que ese saldo es retirado en oro por sus titulares.

A mediados de 1951 y hasta el de 1952 la situación vuelve a invertirse. La crisis del balance de pagos británico y el mantenimiento de tasas bajas de interés en Londres provocan nuevos traslados de capital. Así Estados Unidos recibe embarques de oro para cubrir el saldo de los distintos rubros del balance de pagos que le resultan favorables y al mismo tiempo aumentan los haberes extranjeros a corto plazo.

En el primer trimestre de 1952 el Banco de Inglaterra elevó su tasa de interés al 4 % y poco después la tasa de mercado abierto llega al 3 % superando a la vigente en Nueva York, situación que persistirá. Tal como es de presumir, a partir de ese instante EE.UU. comienza a perder oro.

Los saldos de operaciones corrientes, largo plazo y donaciones son contrarios a los Estados Unidos y proveen fondos a los extranjeros. Buena parte de estos fondos quedan en cuentas oficiales, cuyos titulares poca atención prestan a las tasas de interés. Casi todo el resto se retira en oro. Las cuentas privadas experimentan aumentos muy inferiores a lo habitual, según vemos a continuación.

#### Las cuentas privadas.

El siguiente cuadro muestra el crecimiento semestral de las cuentas privadas extranjeras a corto plazo:

VARIACION DE CUENTAS PRIVADAS EN BANCOS,

OTRAS CUENTAS PRIVADAS Y "RESIDUAL"

(en millones de dólares)

Año	1er.semestre	2do.semestre	total
1948	+ 470	+ 502	+ 972
1949	+ 424	+ 466	+ 890
1950	+ 324	+ 165	+ 489
1951	+ 492	+ 984	+ 1476
1952	+ 550	+ 32	+ 582
1953	+ 44	+ 202	+ 252
1954	+ 86	- 122	- 36

Ftes.: Hasta 1951: U.S.Dpt of Commerce: The Balance of International Payments 1949-51. - Desde 1952: Fondo Monetario Internacional: "Balances of Payments Yearbook" vol. 5 y 7 y estadísticas sobre capitales a corto plazo y obligaciones de los bancos americanos sobre el exterior, que publica el Federal Reserve Bulletin.

Se ve la reducción en la magnitud de los aumentos a partir del 2do. semestre de 1952 en que las tasas británicas superan a las americanas. También se observa el efecto del estallido de la guerra de Corea, y de la estabilización de la libra esterlina y otras monedas europeas en el segundo semestre de 1950.

El cuadro anterior muestra que, en general, los capitales a corto plazo privados han seguido la suerte de las tasas de interés, de la situación monetaria europea y de la guerra de Corea. Pero también es interesante destacar que parece haber cierta correlación entre esos movimientos, y el saldo de los rubros corrientes del balance de pagos.

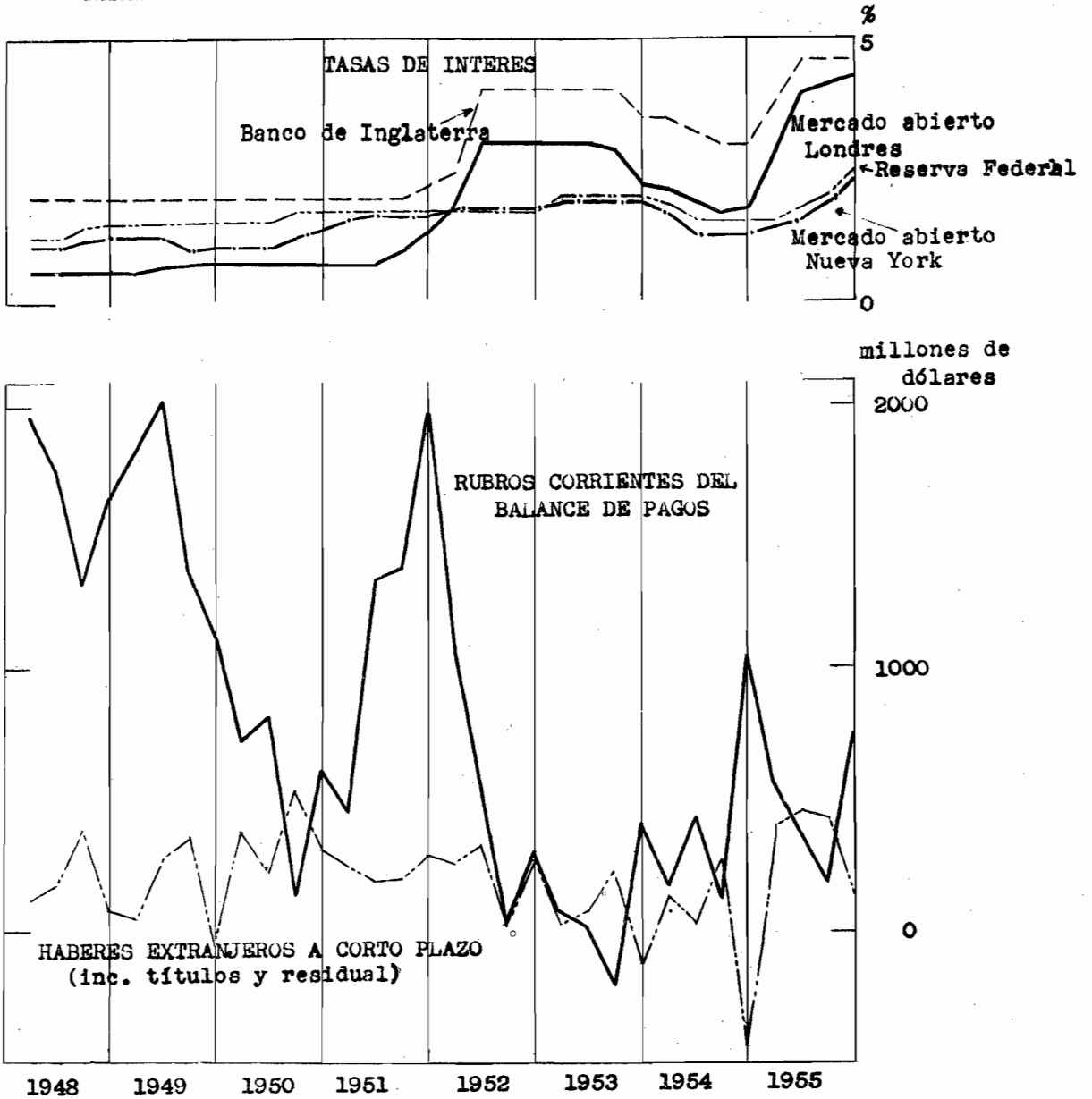
Se desprendería que esos movimientos están vinculados con la financiación del comercio internacional. Cuando el saldo de los rubros corrientes decrece los haberes extranjeros crecen y viceversa. (gráfico n° 12).

En los terceros trimestres de cada año el saldo a favor de Estados Unidos por rubros corrientes se reduce por el aumento está

GRAFICO Nº 12

ESTADOS UNIDOS

TASAS DE INTERES Y HABERES EXTRANJEROS A CORTO PLAZO



cional de importaciones ó disminución de exportaciones y el haber extranjero a corto plazo se eleva, seguramente por los créditos extranjeros acordados a EE.UU. para financiar esas importaciones. Ese crecimiento no existe en 1951, en que tampoco se produce la caída del saldo favorable a los Estados Unidos del intercambio de bienes y servicios. Contrariamente en 1952, a la disminución del saldo a favor de Estados Unidos se contrapone una disminución y no un aumento de las cuentas privadas extranjeras (produciéndose en cambio un aumento de las cuentas oficiales extranjeras).

Todo este comportamiento, inclusive el de 1952 podría explicarse como causado por las tasas de interés. Hasta 1951 la tasa privada americana es más alta que las extranjeras por lo que conviene recurrir a la financiación del exterior. Las importaciones americanas se cubren con créditos externos que elevan el saldo de derechos de los extranjeros sobre Estados Unidos. Las exportaciones americanas se pagan enseguida y provocan utilización de recursos extranjeros existentes en ese país. De allí que la línea de las cuentas extranjeras sea opuesta a la de rubros corrientes.

En cambio en 1952 la tasa inglesa es más elevada y conviene financiar las operaciones con recursos americanos. Las importaciones americanas se pagan al contado, lo que aumenta las tenencias en divisas oficiales extranjeras en lugar de crearse créditos privados; y, las exportaciones americanas se pagan con créditos americanos por lo que no se reducen los saldos privados extranjeros. Por eso en este caso la línea de cuentas particulares sigue a la de los saldos de rubros corrientes en lugar de oponérsele. En los años 1953 y 1954 se reanuda la financiación.

Existen además variaciones ajenas a la influencia de los rubros corrientes:

- a) en el tercer trimestre de 1949 el aumento de los saldos privados extranjeros era de magnitud mayor que el que justificaría el intercambio. Es que se agregan allí los capitales privados europeos que huyen de la "ola de devaluaciones". Las transferencias se realizan en oro o comprando dólares a las instituciones oficiales de sus países, que ven reducidos sus saldos.
- b) en el segundo semestre de 1950 los aumentos son inferiores a los habituales, lo que es imputable al estallido de la guerra de Corea y a la estabilización de la £, según ya hemos explicado;
- c) en 1951 se nota una fuerte acumulación de fondos particulares (1) constituyendo la fuga de fondos provocada por la crisis británica y la tasa de interés americana más alta que la externa. Sin embargo, a partir del tercer trimestre los fondos se van acumulando cada vez en mayor medida en cuentas privadas en bancos, procediéndose a liquidar inversiones en títulos con ese objeto. Nótese que este comportamiento va corriendo paralelo con la elevación de la tasa de interés en el mercado de Londres. Tan coincidente es el fenómeno que hace presumir la intención de los titulares de mantener sus fondos líquidos previendo que las tasas en Londres llegarán a superar a las de Nueva York, hecho que se confirma al año siguiente, en cuyo comienzo el Banco de Inglaterra inicia una política de elevación de tasas.
- d) en el tercer trimestre de 1952 hay una disminución de los saldos privados y un aumento de los oficiales mayor del que justificaría el comportamiento del intercambio ya explicado. Seguramente los tenedores de fondos privados reducen sus saldos vendiéndolos (1) en cuentas no bancarias y por rubros residuales.



los a sus instituciones oficiales a cambio de moneda de sus países para invertir las en ellos y aprovechar sus mayores tasas de interés.

### 3.- LAS ACEPTACIONES BANCARIAS AMERICANAS

El cuadro N° 60, muestra la evolución de las aceptaciones americanas sobre el exterior en el lapso que estudiamos. Incluye las aceptaciones vigentes al finalizar cada trimestre, correspondientes a operaciones de exportaciones de Estados Unidos, para proveer cambio en dólares y sobre mercaderías depositadas en el extranjero o embarcadas entre distintos puntos de países extranjeros.

CUADRO N° 60

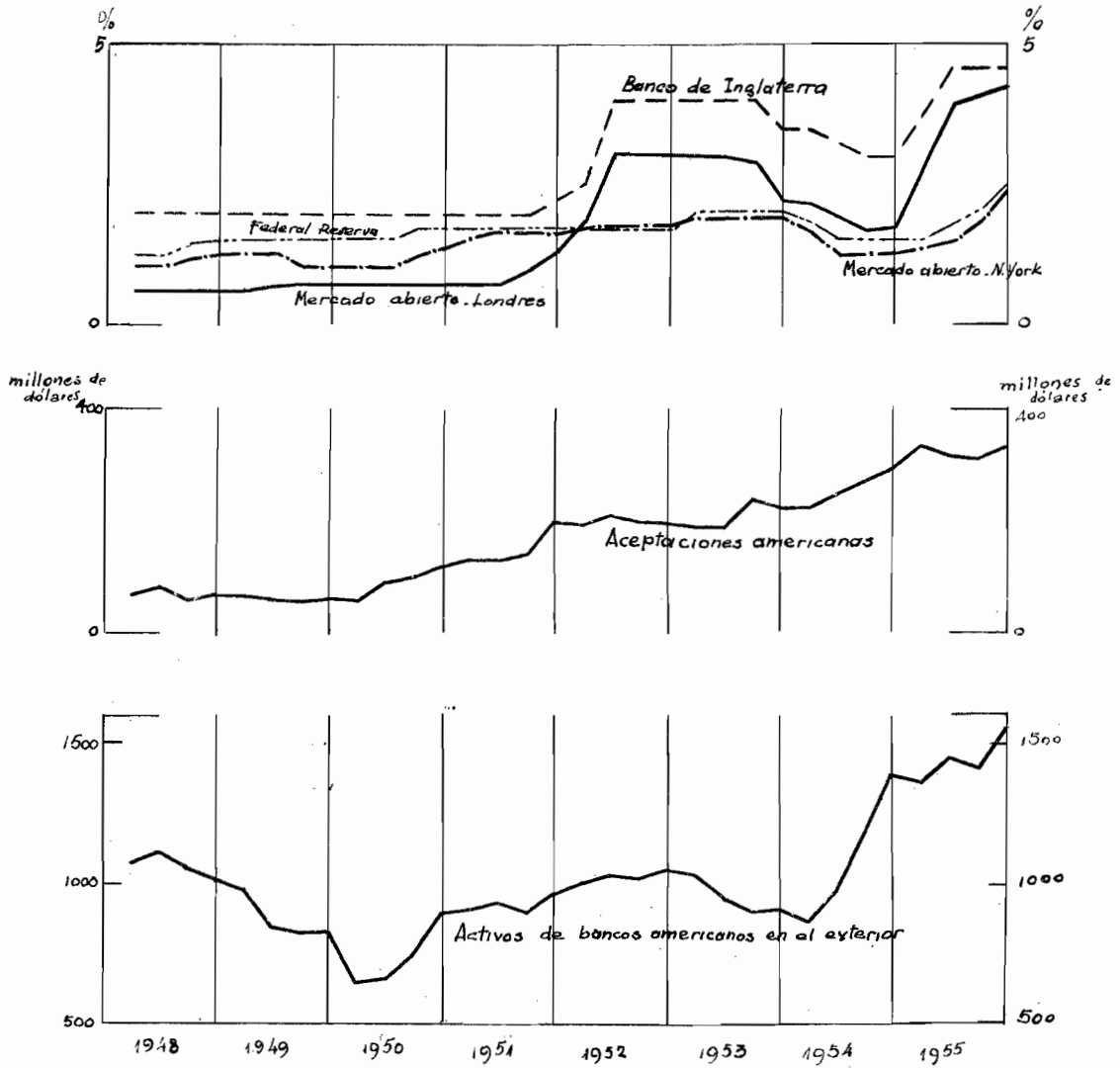
#### ACEPTACIONES BANCARIAS AMERICANAS

Año	Pendientes a fin del trimestre			
	1	2	3	4
	(millones de dólares)			
1948	67	78	58	70
1949	67	60	52	58
1950	57	88	104	121
1951	134	135	138	200
1952	195	207	199	196
1953	181	182	239	226
1954	225	246	272	288
1955	331	314	309	327

Fto. Boletines de la Reserva Federal.

Cuando en el Capítulo XIV de este trabajo, relativo a las operaciones durante el período de Patrón oro, estudiamos la evolución de las aceptaciones, observamos que el mercado americano de aceptaciones era un mercado naciente y en desarrollo por lo que sus cifras no podían seguirse debidamente en relación con datos tales como la tasa de interés. Ahora el fenómeno se repite. La guerra paralizó las aceptaciones. En la post-guerra las aceptaciones americanas eran muy escasas debido a la inseguridad que desanimaba a los capitalistas, y a los controles de cambio extranjeros que dificultaba

Gráfico N°13



ban estas operaciones pues debían reembolsarse en dólares. Recién en 1954, al decir del Federal Reserve Bulletin el relajamiento de las medidas de control y de restricción en esos países permitió que las aceptaciones americanas comenzaran a difundirse nuevamente.

En general, en la post-guerra las tasas de interés europeas, con excepción de la de Londres, fueron siempre mayores que la americana. De allí que en todo momento las aceptaciones debieron ser de importancia. Sin embargo, por las razones expresadas, van creciendo paulatinamente.

No obstante, en su evolución siguen la ley de las tasas de descuentos.

Si, pensando que los dos mercados financieros principales son Londres y Nueva York, seguimos la variación de las tasas de descuento y la línea de las aceptaciones (Gráfico 13) vemos que éstas crecen en forma marcada justamente a partir de 1952 cuando la tasa de Londres se eleva y sobrepasa a la de Nueva York, con lo que el dinero en esta última plaza resulta más barato. Esta correlación, que se cifo a los principios teóricos sigue cumpliéndose en todo el período analizado, debiendo agregarse que la supresión de los controles de cambio extranjeros coadyuvó, sin duda, al aumento de 1954 y 1955.

#### 4.- EFECTOS DE LOS MOVIMIENTOS Y MEDIDAS OFICIALES.

Los movimientos de capital a corto plazo preocupan, como ya se explicó, por su influencia en las tenencias de oro y divisas del país interesado, y en el monto del circulante que posee a su disposición la población, a través de emisión y crédito bancario.

Durante el lapso que estudiamos Estados Unidos fué el depositario de grandes sumas pertenecientes a extranjeros. Pero los depósitos se producían en su mayor parte por el mantenimiento de fon

dos recogidos allí mismo por préstamos y donaciones. Sólo una pequeña parte entraba en oro. A veces se retiraba en oro parte de esos créditos.

El efecto interno de las retenciones, por lo tanto, es haber impedido su salida en oro actuando como elemento de equilibrio y evitado la contracción consiguiente. Pero según el cuadro N<sup>o</sup> 61 los saldos del balance de pagos (columna n<sup>o</sup> 3) por muy importantes que sean en términos absolutos, son demasiado pequeños para afectar las tenencias de oro de los Estados Unidos. Salvo en los períodos enero 1950-junio 1951 y junio 1952-diciembre 1953, en ningún caso esos saldos han representado más del 4 % de las existencias de oro.

Si consideramos los ingresos en oro de capitales (que se adicionan al saldo retenido) o las salidas de metálico, vemos, por el mismo cuadro, que tienen aun menos importancia relativa. Salvo pocas excepciones no llegan a equivaler al 3 % del stock de oro de aquel país.

También es irrisorio el aumento del poder de compra resultante del no retiro del aumento de los saldos de las cuentas frente al poder de compra creado por el Federal Reserve System mediante dinero circulante y crédito a los bancos miembros y no miembros. Téngase presente que no incluimos el poder de compra creado por los bancos miembros mediante préstamos, descuentos y otras inversiones que a partir del año 1950 supera los Dls. 100.000 millones. En una masa semejante de dinero poca influencia podría tener que los extranjeros retiren o mantengan los saldos anuales favorables de sus balances de pago (no cancelados con oro) que únicamente en tres de los semestros considerados, han superado los Dls. 1.000 millones.

IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS

Semestre	Existencia de oro en el F.R.B. (al comienzo de c.período)	Circulante y Bancos (1)	Saldo del balance de pagos (2)	Movimien- tos de oro (3)	Mov. de Ctas.extran- jeras (4)	Tipo (5)	Tanto por ciento de			
							Col. 3	Col. 4	Col. 5	Col. 5
							Col. 1	Col. 1	Col. 1	Col. 2
	- 1 -	- 2 -	- 3 -	- 4 -	- 5 -					
		(En millones de dólares)								
1948 1	22.754	47.728	- 670	+ 872	+ 202	C	- 2,9	3,8	0,9	0,4
2	23.532	46.151	+ 533	+ 658	+ 1.191	A	2,2	2,8	5,0	2,5
1949 1	24.244	49.892	+ 31	+ 238	+ 269	A	0,1	0,9	1,1	0,5
2	24.466	46.301	+ 637	- 74	+ 563	B	2,6	- 0,3	2,3	1,2
1950 1	24.427	45.685	+ 1.167	- 232	+ 835	B	4,8	- 0,9	3,8	2,0
2	24.231	44.521	+ 2.588	- 1.511	+ 1.077	B	10,6	- 6,2	4,4	2,4
1951 1	22.706	46.882	+ 1.355	- 948	+ 407	B	5,9	- 4,1	1,8	0,8
2	21.756	48.091	- 419	+ 1.001	+ 582	C	- 1,9	4,6	2,7	1,2
1952 1	22.695	50.151	+ 444	+ 660	+ 1.104	A	- 1,9	2,9	4,8	2,2
2	23.346	49.253	+ 1.111	- 281	+ 830	B	4,7	- 1,2	3,5	1,6
1953 1	23.187	51.388	+ 1.215	- 731	+ 484	B	5,2	- 3,1	2,0	0,9
2	22.463	50.389	+ 1.156	- 432	+ 724	B	5,1	- 1,9	3,2	1,4
1954 1	22.030	51.094	+ 870	- 64	+ 806	B	4,0	- 0,2	3,7	1,5
2	21.927	49.855	+ 699	- 234	+ 465	B	3,1	- 1,0	2,1	0,9
1955 1	21.713	50.058	+ 882	- 64	+ 818	B	4,0	- 0,2	3,7	1,6
2	21.678	49.117	+ 699	+ 23	+ 722	A	3,2	-	3,3	1,4

- (1) - Incluye Moneda en Circulación y saldos de Bancos miembros y no miembros.  
 (2) - Incluye todos los rubros activos y pasivos menos "Oro" y "Movimientos de haberes extranjeros a corto plazo". El signo (+) indica saldo en contra de los EE.UU.  
 (3) - Cifra del balance de pagos. Presenta diferencias poco importantes con la variación de las tenencias del Federal Reserve Bank. El signo (+) indica ingresos.  
 (4) - Incluye "Otras" y "Residual"; El signo (+) indica aumento de saldos.  
 (5) - Tipo A: mantenimiento del saldo del balance e ingresos adicionales de oro; tipo B: mantenimiento de parte del saldo en EE.UU, retirando el resto en oro; tipo C: ingreso de oro para cubrir el saldo del balance de pagos y depositar el exceso como capital a corto plazo.

Frente a esta falta de importancia de los movimientos de capital a corto plazo, se explica que Estados Unidos no adoptara, sino excepcionalmente, alguna medida especial.

Estados Unidos ha manejado su política monetaria valiéndose de los tres elementos clásicos: operaciones de mercado abierto, tasas de descuentos y reservas legales bancarias. Pero por lo general lo ha hecho atendiendo a las necesidades de su actividad económica interna y no a los ingresos o egresos de oro o a los movimientos de capitales foráneos a corto plazo.

C U A D R O N.º 62

Período	Mov. de oro S/Balance de Pagos	Federal Reserve System		
		Mov. de oro	Tít. y desc.	Tasa de Dto. Nueva York
		(millones de dólares)		%
1948 I	+ 872	+ 778	- 1281	1 1/4
II	+ 658	+ 712	+ 2197	1 1/2
1949 I	+ 238	+ 222	- 4401	"
II	- 74	- 39	- 197	"
1950 I	- 232	- 196	- 796	"
II	- 1511	- 1525	+ 3513	1 3/4
1951 I	- 948	- 950	+ 1807	"
II	+ 1001	+ 939	+ 986	"
1952 I	+ 660	+ 651	- 1458	"
II	- 281	- 159	+ 2274	"
1953 I	- 731	- 724	- 411	2
II	- 432	- 433	+ 1466	"
1954 I	- 64	- 103	- 1238	1 3/4-1 1/2
II	- 234	- 214	+ 243	1 1/2
1955 I	- 64	- 35	- 1284	1 3/4
II	- 23	+ 12	+ 1906	2-2 1/4-2 1/2

Ftes.: Federal Reserve Bulletin, Dto. de Comercio: "The Balance of International Payments 1949/51" y F.M.I. Balance of Payments Year-book" vol. 5 y 7.

Del cuadro anterior se desprende, en primer lugar, que no hubo separación o esterilización de oro.

Todo movimiento de oro se reflejó en el balance del Sistema de la Reserva Federal (1).

(1) Las diferencias que se observan entre las dos columnas de "Movimientos de Oro" del cuadro N.º 62 pueden atribuirse a errores, teniendo en cuenta que son datos provenientes de fuentes distintas. Además, en los semestres de mayor movimiento, que es cuando deben aplicarse las políticas de esterilización o desesterilización, las diferencias son despreciables.

Las operaciones de mercado abierto tampoco responden al propósito de neutralizar los efectos de los movimientos de oro. Obsérvese que en muchos casos ambas se realizan en el mismo sentido con lo que suman sus efectos en lugar de anularlos. Además, cuando son en sentido opuesto las diferencias de importe son tan grandes que demuestran que unas no se han realizado para contrapesar a las otras.

Consideremos en particular los períodos en que según el Cuadro N<sup>o</sup> 62, los movimientos son de alguna importancia relativa.

En el segundo semestre de 1950 las fugas de oro provocadas por el estallido de la guerra en Corea motivan un alza de la tasa de descuento y una compra grande de valores para impedir la contracción de las actividades económicas del momento, necesarias para atender el esfuerzo de guerra y quizás también para financiar este esfuerzo. La salida de oro subsiste, no obstante la mayor tasa de interés, porque el motivo de la salida era el temor y no la especulación.

En 1953, durante el primer semestre se producen salidas de oro a las que se permite reflejar en los balances del Federal Reserve System; aplicando los principios clásicos se alza la tasa de descuento al 2 % y se reduce la cartera de valores para provocar un enrarecimiento del mercado de capitales y la reversión del movimiento. Por otra parte, la mayor tasa oficial de descuento, no hace sino seguir a la tasa del mercado abierto que ya se había elevado sintiendo el efecto de la disminución de la oferta de dinero. En el segundo semestre, sin embargo, en atención a necesidades de la economía interna se vuelve a la política de liberación, comprando casi Dls. 1.500 millones de títulos con lo que se neutraliza todo el oro salido en el año y las ventas de títulos hechas en el

primer semestre.

Exceptuando esos dos casos, la política monetaria ha sido guiada teniendo en cuenta los requerimientos de la vida norteamericana y no los movimientos internacionales de capital.

Ello tiene su explicación. En primer lugar los traslados representaban porcentajes pequeños del respaldo metálico del país (1). En segundo lugar, por la razón de ser de esas transferencia de capitales. Efectivamente, dichos fondos constituían préstamos y donaciones norteamericanas, sobre todo del Gobierno, para facilitar la reconstrucción de los países emergidos de la guerra. Trabrar su salida hubiera significado hacer ineficaz la ayuda. Asimismo, de no convenirle el retiro de fondos excedentes, Estados Unidos tenía un medio mucho más apropiado que la adopción de medidas de control; le bastaba con reducir sus préstamos y donaciones a la cantidad anual realmente necesaria para atender las necesidades de los países beneficiarios, evitando la formación de todo excedente.

#### 5.- CONCLUSION

Durante el período de post-guerra, Estados Unidos permitió a los países extranjeros financiar sus saldos de los balances de pagos con grandes préstamos y donaciones, por sumas superiores a las necesarias.

Estos excedentes, por lo general, alimentaron cuentas oficiales extranjeras constituyendo saldos acumulados.

---

(1) Refiriéndose al empréstito a Gran Bretaña dice Clair Wilcox en su artículo "The significance of the British loan (U.S. Dep. of State Bulletin.- enero 27.946):"Si estos Dls. 3.750 millones fueran una simple donación, habría aumentado nuestra deuda nacional en poco más del 1 %.- Si la guerra hubiera durado dos semanas más, hubiéramos gastado esa suma sin dudar un momento, sin pensarlo dos veces".-



Los movimientos de oro, que son imputables a movimientos de capital, aunque no pueda determinarse si oficiales o privados, cumplen con el principio de la tasa de interés y de la seguridad, pues ingresan cuando la tasa americana es alta o hay riesgos de depreciación o crisis en Europa y egresan cuando es superada por la británica; en el período que comienza a mediados de 1950 se produce la fuga de capitales, no obstante la tasa más alta, por los temores de la guerra en Corea y por la especulación inmediata a la depreciación de la £ y otras monedas europeas.

En general, puede decirse que el panorama está dominado por traslados de capitales de carácter anormal, que huyen de peligros, y especulativos que siguen las tasas de interés; pero debajo de ellos, comienzan a recuperar su lugar los capitales privados, que parecen moverse vinculados con los saldos de los rubros corrientes del balance de pagos y ciñéndose también a las alternativas de los tipos de descuento vigentes en Nueva York y Londres.

CAP. XXXIII.- GRAN BRETAÑA

## 1 - SITUACION DE POST GUERRA

Al concluir la Segunda Guerra Mundial, Gran Bretaña afrontaba serios problemas financieros internacionales emergentes de:

- a) las enormes obligaciones contraídas con el exterior para financiar la guerra.
- b) el requerimiento de grandes recursos para la reconstrucción, cuyas exigencias debían producir desequilibrios en el balance de pagos, de magnitud imposible de neutralizar con desplazamientos de capital a corto plazo.
- c) la necesidad de mantener bajas tasas de interés para facilitar la actividad interna en la reconstrucción, que impedía la atracción de capitales privados extranjeros para resolver, aunque fuera parcialmente la dificultad del punto b).

Las obligaciones indicadas en el punto a) resultaban del Lend-Lease Agreement y de la acumulación de £ bloqueadas. Solamente estas últimas alcanzaban en junio de 1945 a la suma de £ 3.700 millones. Según el Banco de Ajustes Internacionales (1) a fines de 1945 el Reino Unido tenía una reserva de oro y dólares por valor de Dls. 2.721 millones que, al tipo de Dls. 4,03 por £ equivalían a £ 675 millones, o sea apenas 1/5 de las obligaciones a corto plazo a atender.

## 2 - EL PRESTAMO NORTEAMERICANO

Con el propósito de resolver los problemas a) y b), Estados Unidos y Gran Bretaña concertaron un acuerdo, con fecha 6 de diciembre de 1945. Este acuerdo establecía como principal disposición el otorgamiento por EE.UU. a Gran Bretaña de un crédito de dólares 3.750 millones, el que podría ser utilizado entre la fecha de aprobación definitiva del acuerdo por el Parlamento Americano y el 31 de diciembre de 1951.

Era un préstamo a largo plazo, ya que se amortizaría en 50 anualidades.

Su propósito fué facilitar al Reino Unido la realización

(1) - Banco de Ajustes Internacionales, Memoria 1947/8, pág.113.

de compras de mercaderías y servicios en los Estados Unidos, el pago de los déficits que se produjeran en su balance de pagos corrientes durante el período de transición de posguerra, el mantenimiento de adecuadas reservas de oro y dólares y la adopción del comercio multi lateral.

El crédito se acordaba a cambio de la obligación de Gran Bretaña de concertar convenios con los países acreedores, para el desbloqueo de las £ acumuladas hasta el momento de la entrada en vigencia del tratado anglo-americano, pero el préstamo no podía destinarse al pago de esos saldos.

Asimismo, fijaba limitaciones al Gobierno Británico para es tablecer controles de cambio.

El acuerdo establecía que a más tardar dentro de un año de su entrada en vigencia, Gran Bretaña permitiría la convertibilidad de los ingresos corrientes del área esterlina, suprimiéndose el pool del dólar, y no se pondrían obstáculos a los pagos y transferencias corrientes.

En un anexo, el acuerdo establece la liquidación del Lend Lease.

### 3 - LIQUIDACION DE LOS SALDOS EN LIBRAS

En un esfuerzo por restablecer el libre juego del mecanismo de pagos internacionales y activar el comercio entre las naciones, el acuerdo anglo-norteamericano impone la obligación de cancelar esos saldos.

En dicho acuerdo se establece una división entre los saldos en libras pertenecientes a países y territorios que integran el área esterlina, y los de los que no la integran. En general determina que la liquidación de los saldos se realizará previo convenio con los países acreedores. En el caso particular de los países comprendidos en el área esterlina, se dividen los saldos en 3 categorías:

- a) saldos a ser liberados de inmediato y convertibles en cualquier divisa, para efectuar transacciones corrientes.
- b) saldos a ser igualmente liberados, en cuotas anuales a partir de 1951, y

- c) saldos a ser ajustados como contribución en los arreglos de las deudas de guerra y postguerra y en reconocimiento de los beneficios que los países interesados puedan esperar obtener de tales arreglos.

En junio de 1945 los saldos acumulados en £ alcanzaban, según ya se dijo a la suma de casi £ 3.700 millones.

La solución de esta importante deuda podría tener lugar:

- a) por su pago inmediato en oro o divisas;
- b) por su consolidación mediante la entrega de títulos en £ con un régimen de amortización e intereses prefijado;
- c) por su mantenimiento en las cuentas, para ser amortizado en oro y divisas en cuotas periódicas;
- d) ídem, para ser aplicado al pago de mercaderías británicas;
- e) por el rescate de inversiones en el exterior (reembolso de empréstitos extranjeros en el mercado de Londres, compra de inversiones británicas en el exterior, etc.).

Teniendo en cuenta que, según ya se dijo, las reservas británicas de oro y dólares alcanzaban a sólo £ 675 millones, es evidente que la primer solución era prácticamente imposible pues no se podían atender las £ 3.700 millones de deuda, con recursos que representan menos de su 1/5 parte.

Es cierto que, por el acuerdo, EE.UU. concedió a Gran Bretaña un préstamo a 50 años por Dls. 3.750 millones (unas £ 930 millones); pero el mismo convenio preveía que esos fondos no podrían ser utilizados para pagar obligaciones pendientes en la fecha en que entrara en vigencia.

Debe agregarse que, aún contando con disponibilidades que hubieran cubierto esa suma de obligaciones, la libertad de los títulos para transferirlas a voluntad hubiera significado un retiro de fondos acumulados con todas las consecuencias monetarias y bancarias propias de estos movimientos. No podría presumirse que un Fondo de Estabilización ni las operaciones de mercado abierto fueran eficaces frente a traslados de la magnitud de libras 3.700 millones.

La consolidación en títulos que económicamente parece

la solución más razonable, sin embargo no fué adoptada.

Presenta algunos inconvenientes que posiblemente, hayan inducido a los británicos a no tomarla en consideración.

La consolidación hubiera representado, es cierto, el ordenamiento de un pasivo pesado, su distribución a largo plazo, su atención metódica y por importes periódicos previstos. Pero hubie reasignificado obligaciones que generaban intereses, y por lo tan to, más gravosas que los saldos en cuentas bancarias.

Tal vez habría resultado una solución impolítica. No siempre se hubiera logrado la conformidad del acreedor para su aplicación y hubiera bastado una negativa para que siguieran otras. Esas negativas son de presumir, ya que los acreedores no habrían podido considerar los títulos como integrantes de las reservas monetarias y hubieran tenido que hacer emisiones internas para absorber el circulante correspondiente, que en muchos casos habría representado, si no el total, la mayor parte del dinero en circulación. Su aplicación general solo habría sido posible por la acción unilateral británica, colocando al país en la condición incómoda de no hacer honor a sus compromisos. Este planteo se hace más real teniendo en cuenta que los títulos a entregar a los acreedores debían ser intransferibles. Efectivamente, una masa de £ 3.700 millones de títulos negociables que puedan volcarse en cualquier momento en la Bolsa de Valores es una constante amenaza de perturbación del equilibrio de ese mercado. Agréguese a ello que, una vez liquidados, sería factible a los titulares de las £ cobradas por esas ventas, transferirlas al exterior, en virtud de la convertibilidad de la Libra dispuesta por el convenio con EE.UU.

En definitiva se optó por el mantenimiento de las £ en las cuentas intransferibles para ser utilizadas según los métodos d) y e).

#### 4 - EFIMERA CONVERTIBILIDAD DE LA LIBRA

El convenio anglo-norteamericano estableció que Gran Bre

taña permitiría, a partir de determinada fecha que los saldos en £ que se acumulaban por transacciones corrientes fueran utilizables para hacer pagos corrientes a cualquier área.

El 15 de julio de 1947 Gran Bretaña volvió así a la convertibilidad.

Pero esa franquicia fué efímera. La presión de los saldos acumulados y de los nuevos que no podían ser bloqueados, superó las posibilidades británicas para atenderlos.

CUADRO N° 63

BALANCE DE PAGOS BRITANICO (1)

AÑO 1947

	<u>millones de £</u>	
<u>RECURSOS</u>		
Préstamos del área dólar	795	
Donaciones del área esterlina	30	
Pago en oro y divisas	<u>152</u>	<u>977</u>
 <u>PAGOS</u>		
Saldo desfavorable de rubros corrientes	443	
Disminución de los saldos en £		
a) de países del área esterlina	131	
b) de otros países (su <sup>o</sup> mento)	<u>- 9</u>	122
Salidas de capitales		
a) a países del área esterlina	306	
b) a otros países	<u>106</u>	<u>412</u> <u>977</u>

FUENTE: White Paper on the United Kingdom.  
Balance of Payments 1946-1955 Cmd.9731

El cuadro ilustra acerca del año desastroso que fué 1947 para Gran Bretaña.

Un solo año bastó para absorber la casi totalidad del préstamo norteamericano, y aún así, el país debió desprenderse de

(1).- Excluidas las operaciones con organizaciones no territoriales.

£ 152 millones de sus recursos de oro y divisas.

Además del saldo fuertemente negativo de los rúbricos corrientes del balance de pagos, han pesado bastante las salidas de capital y la disminución de los saldos en £.

En ese año Gran Bretaña se vió obligada a transferir al área dólar, por cuenta de otros países, £ 422 millones, de los cuales £ 280 millones correspondieron a países del área esterlina.

Frente a esos retiros masivos, la convertibilidad se suspendió el 21 de agosto de 1947, o sea poco más de un mes después de su implantación.

Al anunciar al Parlamento la nueva inconvención, el Ministro de Finanzas Británico atribuyó la medida al desequilibrio desfavorable del intercambio. Pero admitió, indirectamente, la influencia de la fuga de fondos al indicar que en los diez días inmediatos anteriores y debido a tratarse la situación en el Parlamento y a su publicidad por medio de los periódicos, Gran Bretaña habíase visto obligada a pagar al exterior cerca de Dls. 250 millones (más o menos £ 62 millones) (1).

En suma, estamos de nuevo frente a una inconvención provocada por el desplazamiento de "saldos acumulados" que no pudieron ser neutralizados por movimientos equilibradores de capitales a corto plazo, tanto por su magnitud como por que la situación de Gran Bretaña (tasas, bajas, control de cambios, inflación, etc.) no era atractiva para ellos.

##### 5 - LAS AREAS MONETARIAS

Al disponerse la nueva intransferibilidad de la £, el régimen de pagos internacionales británicos quedó delineado de la siguiente manera:

- a) Area esterlina: Libertad absoluta de transferencias entre los países integrantes, y entre ellos y la Metrópoli, a través de cuentas en £. La libertad incluye a los movimientos de capital,

(1) - Exposición del Ministro de Finanzas H. Dalton ante el Parlamento Británico. "La Prensa", agosto 21 de 1947.

con excepción de medidas tomadas por Sud Africa y Australia para evitar desplazamientos de "hot money". En marzo de 1948, Sud Africa prohibió el depósito de fondos de otros países del área, que no estuvieran destinados a inversiones con fines productivos; más tarde, se acordó a los fondos extranjeros un plazo de 30 días para ser invertidos o devueltos. Por su parte Australia no dictó reglamentaciones, pero se hizo pública una advertencia oficial declarando que el dinero que se refugiara en el país no podría ser retirado sin permiso previo. (1)

A cambio de las £ depositadas en las cuentas de los países integrantes del área esterlina, Londres estaba siempre dispuesto a entregar oro o dólares para satisfacer las necesidades de compra de aquellos en el área dólar.

- b) Area dólar: los saldos en £ que se constituyeran a nombre de residentes en estos países eran libremente convertibles.
- c) Area de "Cuentas especiales": el régimen de cuentas £ era exclusivamente bilateral.
- d) Area de "Cuentas transferibles": varios países ligados a Gran Bretaña por convenios bilaterales, podían usar las £ acumuladas en sus cuentas para cursar pagos entre ellos, dando lugar a un sistema multilateral de pagos en germen.

#### 6 - MOVIMIENTOS DE CAPITAL POR AREA

Debido a la estricta separación entre áreas, es necesario considerar los balances de pago británicos con cada una de ellas como si fueran independientes.

En el cuadro N° 64 distinguimos las siguientes áreas:

- a) Area de la Libra Esterlina.
- b) Area del Dólar.
- c) Países de la Organización para la Cooperación Económica Europea.
- d) Otros países.

A fin de determinar las causas de las distintas situaciones, destacamos desde ya que, a partir de la nueva intransferibilidad de la £ en 1947, se produjeron los siguientes hechos de interés:

(1) - Bank for International Settlements, Memoria 1948/9 pág. 11.



- a) la depreciación de la £ en 1949;
- b) el estallido de la guerra en Corea en 1950;
- c) la crisis en el balance de pagos británico en 1951/2 que culmina con la elevación de las tasas de interés en Gran Bretaña a partir de 1952.

Nos interesa estudiar los movimientos de capitales privados y la variación de los saldos extranjeros en £ que son, en gran parte, capitales a corto plazo oficiales.

El balance británico de pagos corrientes (mercaderías y servicios) fué, en los años 1948 y 1949, equilibrado, con tendencia a favorable. Pero al considerarlo por áreas se observa que mientras era fuertemente desfavorable con el área dólar, el resultado era inverso con el área £ y otras. Gran Bretaña había resuelto que los saldos en £ podían disponerse para compra de productos británicos. Ello favorecería el saldo de la balanza comercial con los países que pagaban en £, provocando una salida de capitales en forma de mercaderías. Pero privaba al país de éstas para exportarlas a la zona del dólar, de donde debía importar, creando con ello los saldos desfavorables. Estos eran cubiertos con los ingresos por donaciones y préstamos de ayuda en la medida de lo posible, y con oro o divisas por el excedente como ocurrió en 1948. La depreciación de la £ en 1949 tuvo por fondo, no el movimiento de capitales, sino esa situación de desequilibrio comercial. Gran Bretaña trató con ello de fomentar la producción y las exportaciones, cosa que pareció lograr en 1950 ya que el saldo corriente negativo es menor. Pero el estallido de la guerra de Corea alteró la situación y no permitió apreciar los resultados definitivos.

El encarecimiento de los productos a causa de la guerra y la necesidad del rearme hacen que en los dos años siguientes ese saldo negativo con el área dólar se eleve nuevamente llegando en 1951 a cifras que no se habían alcanzado en los tres años anteriores.

## BALANCE DE PAGOS BRITANICO

1948 - 1955

(En millones de £)

	1948					1949				
	Area £	Area Dlr.	O.E.E.C.	Otros	Total	Area £	Area Dlr.	O.E.E.C.	Otros	Total
Rubros corrientes	+ 254	- 252	+ 88	- 89	+ 1	+ 293	- 296	- 16	+ 50	+ 31
Donaciones	-	+ 144	- 6	-	+ 138	+ 16	+ 244	- 80	- 26	+ 154
Préstamos oficiales e Instituc.	+ 80	+ 82	- 6	+ 9	+ 165	- 80	+ 75	+ 4	+ 6	+ 5
	+ 334	- 26	+ 76	- 80	+ 304	+ 229	+ 23	- 92	+ 30	+ 190
Oro, divisas (1) y pagos Mult.	- 151	+ 66	+ 25	+ 114	+ 54	+ 4	- 55	+ 24	+ 45	+ 18
Saldos en £	+ 68	+ 1	- 110	- 142	- 183	- 12	+ 12	+ 69	- 72	- 3
Capitales privados	- 251	- 41	+ 9	+ 108	- 175	- 221	+ 20	- 1	- 3	- 195
	- 334	+ 26	- 76	+ 80	- 304	- 229	- 23	+ 92	- 30	- 190
	1950					1951				
Rubros corrientes	+ 287	- 88	+ 115	- 14	+ 300	+ 335	- 436	- 197	- 105	- 403
Donaciones	-	+ 239	- 96	- 3	+ 140	-	+ 54	-	- 11	+ 43
Préstamos oficiales e Instituc.	- 4	- 17	+ 24	- 4	- 1	1	+ 46	+ 1	- 20	- 66
	+ 283	+ 134	+ 43	- 21	+ 437	+ 334	- 428	- 196	- 136	- 426
Oro, divisas (1) y pagos Mult.	- 484	- 310	+ 27	+ 84	- 683	- 225	+ 465	+ 246	+ 141	+ 627
Saldos en £	+ 381	+ 48	- 44	- 57	+ 328	+ 59	- 41	+ 14	+ 34	+ 66
Capitales privados	- 180	+ 128	- 26	- 6	- 84	- 168	+ 4	- 64	- 39	- 267
	- 283	- 134	- 43	+ 21	- 437	- 334	+ 428	+ 196	+ 136	+ 426
	1952					1953				
Rubros corrientes	+ 402	- 304	- 27	+ 100	+ 171	+ 187	- 117	+ 88	- 37	+ 121
Donaciones	- 39	+ 131	- 4	- 12	+ 76	- 31	+ 103	- 2	- 14	+ 56
Préstamos oficiales e Instituc.	- 2	- 16	+ 25	+ 3	+ 10	- 1	- 43	+ 18	- 52	- 78
	+ 361	- 189	- 6	+ 91	+ 257	+ 155	- 57	+ 104	- 103	+ 99
Oro, divisas (1) y pagos Mult.	- 166	+ 137	+ 145	+ 86	+ 202	- 290	- 17	- 23	+ 99	- 231
Saldos en £	- 112	- 4	- 89	- 171	- 376	+ 252	+ 28	- 16	+ 6	+ 270
Capitales privados	- 83	+ 56	- 50	- 6	- 83	- 117	+ 46	- 65	- 2	- 138
	- 361	+ 189	+ 6	- 91	- 257	- 155	+ 57	- 104	+ 103	- 99
	1954					1955				
Rubros corrientes	+ 307	- 129	+ 44	- 9	+ 213	+ 254	- 237	- 78	- 19	- 80
Donaciones	- 35	+ 42	- 5	- 10	- 8	- 39	+ 30	- 5	- 9	- 23
Préstamos oficiales e Instituc.	- 8	- 37	+ 35	- 31	- 41	- 13	- 37	+ 22	- 21	- 49
	+ 264	- 124	+ 74	- 50	+ 164	+ 202	- 244	- 61	- 49	- 152
Oro, divisas (1) y pagos Mult.	- 164	+ 14	- 52	+ 34	- 168	- 137	+ 188	+ 142	+ 37	+ 230
Saldos en £	+ 115	+ 35	+ 20	+ 29	+ 199	- 74	- 39	- 34	- 13	- 160
Capitales privados	- 215	+ 75	- 42	- 13	- 195	+ 9	+ 95	- 47	+ 25	+ 82
	- 264	+ 124	- 74	+ 50	- 164	- 202	+ 244	+ 61	+ 49	+ 152

(1) - Incluye divisas del área dólar y no dólar.

FUENTE: White Papers on Balance of Payments of The United Kingdom 1948/51 N° 2 (Cmd 8.505); 1949/52 N° 2 (Cmd 8.808); 1946/53 (Cmd 9.119); 1946/54 (Cmd 9.291); 1946/55 N° 2 (Cmd. 9.731). A partir de 1952 el desdoblamiento entre rubros corrientes y donaciones se hace a base de cifras del Anuario de Balances de Pagos (vol. 7) del Fondo Monetario Internacional.

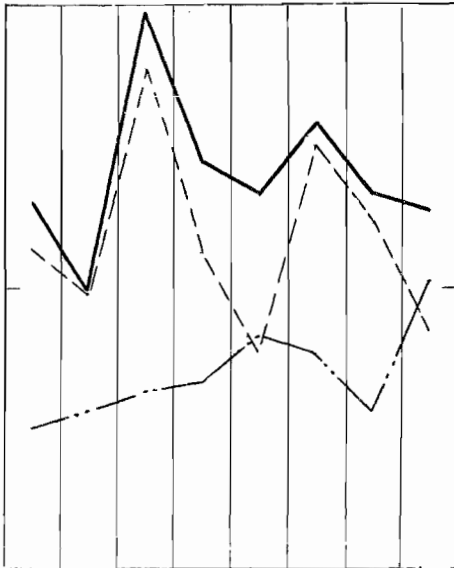
NOTA: La variación de saldos en £ de organismos no territoriales se incluye en el rubro "Préstamos oficiales e institucionales" en lugar de en "Saldos en £".

GRAFICO N° 14

GRAN BRETAÑA

BALANCES DE PAGOS

CON EL  
AREA LIBRA



1948 1949 1950 1951 1952 1953 1954 1955  
 — Oro, divisas y pagos multilat.  
 - - Saldo en £  
 - · - Capitales privados

CON EL  
AREA DOLAR



1948 1949 1950 1951 1952 1953 1954 1955  
 — Oro y divisas  
 - - Saldo rubros corrientes (1)  
 - · - Capitales privados

millones de £

500

0

500

(1) Exc. envíos por ayudas y donaciones.

En cuanto al movimiento de capitales privados con el área dólar sigue un curso perfectamente lógico. Desfavorable para Gran Bretaña antes de la desvalorización se torna favorable en 1949, después de producida ésta. En 1950 se produjo un ingreso grande de capitales que huyan del área del dólar a causa de la guerra Coreana y de la estabilización de la £. En 1951 no hay prácticamente traslados de capital, lo que, frente a un saldo fuertemente desfavorable del balance, es equivalente a una fuga, explicable precisamente por la crisis británica en su balance de pagos. A partir del segundo semestre de 1952, cuando la tasa de descuento británica se eleva y supera por primera vez a la de Estados Unidos (manteniéndose superior hasta el final del período) los ingresos de capital se reanudan, dando un saldo favorable al año, y de allí en adelante son constantes. Con respecto al carácter de esos movimientos con el área dólar, no puede decirse que sean equilibradores, En 1948 y 1949 el equilibrio se logra con donaciones y préstamos oficiales, en tanto que los capitales acentúan el pequeño pago o cobro en oro ya que huyen frente a la amenaza de desvalorización y regresan después de ésta. La de 1950 es una verdadera fuga de capital hacia Londres. En 1951 ante un saldo desfavorable enorme y sin donaciones o préstamos oficiales, debe pagar en oro y divisas porque los movimientos de capital son nulos, sintiéndose rechazados por esa crisis. El alza de la tasa a partir de 1952 atrae capitales del área del dólar que son, en 1953 totalmente y en 1954 parcialmente, compensadores de los saldos desfavorables a Gran Bretaña.

La situación con el área esterlina es totalmente distinta. Gran Bretaña tiene fuertes saldos favorables en el comercio con sus Dominios y Colonias. Y trata de compensarlos con envíos de capital. Obsérvese que los envíos de capital compensan los saldos favorables en casi su totalidad, y en 1950 y 1951 en más del 50%. Solo en 1952 no llegan al 25%. Pero véase que además (también con la excepción de 1952) los Dominios y Colonias proveen a la Metrópolis de

oro, divisas y disponibilidades provenientes de operaciones multilaterales, a cambio de lo cual reciben £ bloqueadas.

El año 1952 es de excepción puesto que el saldo a favor de Gran Bretaña del intercambio con el área £ es tan alto que los integrantes de esta área, además de entregar disponibilidades de ben pagar con £.

Las cifras con los países de la Organización para la Cooperación Económica Europea muestran el efecto de la crisis de pagos británica en 1951/2 ya que el resultado del intercambio, donaciones y préstamos oficiales se presenta: negativos.

Los capitales privados, que van adquiriendo alguna importancia en 1950, comienzan a ser parcialmente compensadores en 1953, momento en que se liberan los mercados de cambio de la Unión Europea de Pagos. Este fenómeno, que demuestra que los controles de cambio son uno de los principales obstáculos al normal funcionamiento de los capitales equilibradores, se verá con algo más de claridad en el capítulo XXXV.

La estadística de las operaciones con "Otros Países" muestra, en síntesis, un constante retiro de saldos en £, en forma de oro o de medios de pago internacionales. En general, las £ no podían convertirse. Tal vez, si pudiéramos desdoblar el cuadro por países, veríamos que aquellos que deben a Gran Bretaña como resultado de las operaciones corrientes, le pagan en £ y los que resultan acreedores retiran disponibilidades utilizables en el exterior. De donde resulta, en conjunto, la salida de saldos acumulados en forma de esas disponibilidades. En 1951 y 1953 esos países tuvieron tan importante saldo a su favor que debieron aumentar sus saldos en £, además de recibir divisas.

Los movimientos de capital a otros países han sido casi siempre egresos y no tienen carácter equilibrador. Puede ello atribuirse a algunas nuevas inversiones británicas en el exterior y a la necesidad de los otros países de retirar sus fondos ya sea por ne

cesidad de recursos para su propio desarrollo o por desconfianza hacia Gran Bretaña. En general, las tasas europeas no fueron superadas por la británica como ocurrió a las norteamericanas, de modo que estas salidas de capital no están en pugna con el principio de la tasa de interés.

Observando las relaciones con el área de la £ y de Otros Países pareciera que los primeros han estado proveyendo a Londres, a cambio de £, medios de pagos internacionales que fueron utilizados en buena parte para pagar al área dólar los saldos desfavorables no cancelados por ayudas oficiales, y a otros países los retiros sostenidos de sus créditos en £.

#### 7 - LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y LOS TIPOS DE CAMBIO

El cuadro siguiente muestra la evolución de los promedios anuales de la cotización de la £ con respecto al Dólar, así como la de ciertos rubros del balance de pagos inglés con el área dólar:

#### C U A D R O N ° 6 5

#### BALANCE DE PAGOS CON EL AREA DOLAR Y

#### TIPOS DE CAMBIO

Año	Tipo de Cambio Dls por £ 100	Rubros del balance con el área Dl.		
		Oro y Div.	Saldos a cubrir	Capitales privados
1948	403,13	+ 66	- 26	- 41
1949	368,72	- 55	+ 23	+ 20
1950	280,07	- 310	+ 134	+ 128
1951	279,96	+ 465	- 428	+ 4
1952	279,26	+ 137	- 189	+ 56
1953	281,27	- 17	- 57	+ 46
1954	280,87	+ 14	- 124	+ 75
1955	279,13	+ 188	- 244	+ 95

FUENTE: Federal Reserve Bulletin, y Cuadro N° 64 de este trabajo.

Según el cuadro que antecede, después de la depreciación de la £ en 1949, y salvado el año anormal de 1950, la cotización de la £ sigue bastante fielmente los movimientos de oro que son a su

vez consecuencia de los saldos a pagar, atento a que los capitales no son suficientes para compensarlos.

Los capitales, a su vez, aunque por cantidades pequeñas, confirman que también sienten el influjo de los tipos de cambio. Cuando la £ aumenta de valor los ingresos disminuyen y cuando la moneda pierde valor los ingresos de capital aumentan, ya que pueden adquirir una divisa más barata con posibilidades de beneficio ante un posible repunte.

#### 8 - POLITICA DEL BANCO DE INGLATERRA

La política oficial británica frente a los movimientos de capital, se limitó a su control o regulación por medio del control de cambios. Así, no impedía las remesas al área esterlina, que tenían efectos equilibradores y trababa los que se efectuaban a otras zonas y que le resultarían inconvenientes. En cuanto a la utilización de los saldos acumulados en £, se hacía en virtud de lo convenido con los países acreedores, con las consecuencias que ya vimos más arriba.

Los movimientos de oro y dólares, en general, no se han debido a desplazamientos anormales de capital a corto plazo, sino al desequilibrio de los rubros corrientes del balance de pagos que no se compensaban con ingresos de capitales debido a las tasas bajas de interés y a la política inflacionista seguida para facilitar la reconstrucción. Esos movimientos de oro y dólares eran absorbidos en todos los casos por la Cuenta de Igualación de Cambios de modo que el mercado monetario se mantuvo aislado de ellos y el Banco de Inglaterra continuó en libertad para regularlo de acuerdo a las necesidades internas.

Recien a fin de 1951 se da por terminada la política de mantener las tasas de interés rígidas y bajas y, frente a los grandes egresos de oro de ese mismo año que se hicieron sentir en la situación de los Bancos comerciales (ver cuadro N° 66), se eleva el tipo de descuento del Banco de Inglaterra al 4% y el mercado de acep

taciones a 90 días alcanza al 3%.

C U A D R O N° 6 6

LONDON CLEARING BANKS

Datos de 11 principales bancos

(en millones de £)

Año	Caja	Prest.y Dtos.	Depósitos
1948	-	+ 234	+ 265
1949	+ 30	+ 22	+ 2
1950	+ 8	+ 125	+ 166
1951	- 9	- 57	- 35
1952	++18	+ 102	+ 127
1953	= 7	+ 229	+ 234
1954	+ 29	+ 166	+ 247
1955 (')	- 45	- 406	- 596

Fte.: Federal Reserve Bulletin

(') - 9 meses.

El fenómeno se repite con mayor intensidad en 1955 y el Banco de Inglaterra eleva su tasa al 3,50% en enero y al 4,50% en febrero, para alcanzar en 1956 el 5,50%. El mercado de aceptaciones lo sigue, llegando en 1955 al 4,22% y en junio de 1956 a 5.20%.

9 - CONCLUSIONES

El régimen de pagos internacionales de Gran Bretaña en la presente post-guerra se ha caracterizado por su subdivisión en áreas

Con el área del dólar tuvo fuertes saldos corrientes negativos que pudo cubrir con fondos provenientes de ayudas oficiales (Estados Unidos y Canadá) y el resto con oro. Los movimientos de capitales privados no han existido en cantidad suficiente para ser equilibradores dada la situación interna del país. Los que tuvieron lugar respondieron a las tasas de interés y a los tipos de cambio más ventajosos y, en el caso anormal de la guerra de Corea, a la perturbación que se esperaba que se derivara de ella para Estados Unidos.

Los saldos en £ acumulados en cuentas de países extranjeros a consecuencia de la guerra, fueron el factor principal en la si



tuación británica de post-guerra. La presión de los acreedores obligó a Gran Bretaña a suspender la transferibilidad de la £ a menos de dos meses de su reimplantación por el acuerdo anglo norteamericano. Posteriormente mientras los saldos en £ del área esterlina aumentan al parecer a cambio de medios de pago internacionales, los de otros países, tomados en conjunto, disminuyen acompañando a salidas de oro y divisas de Gran Bretaña.

Concretándonos a los hechos fundamentales podemos decir:

- a) que los saldos en £ se usan para pagar a Gran Bretaña los balances que les son favorables, en tanto que deben pagar con oro, divisas o ayudas que le resultan desfavorables;
- b) la depreciación de 1949 obedece al interés de fomentar la producción y las exportaciones y no a trabar traslados de capital;
- c) la guerra de Corea provoca fugas de capital privado a Gran Bretaña;
- d) los movimientos de capital privado posteriores a la depreciación de la £, responden a los movimientos de la tasa de descuento y del valor de la £.-

En lo que respecta a la acción oficial se concreta al control de cambios, a la intervención de la Cuenta de Igualación de Cambios que absorbe todos los saldos del balance de pagos, y, luego de 1951, a la utilización de la tasa de descuento.

CAP. XXXIV.- CANADA

## 1.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y EL BALANCE DE PAGOS.

Interesa un análisis de la experiencia canadiense por tratarse de uno de los pocos países cuya divisa es libre y que integra el "área dólar".

En el cuadro n<sup>o</sup> 67 que sintetiza el Balance de Pagos de ese país, podemos distinguir claramente los dos períodos en que se divide el plazo posterior a la postguerra y cuya línea separatoria se halla entre los años 1949 y 1950.

En el subperíodo 1947 a 1949 inclusive, notamos un año, el primero, con un fuerte saldo en contra de Canadá, producido por sus préstamos al exterior, y dos años de saldos positivos. En los tres faltan los movimientos de capital privado a corto plazo que o quilibran aquellos saldos.

A partir de 1950 los saldos corrientes son contrarios a Ca nadá (salvo en 1952), pero es extraordinaria la suma de capitales a largo plazo que ingresa a ese país, particularmente por inversio nes privadas. Estos ingresos equilibran en gran parte los saldos del balance.

Los saldos a cancelar son, por lo tanto, relativamente pequeños y, frente a ellos, los movimientos de capital a corto plazo son evidentemente compensadores, excepto en 1951 y 1954.

Tomando los datos anuales aisladamente, se observa el fuerte ingreso de capitales, especialmente de los Estados Unidos, en forma de oro. Son movimientos anormales ó desequilibradores, que especulan con la posible valorización del dólar canadiense y no puede descartarse el movimiento provocado por el estallido de la guerra coreana.

CUADRO N° 67

BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES DE CANADA

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
	(En millones de dólares canadienses)								
Bienes, servicios y donaciones	+ 49	+ 451	+ 177	- 334	- 517	+ 164	- 443	- 432	- 692
Capitales a largo plazo	- 185	+ 189	+ 64	+ 259	+ 584	+ 532	+ 617	+ 480	+ 363
Préstamos oficiales	- 565	- 142	- 120	- 50	-	-	-	-	-
	- 701	+ 498	+ 121	- 125	+ 67	+ 696	+ 174	+ 48	- 329
Capitales privados a corto plazo	- 18	+ 2	- 9	+ 709	+ 181	- 593	- 194	+ 42	+ 196
Movimientos monetarios	+ 719	- 500	- 112	- 584	- 248	- 103	+ 20	- 90	+ 133
	+ 701	- 498	- 121	+ 125	- 67	- 696	- 174	- 48	+ 329

FUENTE: Fondo Monetario Internacional: Balance of Payments Yearbook: - Vol. 5, y 7.

Estos ingresos continuaban durante el primer semestre de 1951. El movimiento se invierte a mediados de ese año y los egresos caracterizan todo el año 1952. Esta fuerte salida compensa la entrada de los capitales a largo plazo evitando una valorización exagerada del dólar canadiense y gran entrada de oro ó divisas con sus efectos internos.

Los movimientos de 1953 son compensadores en tanto que los de 1954 son desequilibradores, pues son ingresos frente a un saldo positivo, lo cual provoca un desplazamiento de metálico.

A este ingreso podemos asignarle carácter especulativo, si tenemos en cuenta que en este año, por única vez en todo el período, la tasa de descuento canadiense supera a la estadounidense.

## 2.- LOS MOVIMIENTOS POR AREAS MONETARIAS.

De las cifras del cuadro n<sup>o</sup> 67 se desprende que, con carácter general, los movimientos de capital a corto plazo han sido compensadores.

Pero si desdoblamos las operaciones en tres áreas monetarias: con Estados Unidos, con el área de la libra esterlina y con el resto del mundo, veremos que, en cada una de ellas estos movimientos distan mucho de lograr el equilibrio de los balances de pago (cuadro n<sup>o</sup> 68). En todas ellas los saldos en su mayor proporción son cubiertos por oro y divisas.

Ello confirma que para analizar el problema motivo de este trabajo no es posible tomar relaciones internacionales bilaterales o parciales, ya que el movimiento equilibrador de los capitales a corto plazo responde a factores derivados del resultado neto del Balance de Pagos global ó general de un país y no a los sectores parciales componentes, ya sean grupos ó países individuales.

C U A D R O N ° 6 8  
BALANCE DE PAGOS CANADIENSE POR ZONAS

(en millones de dólares canadienses)

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954
<b>A.- Con Estados Unidos</b>								
Bienes, servicios y donaciones	- 1.134	- 393	- 601	- 400	- 951	- 849	- 924	- 810
Capitales a largo plazo	- 228	+ 128	+ 66	+ 193	+ 510	+ 390	+ 415	+ 368
	- 1.362	- 265	- 535	- 207	- 441	- 459	- 509	- 472
Capitales privados a corto plazo	- 10	- 17	+ 15	+ 750	+ 44	- 505	- 16	+ 10
Movimientos monetarios	+ 1.372	+ 282	+ 519	- 543	+ 397	+ 964	+ 525	+ 432
	+ 1.362	+ 265	+ 535	+ 207	+ 441	+ 459	+ 509	+ 442
<b>B.- Con el Area £</b>								
Bienes, servicios y donaciones	+ 875	+ 615	+ 581	+ 1	+ 199	+ 502	+ 229	+ 276
Capitales a largo plazo	+ 63	+ 59	+ 6	+ 48	+ 56	+ 48	+ 133	+ 112
Préstamos oficiales	- 423	- 52	- 120	- 50	-	-	-	-
	+ 515	+ 622	+ 467	- 1	+ 255	+ 550	+ 362	+ 388
Capitales privados a corto plazo	+ 8	+ 16	- 41	- 73	+ 66	- 64	- 36	- 30
Movimientos monetarios	- 523	- 638	- 426	+ 74	- 321	- 486	- 326	- 358
	- 515	- 622	- 467	+ 1	- 255	- 550	- 362	- 388
<b>C.- Con otros países</b>								
Bienes, servicios y donaciones	+ 308	+ 229	+ 197	+ 65	+ 235	+ 511	+ 256	+ 103
Capitales a largo plazo	+ 4	+ 14	+ 9	+ 23	+ 18	+ 10	+ 59	+ 58
Préstamos oficiales	- 142	- 90	-	-	-	-	-	-
	+ 170	+ 153	+ 206	+ 88	+ 253	+ 521	+ 315	+ 161
Capitales privados a corto plazo	- 40	- 10	- 10	+ 8	+ 22	-	- 17	- 3
Movimientos monetarios	- 130	- 143	- 196	- 96	- 275	- 521	- 298	- 158
	- 170	- 153	- 206	- 88	- 253	- 521	- 315	- 161

FUENTE: Fondo Monetario Internacional: Balance of Payments Yearbook, vol. 5 y 6.

### 3.- CAUSAS DE LOS MOVIMIENTOS

Considerando los movimientos de capital a corto plazo por áreas o zonas monetarias observamos:

a) con Estados Unidos: los movimientos de capital a corto plazo en tre ese país y Canadá responden entre 1950 y 1952 a razones especulativas. Ya se dijo que se esperaba la valorización del dólar canadiense, lo que atrae fuertes ingresos de capital. Logrado el objetivo perseguido, desde mediados de 1951 y durante casi todo 1952 esos capitales regresan a su lugar de origen.

Los traslados de 1953 y 1954 se ajustan a la variación de las tasas de interés.

b) con el área de la libra esterlina: en 1950 se observa una salida de capitales, posiblemente capitales ingleses que vuelven a su país de origen después de la desvalorización de la libra. En 1951 tal vez responden a la especulación sobre la cotización del dólar canadiense. En los años 1952, 1953 y 1954 las salidas de capital son lógicas desde que la tasa de descuento inglesa supera a la canadiense.

c) con otros países: la tasa de interés en Canadá fué siempre inferior a la de las plazas europeas. Los desplazamientos de capital a corto plazo parecen responder a especulación sobre el dólar canadiense, ya que los ingresos se producen como en el caso de los Estados Unidos, en los años 1950/51 cuando se esperaba su valorización. En cambio, en 1952, cuando aquella moneda llega a su máximo, el ingreso se detiene. En 1953/54 se retiran capitales, en momentos en que el dólar canadiense se cotiza alto, no descartándose que esos capitales se desplacen para aprovechar además la mayor tasa de interés británica.

## 4.- POLITICA OFICIAL.

Las autoridades canadienses mantenían, al comenzar el período, el control de cambios y la cotización de su moneda en el mercado oficial.

A mediados de 1950, frente al fuerte ingreso de fondos del exterior, se suprimió la cotización oficial y, paso a paso, fué desmantelándose el control de cambios que quedó totalmente suprimido en diciembre de 1951.

Adoptado el régimen de tipos de cambio flexibles, el Banco de Canadá operó en él mediante la Exchange Fund Account para moderar sus fluctuaciones. Sin embargo el tipo de cambio del dólar canadiense con respecto al dólar americano se valorizó frente a las entradas de oro de 1950 a 1952 y luego siguió la tendencia de los movimientos de metálico, lo que indica que la política seguida fué la de morigerar, pero no alterar las variaciones del mercado de cambios.

La política bancaria canadiense frente a las variaciones de oro y divisas, surge del siguiente cuadro:

CUADRO N° 69

Año	Oro y divisas (1)	Cifras del Banco de Canadá			
		Divisas	Papeles	Otros Activos	Billetes y depósitos
(Millones de dólares canadienses)					
1947	- 719	1	- 25,1	1,6	- 22,1
1948	500	- 1,6	132,3	1,7	131,6
1949	112	73,7	- 3,6	- 2,9	- 8,8
1950	584	37,3	- 67,4	254,6	171,1
1951	248	6,4	249,3	-161,9	66,4
1952	103	- 40,7	35,9	- 57,9	4,3
1953	- 20	- 22,2	43,3	34,7	55,5
1954	90	- 0,7	- 37,7	2,1	- 64,1

Fte.: Primer columna, del Cuadro 67; las demás, Federal Reserve Bulletin, estadística sobre Bancos Centrales extranjeros.  
(1).- Signo (-): Egresos.-

En el año 1953 la salida de oro es pequeña y la afronta el Banco de Canadá, aunque neutralizando sus efectos mediante la compra de papeles y otros activos, de modo que el poder de compra aumenta en lugar de disminuir.

En los restantes años, los movimientos de metálico no se reflejan en el Banco y solo aparecen en los años 1948, 1950 y 1951 ejerciendo alguna influencia parcial en el circulante, tal vez a través del mecanismo de la Cuenta del Fondo de Cambios y de su relación con el Banco de Canadá.

#### 5.- CONCLUSION

Después de 1949 Canadá compensó en gran parte el desequilibrio de los valores corrientes con ingreso de capital a largo plazo. El remanente fué neutralizado por movimientos de capital privado a corto plazo equilibrador con excepción de dos años.

Considerando el balance por sectores, se observan movimientos anormales en 1950, para especular con un alza en el tipo del dólar canadiense y, tal vez, buscando refugio de las posibles consecuencias de la guerra de Corea; en 1951/2 en que esos fondos regresan al exterior pero son compensados por ingresos de capitales a largo plazo, y en 1954 en que el ingreso puede atribuirse a la mayor tasa de interés.

La política oficial fué de liberalizar el Mercado de Cambios neutralizando los movimientos y sus efectos por medio de la Cuenta del Fondo de Cambios.



CAP. XXXV.- BELGICA, HOLANDA y ALEMANIA.

## 1.- LOS BALANCES DE PAGOS.

Con el propósito de considerar la experiencia de posguerra en países de Europa Occidental, hemos elegido estos tres países, integrantes de la Unión Europea de Pagos que muestran especial interés por la evolución de sus balances de pago frente a una definida política monetaria seguida por sus autoridades.

Los cuadros nos. 70 a 72, sintetizan los balances anuales de pagos de estos países. Puede apreciarse que en ellos se repite la existencia de dos subperíodos: uno de transición posterior a la guerra y el segundo que parece ser el de la estabilidad. La diferencia resulta nítida en el saldo de los rubros corrientes de los balances, negativos hasta 1950 ó 1951 y luego decididamente positivos.

## A) Primer subperíodo.

Se prolonga hasta 1950 en Alemania y Bélgica, y hasta 1951 en Holanda.

a) Bélgica.

Los saldos del intercambio de mercaderías, y de los pagos de servicios corrientes, son negativos con excepción de 1949. En 1950 el saldo desfavorable de las operaciones a largo plazo aumenta la cifra negativa alcanzándose la más alta del período.

El equilibrio se logra en 1948 con ingresos de préstamos a largo plazo. En los restantes con créditos a corto plazo gubernamentales (incluyendo convenios de compensación) o de instituciones internacionales y con oro.

Los movimientos de capitales a corto plazo privados compensadores no existen o no tienen mayor importancia frente a las cifras de los saldos remanentes de rubros corrientes y operaciones

CUADRO N° 70

BELGICA - LUXEMBURGO

BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
(en billones de francos belgas)									
Rubros corrientes	- 16,45	- 6,46	+ 1,84	- 12,84	+ 10,89	+ 8,32	+ 2,37	- 0,59	+ 14,31
Donaciones	+ 0,06	+ 0,99	+ 0,59	+ 1,06	+ 1,73	+ 0,60	+ 0,69	+ 1,05	+ 0,79
Operaciones a largo plazo	- 2,44	+ 5,55	+ 1,67	- 11,39	+ 0,36	- 4,06	+ 1,85	+ 3,73	+ 2,28
	- 18,83	+ 0,08	+ 4,10	- 23,17	+ 12,98	+ 4,86	+ 4,82	+ 4,19	+ 17,38
Operaciones a corto plazo									
- Convenios de compensación	- 4,27	+ 0,28	+ 1,85	+ 5,77	- 1,25	+ 3,00	- 0,59	- 1,22	+ 0,24
- Saldos oficiales e institucionales	+ 13,61	+ 1,76	- 1,77	+ 6,28	- 10,16	- 0,37	+ 0,88	+ 5,52	+ 1,24
- Bancarios	-	+ 1,04	- 3,12	+ 3,28	+ 1,54	- 3,44	+ 3,95	- 0,57	+ 1,49
- Privado	+ 2,48	- 1,57	+ 2,48	+ 2,37	+ 0,80	+ 0,83	(1)- 2,76	(1)- 3,81	(1)- 8,94
- Errores y omisiones	+ 0,92	- 0,37	- 0,29	- 0,16	+ 0,11	+ 0,89	- 2,71	- 3,98	- 3,94
Oro	+ 6,09	- 1,22	- 3,25	+ 5,63	- 2,42	- 3,41	- 3,59	- 0,13	- 7,47
	+ 18,83	- 0,08	- 4,10	+ 23,17	- 12,98	- 4,86	- 4,82	- 4,19	- 17,38

(1) - Incluye operaciones a largo plazo.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional "Balance of Payments Yearbook" vol., 5 y 7.

CUADRO N° 71

HOLANDA

BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
	(en millones de florines)								
Rubros corrientes	- 1.667	- 1.136	- 222	-1.066	- 90	+ 1.870	+ 1.429	+ 339	+ 896
Donaciones	+ 18	+ 544	-1.375	+1.148	+ 475	+ 230	+ 163	+ 25	- 34
Operaciones a largo plazo	- 83	+ 188	+1.620	+ 142	- 138	- 97	- 223	- 257	- 268
	- 1.732	- 404	+ 23	+ 224	+ 247	+ 2.003	+ 1.369	+ 107	+ 596
Operaciones a corto plazo									
Convenios de compensación	- 127	- 8	- 43	+ 37	- 302	- 5	+ 254	- 196	+ 84
Saldos oficiales e institucionales	+ 785	- 249	+ 160	+ 284	+ 42	- 1.051	- 522	+ 326	- 38
Bancario	+ 402	+ 187	+ 12	- 219	+ 135	- 92	- 171	- 89	+ 173
Privado	+ 109	+ 321	- 34	- 6	+ 38	+ 27	- 8	- 71	+ 97
Errores y omisiones	-	-	- 32	- 15	- 150	- 7	- 186	+ 146	- 650
Oro	+ 563	+ 153	- 86	- 305	- 10	- 875	- 736	- 223	- 262
	+ 1.732	+ 404	- 23	- 224	- 247	- 2.003	- 1.369	- 107	- 596

FUENTE: Fondo Monetario Internacional "Balance of Payments Yearbooks".

CUADRO N° 72  
ALEMANIA OCCIDENTAL  
BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
	(En millones de dólares)								
Rubros corrientes	- 620,0	- 1.029,2	- 844,5	- 623,7	+ 144,3	+ 557,4	+ 965,1	+ 946,0	+ 701,0
Donaciones (inc. reparaciones)	+ 723,1	+ 1.055,2	+ 687,3	+ 497,8	+ 438,3	+ 124,9	+ 13,8	- 92,4	- 194,0
Operaciones a largo plazo	+ 17,0	+ 46,2	+ 7,9	+ 109,1	- 35,3	- 191,1	- 350,8	- 121,7	- 135,7
	+ 120,1	+ 72,2	+ 149,3	- 16,8	+ 547,3	+ 491,2	+ 600,5	+ 731,9	+ 371,5
Operaciones a corto plazo									
Convenios de compensación y saldos oficiales e institucionales	-	-	+ 135,1	+ 117,4	- 237,9	- 280,0	- 30,6	+ 129,5	+ 91,9
Saldos en dólares amer. y canad. Bancarios	- 82,3	- 89,3	+ 34,9	- 66,3	- 215,3	- 126,7	- 346,6	- 463,1	- 88,1
Privados	-	-	-	-	-	-	+ 11,6	+ 17,4	+ 22,8
Errores y omisiones	- 37,8	+ 17,1	- 25,2	- 34,3	- 66,5	+ 27,7	- 49,3	- 97,9	+ 68,8
Oro	-	-	-	-	- 27,6	- 112,2	- 185,6	- 300,2	- 293,8
	- 120,1	- 72,2	+ 149,3	+ 16,8	- 547,3	- 491,2	- 600,5	- 731,9	- 371,5

FUENTE: Fondo Monetario Internacional: "Balance of Payments Yearbooks".

a largo plazo.

b) Holanda.

En los años 1947 y 1948 Holanda muestra interesantes ingresos de capital privado a corto plazo que neutralizan en parte, sobre todo en 1948, los saldos desfavorables. Se trata de la cobranza de atrasos comerciales del exterior y de créditos nuevos, también comerciales, a su favor. Pero a partir de allí el equilibrio se logra mediante donaciones y préstamos a largo plazo, que transforman los saldos en positivos y, aún, le permiten recibir oro.

c) Alemania.

Los saldos desfavorables de los cuatro años 1947/50 son virtualmente cubiertos por ayudas e ingresos a largo plazo. Las operaciones a corto plazo, cuando las hay, son oficiales, en tanto que las privadas no cuentan.

B) Segundo subperíodo.

En éste se produce un vuelco fundamental y repentino de los saldos de los rubros corrientes, a favor de estos países y, como consecuencia de ello, la mejora en sus reservas en oro y divisas (convertibles o no).

Nos interesa determinar el papel que pueden haber desempeñado en ese cambio los capitales a corto plazo o las medidas oficiales vinculadas en alguna forma con éstos.

2.- CAUSAS DE LA INVERSION DE LA BALANZA DE COMERCIO.- LA TASA DE INTERES.

Debemos destacar en primer lugar que en esta época se inicia en los tres países una política monetaria semejante, basada en el manejo de la tasa de descuento. Por ser contemporáneas se atribuyó a esta política el mejoramiento de las respectivas posiciones nacionales.

En efecto, frente al resultado desfavorable de los balances de los últimos años las autoridades monetarias de los tres países elevaron las tasas de descuento, retornando así a un instrumento de política monetaria que había sido abandonado para evitar que interfiriera en la obra de reconstrucción de post-guerra.

La evolución de las tasas oficiales de descuento fué entonces la siguiente:

CUADRO N° 73

TASAS OFICIALES DE DESCUENTO

<u>Alemania</u>		<u>Bélgica</u>		<u>Holanda</u>	
desde el	por ciento	desde el	por ciento	desde el	por ciento
Inicial	3 1/2	Inicial	3 1/2	Inicial	2 1/2
28-6-948	5	6-10-949	3 1/4	26-9-950	3
27-5-949	4 1/2	11-9-950	3 3/4	17-4-951	4
14-7-949	4	5-7-951	3 1/2	22-1-952	3 1/2
27-10-950	6	13-9-951	3 1/4	1-8-952	3
29-5-952	5	18-12-952	3	7-4-953	2 1/2
21-8-952	4 1/2	29-10-953	2 3/4		
8-1-953	4	4-8-955	3		
11-6-953	3 1/2				
20-5-954	3				
4-8-955	3 1/2				

Fto.: Federal Reserve Bulletin.

Alemania y Bélgica llegan a su tasa máxima en 1950 y Holanda en 1951. En los tres casos el saldo de los rubros corrientes del balance de pagos se transforma al año siguiente.

Sin embargo el cambio es demasiado brusco para atribuirlo solamente a la tasa de interés. Existen distintos factores que han contribuido a ello, a saber:

- a) la mayor demanda de productos y el alza de precios de éstos a causa del estallido de la guerra de Corea.
- b) la terminación de la reconstrucción europea colocando a sus fuerzas económicas en condiciones de producir más y exportar, tanto por la instalación de las nuevas fá-

bricas como por la liberación de los factores de producción hasta entonces afectados a aquella previa labor interna.

- c) aún se mantenían las reglamentaciones sobre Control de Cambios que permitían restringir las importaciones en la medida necesaria para evitar saldos negativos.
- d) las facilidades que brindó el mecanismo de la Unión Europea de Pagos.

A estos factores debe agregarse, por cierto, la política monetaria interna basada en el alza de la tasa de descuento, con sus efectos de carácter deflacionista. Pero no es posible promover semejante aumento del intercambio sin posibilidades de financiarlo con oro, divisas o capitales a corto plazo. Como veremos a continuación, éste fué el fruto de la Unión Europea de Pagos.

### 3.- LA INVERSION DE LA BALANZA COMERCIAL Y LOS CAPITALES A CORTO PLAZO.

El alza de la tasa de interés en momentos de saldos desfavorables tiende, según la teoría, a:

- a) atraer capitales a corto plazo que reducen o anulan la salida de metálico.
- b) contribuir, por su efecto restrictivo interno, al ajuste de los términos del intercambio promoviendo el aumento de las exportaciones y la contracción de las importaciones.

El segundo efecto lo hemos mencionado en el punto anterior como una de las causas del vuelco de las balanzas de comercio de Alemania, Bélgica y Holanda, sin entrar a su análisis, que no corresponde al tema de este trabajo.

Trataremos el efecto sobre los capitales a corto plazo y su probable relación con el comportamiento de los saldos de pagos

corrientes.

Lamentablemente carecemos de estadísticas semanales o mensuales que nos permitan observar la evolución de los traslados de haberes a corto plazo. Con cifras anuales es difícil apreciar qué ha ocurrido.

No podemos negar la existencia de desplazamientos de capitales en procura de mejores tasas de interés.

Si a falta de datos para períodos cortos analizamos comparativamente la fluctuación de las tasas de interés y de los tipos de cambio en dos países vecinos, Holanda y Bélgica, (gráfico n.º 15) vemos que el valor del franco belga subió cuando el Banco Nacional de Bélgica aumentó su tasa de descuento; y disminuyó, correlativamente con una valorización del florín holandés, cuando esa tasa fué superada por la del Banco de Holanda. La demanda u oferta de las respectivas monedas frente a la variación de los tipos de descuento bien puede reflejar traslados de capitales a corto plazo entre ambos países, respondiendo al atractivo del interés. Pero, a la luz de las cifras anuales podemos afirmar que esos movimientos carecen de la importancia y de los efectos compensadores que pueden significarle algún interés dentro de los balances de pagos.

Por lo pronto Holanda, si bien con saldos desfavorables en los rubros corrientes, obtiene ingresos y no egresos de oro, de modo que el problema no se presenta.

En Alemania no hay movimientos privados de capital a corto plazo y, en todo caso, el alza de la tasa pareciera haberse reflejado en los movimientos a largo plazo lo mismo que en Bélgica.

El vuelco a favor de esos países, de sus balanzas, o por lo menos de los saldos a cubrir con oro o créditos, que se produce

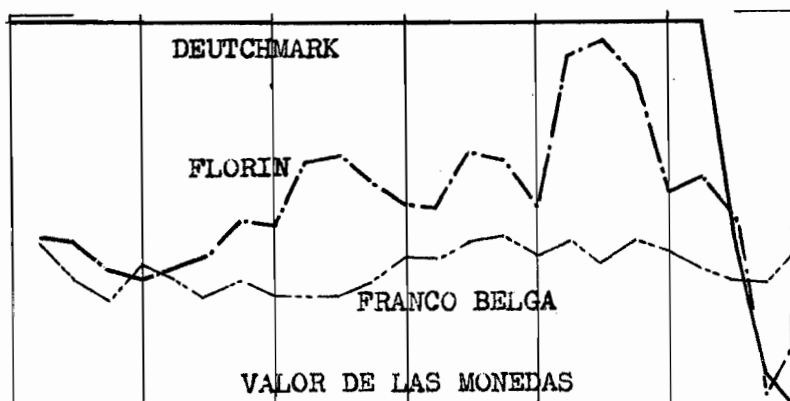
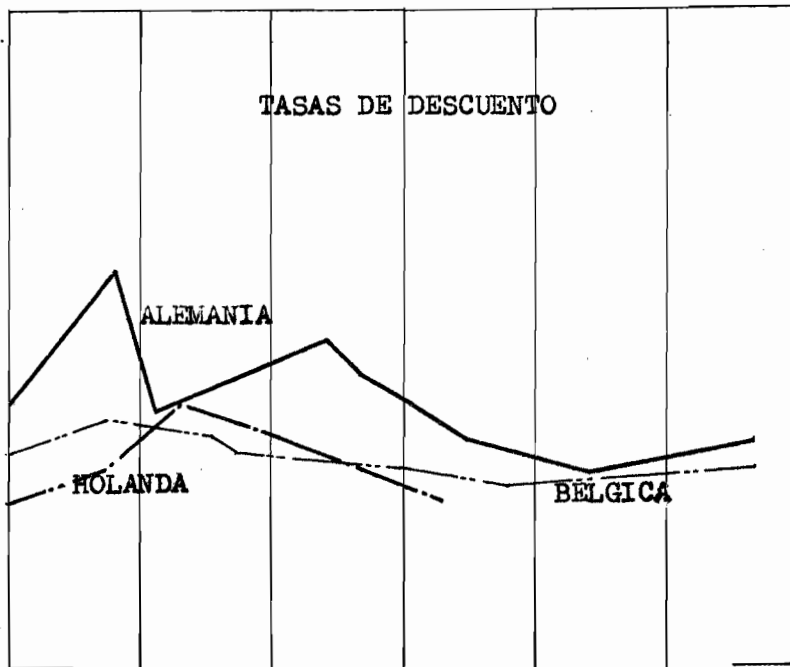


GRAFICO N° 15

BELGICA, HOLANDA Y REPUBLICA FEDERAL ALEMANA

TASAS DE DESCUENTO Y  
VALOR DE LAS MONEDAS

%  
10  
0



1950 1951 1952 1953 1954 1955

NOTA: ESCALA DEL CUADRO "VALOR DE LAS MONEDAS"

	<u>Máximo</u>		<u>Mínimo</u>	
Deutschmark	23,84	por Dl.	23,72	por Dl.
Florín	26,465	" "	26,140	" "
Franco belga	2,05	" "	1,95	" "

en 1951 y 1952, debe ir acompañado de los medios para financiarlos (1).

Véase, sin embargo que, en los tres países los movimientos de capital privado a corto plazo han tenido, por lo menos al principio, muy poca participación en ese cambio, el que se cubre virtualmente con fondos oficiales.

Tomemos las cifras correspondientes a los rubros corrientes de los tres países con el área dólar y con las naciones integrantes de la Unión Europea de Pagos, y la financiación por intermedio de ésta.

CUADRO N° 74

IMPORTANCIA RELATIVA DE LA FINANCIACION  
POR LA UNION EUROPEA DE PAGOS

	Alemania			Bélgica		Holanda	
	1950	1951	1952	1951	1952	1951	1952
	(mill. de Dls.)			(bill. de frs. bgs.)		(mill. de fls.)	
1.- Saldos de los rubros corrientes del balance de pagos:							
a) con el área dólar:	- 402	- 389	- 39	- 13,8	- 11,7	- 781	- 481
b) con países de la U.E.P. (incluidos los del área esterlina);	- 410	480	454	20,5	11,2	495	1740
2.- Movimiento total con la U.E.P. (1):	-	328	405	26,7	8,3	- 2	1360
a) Aumento de saldos acreedores (2)	-	196	342	15,2	- 2,7	- 2	941
b) Oro y divisas recib. de U.E.P.		132	63	11,5	11,0	-	419

(1).- Signo (+) indica "a cobrar".

(2).- Incluido en los rubros "Saldos oficiales e Institucionales a corto plazo" de los Cuadros Nros. 70, 71 y 72.

Fte.: Fondo Monetario Internacional: "Balance of Payments Yearbook", vol. 3 y 5.

(1).- Para la financiación con créditos bancarios o particulares, se hace necesario una disminución de los intereses en el país exportador.

Los saldos corrientes continúan siendo negativos con el área dólar, en tanto que son fuertemente positivos con los países integrantes de la Unión Europea de Pagos, por cuyo intermedio se financian en gran parte.

Es claro en el cuadro n<sup>o</sup> 74 que el gran impulso que experimenta el intercambio internacional se produce dentro de los límites de la Unión Europea de Pagos y deriva fundamentalmente del hecho de contar con recursos de financiación que no provienen de fuentes privadas, sino de la Organización Europea, organizada precisamente para sustituirlas.

Por cierto, entonces, que los movimientos de capitales privados a corto plazo poco hicieron en esos dos años para facilitar el intercambio internacional.

Pero observando los cuadros de los balances de pago vemos que esos movimientos privados, prácticamente ausentes hasta 1952, comienzan a reaparecer, con cifras de alguna importancia en relación con los saldos a compensar, a contar de 1953.

La nueva política monetaria basada en los tipos de descuento y el éxito que aparentemente tuvo, llevó a las autoridades de estas naciones a ir descansando cada vez más en ese método de administración monetaria, a suprimir paulatinamente los controles de cambio y a liberar sus mercados de cambio al contado y a término, permitiendo arbitrajes entre monedas de los integrantes del grupo.

Esas liberaciones hacen factible la reaparición de los movimientos compensadores de capital. En general, las normas de control de cambios, en lo que a capitales se refiere, procuran trabar los movimientos anormales o indeseables. Pero como es difícil y de trámite lento comprobar la verdadera naturaleza de los fondos que se desplazan, se obstaculiza tanto a los capitales normales como a

los anormales.

Es así como al desaparecer los controles de cambio, los capitales normales, compensadores, parecen ir retomando el lugar que les corresponde en los balances de pagos, al margen de toda consideración de carácter especulativo.

Es muy ilustrativa a este respecto la variación de los activos a corto plazo de bancos americanos en estos países, constituidos por lo general por financiaciones de comercio internacional.

CUADRO N° 75

ACTIVOS A CORTO PLAZO DE BANCOS AMERICANOS  
(Variaciones, en millones de dólares)

<u>A ñ o</u>	<u>Holanda</u>	<u>Bélgica</u>	<u>Alemania</u>
1950	- 1,8	2,2	- 4,6
1951	1,6	18,1	2,9
1952	- 0,6	- 23,4	- 1,5
1953	4,2	- 4,2	3,7
1954	7,3	7,-	39,-
1955	- 4,9	- 4,-	18,-

Fte.: Federal Reserve Bulletin

Es cierto que el alza del tipo de descuento holandés en 1951 atrae capitales. Pero la magnitud de la cifra no llega a tener importancia sino a partir de 1953, con tasas de interés más bajas, pero sin controles de cambio. Lo mismo ocurre en Alemania, en que la tasa de descuento viene descendiendo desde mayo de 1952.

P A R T E I I I

LA EXPERIENCIA  
ARGENTINA

P A R T E   I I IL A   E X P E R I E N C I A   A R G E N T I N ACAP. XXXVI.- CONSIDERACIONES PREVIAS

La República Argentina ha sido durante la mayor parte de su vida independiente un país exportador de productos agropecuarios e importador de artículos manufacturados. Su balance de pagos se ha completado con el ingreso de capitales extranjeros destinados a invertirse en el país y con las remesas para la atención de intereses o utilidades, la amortización de los capitales foráneos y envíos financieros de orden particular.

En los últimos diez años el país experimentó una transformación interna hacia la industrialización que hizo variar la lista de importaciones, ya que se suprimieron las de artículos competitivos con la producción nacional y se incorporaron o aumentaron en cantidad los elementos industriales, combustibles y algunas materias primas.

La base del comercio internacional argentino y de sus posibilidades de pago al exterior ha sido su producción agropecuaria. Esta actividad está expuesta a riesgos constantes por la disminución o pérdida de cosechas o por caídas bastantes pronunciadas en sus precios internacionales. La situación económica del país ha debido por lo tanto seguir y reflejar esas alternativas, las que han influenciado a los movimientos de capitales.

Consideramos por lo tanto de interés la experiencia recogida, sobre todo teniendo en cuenta que, a lo largo de los últimos 30 años, las autoridades nacionales han aplicado criterios diversos para encarar el problema. Un régimen de patrón oro, uno de inconvertibilidad, el control de cambios rígido, el control de cambios flexible separando los movimientos de capital en un mercado de cambios aparte, una política monetaria tendiente a neutralizar los efectos de

los movimientos de capital y otra de orientación inflacionista haciendo caso omiso de la tendencia del balance de pagos, muestran una variedad de situaciones cuyas características tratamos de analizar en los capítulos siguientes.

## 1.- REGIMEN MONETARIO Y DE CAMBIOS.

Hasta 1929 la República Argentina tuvo una organización monetaria rígida. La Caja de Conversión compraba oro contra emisión de billetes y lo vendía contra devolución de papel moneda (1). No emitía billetes ni recibía billetes sino contra oro. De tal manera todas las alternativas del balance de pagos se reflejaban directamente en el medio circulante y, a través de ellos, a todo el sistema económico.

El comercio de divisas era totalmente libre y su cotización resultaba del juego de la oferta y la demanda.

Mientras los tipos de cambio no superaban el punto de entrada del oro, los bancos compraban y mantenían las divisas en sus cuentas en el exterior con lo que el poder de compra de la población se ampliaba sin la incorporación del oro al país; pero no puede aplicarse este procedimiento en forma ilimitada, pues esas compras reducían el margen de crédito de los bancos, al reducir su encaje. Por lo tanto los bancos procuraban convertir las divisas excesivas a oro que canjeaban por efectivo en la Caja de Conversión.

Durante el lapso de cuatro años que analizamos la Caja de Conversión permanece abierta entre 1927 y 1929. Antes de 1927 el país vivía en un régimen de inconversión monetaria.

## 2. CARACTERISTICAS DEL PERIODO

Este período se inicia con un régimen de inconversión monetaria.

Sin embargo la valorización de los productos argentinos de exportación y la facilidad con que se obtienen capitales extranjeros para préstamos e inversiones produce tan importantes entradas de oro que llevan al peso virtualmente a la par y permiten

---

(1) - Se sobreentiende, en los lapsos en que no permaneció cerrada.



reabrir la Caja de Conversión en agosto de 1927. Este estado de auge sigue hasta junio de 1928. El aumento de las disponibilidades bancarias induce a aumentar el crédito bancario mediante una política de inflación que se agrava por la necesidad de cubrir con dichos recursos los déficits fiscales. La exuberancia de medios de pagos hace aumentar las importaciones.

A mediados de 1928 en Estados Unidos se adoptan medidas restrictivas en materia crediticia con alza de tasas de interés. Se interrumpe la corriente de ingresos de capital y los que habían llegado con fines meramente especulativos se retiran. Comienza entonces una sostenida salida de oro.

Se une a ello la caída de los precios agropecuarios en el mercado mundial que torna negativa nuestra balanza de comercio, y la huida de capitales temerosos de la situación creada por ese fenómeno, por la inflación y el déficit fiscal.

Las exportaciones de oro iniciadas en julio de 1928 se hacen más intensas, culminando el proceso con el nuevo y definitivo cierre de la Caja de Conversión en diciembre de 1929.

### **3. EL BALANCE DE PAGOS Y LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL**

Las cifras anuales del período 1926-1929 son las siguientes:

## CUADRO N° 76

## BALANCES DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Período 1926 - 1929

R u b r o	1926	1927	1928	1929
	(en millones de pesos)			
Mercaderías	255	656	526	237
Empréstitos Públicos	165	234	59	-
Serv. Deuda Pública	- 110	- 122	- 132	- 135
	310	768	453	102
Servicios de inversiones privadas y varios	- 113	- 483	- 507	- 481
	- 103	285	- 54	- 379
Capitales privados	87	51	186	-
Ajustes de la Deuda Comercial y dif. varias	2	- 25	50	- 8
	89	26	236	- 8
Saldo neto total	- 14	311	182	- 387
Saldos bancarios (-, aumento)	19	- 115	15	- 16
Oro (1) (-, entradas)	- 5	- 196	- 197	403
	14	- 311	- 182	387

(1).- Cifras obtenidas por diferencia. Las desviaciones con respecto a las cifras oficiales (Cuadro N° 77) son muy pequeñas.

Fte.: "Balance de Pagos de la República Argentina" Cuadro N° 1, anexo al informe presentado a la Tercera Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano (febrero-marzo de 1952) - inserto en el Diario de Sesiones de la Cámara de Diputados del 25/26 de septiembre de 1952; Banco de la Nación Argentina: Revista Económica.

En virtud de la nomenclatura del balance de pagos argentino, es imposible determinar el monto y carácter de los movimientos de capitales a corto plazo, pues se encuentran repartidos e incluidos en los dos rubros "Capitales privados" (que incluye tam-

bién los a largo plazo) y "Ajustes de deuda comercial y diferencias varias". No cabe excluir la posibilidad de que en parte se hallen también en "Servicios financieros de inversiones privadas y varios" que, en principio, deben referirse a transferencias uni laterales por conceptos corrientes.

El año 1926, de inconversión, muestra movimientos de capital equilibradores, pues reducen el movimiento de oro y divisas a solo un 10% del saldo a pagar; y si consideramos los saldos bancarios como capital a corto plazo, la nivelación es casi total.

El bienio 1927 - 1928, de auge económico y de convertibilidad del peso, la posición es cómoda y se observan grandes ingresos de capitales que contribuyen al ingreso de oro y divisas provocado por los saldos favorables del intercambio y empréstitos, y solo en parte neutralizados en 1928 por un aumento de los pagos al exterior a través de los rubros corrientes privados.

En cambio en 1929, año en que estalló la crisis, la caída del saldo del intercambio y la suspensión del ingreso de capitales privados, dan lugar a un saldo desfavorable que, a falta de elementos compensadores, debe pagarse en oro.

#### 4. LOS SALDOS BANCARIOS COMO EQUILIBRADORES

El balance de pagos argentino estaba básicamente constituido por un Activo formado por exportaciones de materias primas e ingresos de capitales extranjeros destinados a invertirse en el país, y un Pasivo que integraban las importaciones de artículos manufacturados, y la atención de los intereses o utilidades y amortización de los capitales extranjeros.

En tanto las importaciones eran más o menos constantes o de variaciones no estacionales a lo largo del año y creaban una demanda de divisas también casi constante, las exportaciones, de carácter estacional, daban lugar a una oferta crecida en el primer semestre de cada año y una caída en los restantes meses.

A fin de nivelar los desequilibrios transitorios que este mecanismo producía, sin efectuar traslados de oro, el país contaba con dos fuentes de recursos:

- a) las grandes firmas cerealistas obtenían créditos en sus países de origen, aprovechando las menores tasas de interés vigentes en ellos, y negociaban el cambio en Buenos Aires destinando el equivalente a financiar a tasa más alta, las necesidades de fondos del campo argentino para realizar la cosecha. Cuando exportaban el producto, destinaban su valor a la cancelación del crédito exterior.
- b) Los bancos pedían a sus corresponsales en el extranjero, préstamos en divisas, que negociaban en momentos de escasez y por lo tanto de tipo de cambio alto. En el período de exportación, en que la afluencia de letras de cambio hacía bajar el precio de las monedas extranjeras, adquirían las necesarias para cancelar los préstamos obtenidos.

Cuando una mala cosecha o la caída de los precios agropecuarios en el mercado internacional provocaban una disminución de nuestras exportaciones en valor, era necesario exportar oro para cancelar ambos tipos de préstamos.

La existencia de movimientos especulativos de capital a corto plazo a cargo de los bancos se observa en el siguiente cuadro.

Destacamos que, salvo en el segundo semestre de 1948 en que las tasas de interés en Buenos Aires bajan, en general han sido superiores a las de las plazas financieras principales. De allí que el aspecto especulativo gira principalmente en el beneficio a obtener por diferencias de cambios.

CUADRO N° 77

Período semestral	Saldo del intercambio	Variaciones de			Cotizaciones	
		Oro	Saldos ban- carios en el exterior	Total	£	Dl.
		(en millones de pesos m/n)			(promed. semest.)	
1927 I	+ 504,6	+ 5,2	+ 161,7	+ 166,9	11,54	237,85
II	+ 121,2	+ 186,6	= 46,8	+ 139,8	11,41	234,52
1928 I	+ 440,4	+ 219,7	+ 21,9	+ 241,6	11,42	234,23
II	+ 54,5	= 34,6	= 37,3	= 71,9	11,52	237,42
1929 I	+ 259,1	- 190,7	+ 57,5	- 133,2	11,54	237,97
II	= 50,6	- 218,7	= 41,5	- 260,2	11,68	240,16

Ftes.: Banco de la Nación Argentina: "Revista Económica" (junio 1929, octubre-diciembre 1933 y enero-abril 1934).

En 1927, año de grandes ingresos, los Bancos retienen saldos en el exterior, adquiridos a tipos bajos de cambio para venderlos cuando la marea se invierta. Si en el segundo semestre deben desprenderse de parte de esos saldos, entregando el equivalente a la Caja de Conversión es porque, frente a la continua valorización del peso, no podían concretar a corto plazo el negocio esperado, y la tenencia de esos saldos provocó la reducción del encaje a un porcentaje sumamente bajo.

El resultado neto es que buena parte del saldo favorable en 1927 no se traduce en ingresos de oro sino que queda en el exterior en forma de saldos bancarios a corto plazo, compensando

parcialmente el desequilibrio del balance, tal como se vió en el cuadro N° 76.

En el segundo semestre de 1928, el peso argentino comienza a desvalorizarse y la tasa de interés baja por acción de los bancos comerciales que tienen fondos ociosos. Los bancos aprovechan así para liquidar sus tenencias en el exterior que, como puede verse, no se vuelcan ahora a la Caja de Conversión.

En resultado neto, 1928 se caracteriza por la falta de capitales a corto plazo niveladores ya que (Cuadro N° 76) el saldo de las operaciones corrientes y de capitales a largo plazo debe cubrirse casi totalmente con oro.

Los movimientos de capital de 1929 no son niveladores sino, por el contrario, francamente desequilibradores.

Pero observemos, a través del Gráfico N° 16, un poco más de cerca los movimientos de fondos bancarios. Por sus movimientos trimestrales vemos:

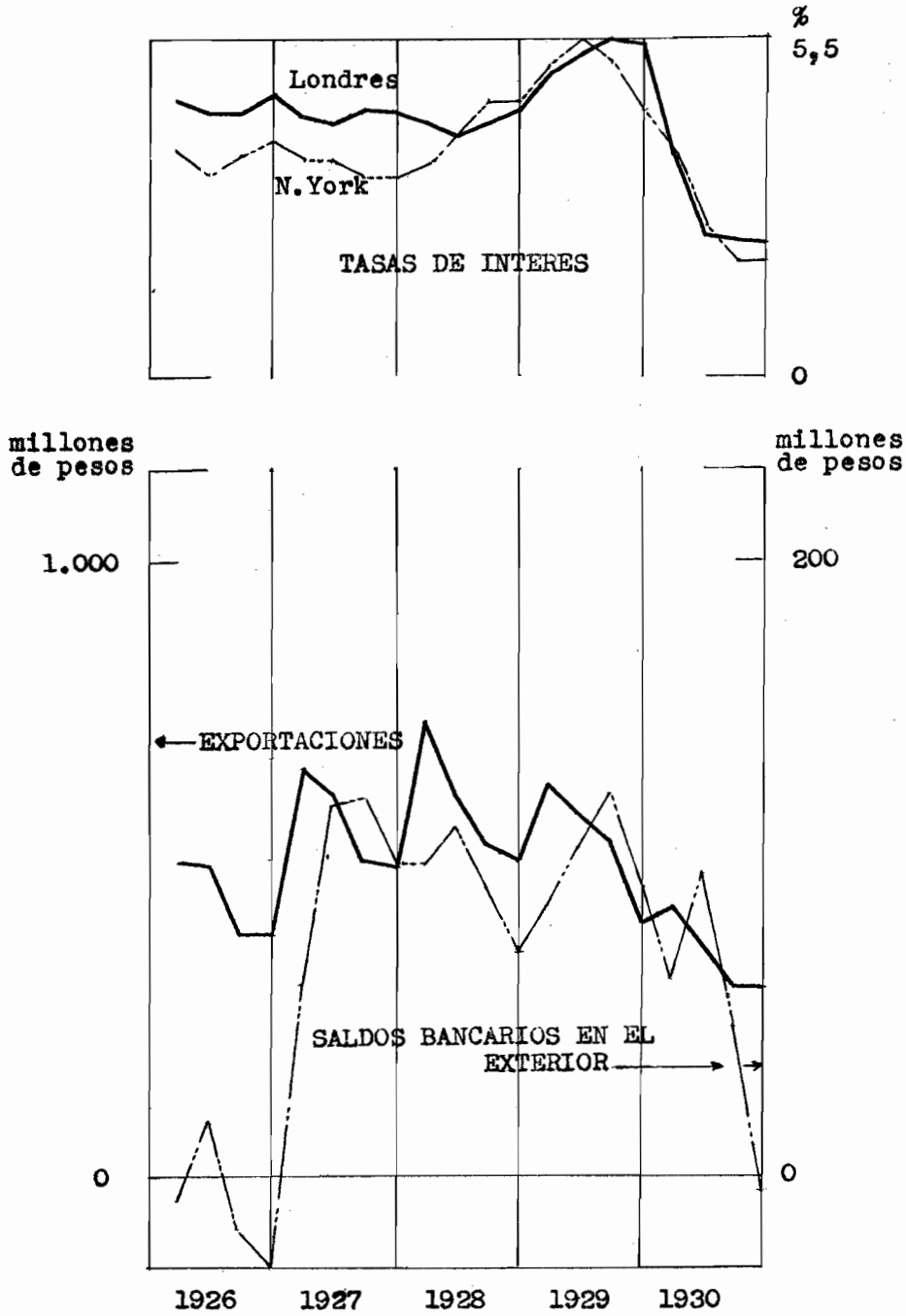
- a) que durante 1927-1930 siguen con toda fidelidad los movimientos de las exportaciones argentinas lo que muestra su vinculación con ellas;
- b) que hay entre ambos movimientos un desplazamiento de 90 días, lo que demostraría que los importadores de productos argentinos contaban con créditos privados en nuestro país por ese lapso;
- c) que no hay relación aparente entre el mantenimiento de haberes en el exterior y las tasas de interés, salvo en el auge de 1929.

##### 5. POLITICA BANCARIA

Los ingresos del período 1927-1928 se volcaron como ya se dijo, en las cuentas de los bancos, los que siguieron una política de ampliación de crédito, mediante préstamos al público y al Gobierno.

GRAFICO N° 16

ARGENTINA



CUADRO N° 78  
RUBROS BANCARIOS  
VARIACIONES SEMESTRALES

Año y Semestre	Oro y saldos en el exterior	Medios de Pago			Encaje a fin del semestre
		Moneda en manos del público	Depósitos en cta. cte.	Total	
(millones de pesos)					%
1927 1	+ 166,9	- 11,5	- 2,8	- 14,3	
2	+ 139,8	+ 63,7	+ 79,6	+143,3	20,4
1928 1	+ 241,6	+ 4,5	+ 31,6	+ 36,1	24,8
2	- 71,9	+ 35,9	+ 43,8	+ 79,7	22,2
1929 1	- 133,2	- 24,6	- 2,8	- 27,4	17,7
2	- 260,2	+ 12,2	- 120,6	-108,4	12,3

Fte.: Banco de la Nación Argentina: Revista Económica, 1928, 1929 y oct.-dic.1933.  
Cuadro N° 77.

CUADRO N° 79  
PRESTAMOS Y ADELANTOS

F e c h a		Total	Al Gobierno Nacional
(millones de pesos)			
Fin de:			
1927	junio	3345,6	372,8 (1)
	dic.	3286,2	346,2 (1)
1928	junio	3207,1	456,3
	dic.	3423,1	474,5
1929	junio	3603,1	487,2
	dic.	3747,2	564,9

(1) - Cifras no comparables con las posteriores por haber cambiado la constitución del rubro en la publicación oficial que utilizamos como fuente.

Fte.: Banco de la Nación Argentina: Revista Económica 1929 y oct. dic. 1933.



Esa política dió lugar a un crecimiento de medios de pago a disposición del público que continuó en el segundo semestre de 1928 no obstante la salida de oro; y que en 1929 se redujo en sumas muy inferiores a lo que hubiera correspondido frente a la disminución de las reservas metálicas, lo que, en términos relativos, implica un aumento.

## 6. LA CRISIS DE 1929 Y LA NUEVA INCONVERSION

La situación en 1929 se presenta con todas las características de una crisis.

Frente a exportaciones en baja por la caída de los precios de productos agropecuarios, importaciones en alza por el exceso de medios de pago que incitan a la demanda.

Interrupción de créditos e inversiones de capital extranjero frente a la necesidad de atender los obligados servicios financieros y la fuga de capitales que huyen de la insegura situación argentina.

Política interna deficitaria e inflacionista. El Cuadro N° 76 muestra cómo un saldo ligeramente favorable del intercambio se ve ampliamente superado por las salidas de capital. Esas salidas, en lo que a capitales privados se refiere, son desequilibradoras y es necesario exportar oro para pagar la totalidad de los saldos.

El país no está en condiciones de hacer ese esfuerzo y el Gobierno decide suspender nuevamente el patrón oro en diciembre de 1929.

Al decretarse la inconversión la Caja tenía oro por valor de 953,7 millones de pesos y Billetes Emitidos por m\$n. 1246,8 millones, lo que arrojaba 76,5% de garantía en oro. Tomando en cuenta el oro en los bancos, el total alcanzaba a m\$n. 1047,5 millones y el total de moneda a m\$n. 1340,6 millones.

De acuerdo a los principios modernos en materia monetaria, más flexibles, pareciera que había aún margen suficiente para ex-

portar oro sin desmedro muy grande para la economía nacional.

Pero la moneda nacional necesaria para pagar ese oro habría salido en su mayor parte de los bancos con lo que se hubiera reducido su encaje, ya muy bajo, a niveles alarmantes. El efectivo que perdieran los bancos podría en ese caso habérselos repuesto por aplicación de la ley de redescuento, vigente desde 1914 pero que no se utilizaba. Pero es posible que en una época de principios monetarios ortodoxos rígidos, esta medida de corte inflacionista hubiera aumentado los temores y hubiera agravado el reclamo de oro a la Caja de Conversión. Es cierto que se aplicó poco más de un año después, pero la Caja ya estaba cerrada.

En cuanto al alza de la tasa de interés, pudo haber contenido la expansión interna y tal vez algunas salidas de capital, pero no habría provocado los ingresos necesarios para nivelar el balance de pagos ya que la situación de la Argentina, como país agropecuario, no mostraba caracteres de transitoria, sino que era el reflejo de un desajuste fundamental de carácter mundial. Por otra parte, tengase en cuenta que el redescuento no se aplicaba y que los bancos comerciales fijaban sus tasas con criterio estrictamente mercantil. El país no tenía, pues, el organismo ni la estructura financiera que le permitiera adoptar una tasa de interés y hacerla obligatoria para el mercado. Su adopción hubiera sido posiblemente teórica.

Por consiguiente, la imposibilidad de imponer una tasa más alta de interés, la inseguridad de que ella hubiera atraído capitales extranjeros y la falta de un control de cambios que impidiera que una medida de alivio como el redescuento provocara mayores fugas de capital, parecería indicar que en esos momentos la única medida posible a adoptar fuera el cierre de la Caja de Conversión.

CAP. XXXVIII.- PERIODO DE TIPOS FLEXIBLES - (1930-1931).

## 1. EL BALANCE DE PAGOS

Cerrada la Caja de Conversión, no se tomó ninguna medida de control directo sobre los movimientos internacionales de fondos.

El bienio 1930-1931 fué característico de los movimientos libres de las monedas sin conversión a oro que estabilice su valor.

El balance de pagos en el período es el siguiente:

CUADRO N° 80BALANCE DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Período 1930-1931

Rubros	1930	1931
	(en millones de pesos)	
Mercaderías	- 266	+ 301
Empréstitos públicos	+ 238	-
Repatriac. y serv.deuda pública	- 158	- 359
	- 186	- 58
Serv.financ.capit.privados y varios	- 427	- 358
	- 613	- 416
Capitales privados	+ 280	- 23
Ajuste deuda comercial y dif.varias	+ 145	- 145
	+ 425	- 168
Saldo neto total	+ 188	- 584
Saldos bancarios (+, disminución)	+ 117	+ 22
Oro y divisas (+, salidas)	+ 71	+ 562
	+ 188	+ 584

Fte.: "Balance de pagos de la República Argentina". Anexo al informe indicado al pie del cuadro n° 76.

Banco de la Nación Argentina. "Revista Económica" octubre-diciembre 1933.

Sus aspectos básicos en lo que nos interesa son:

- a) Saldos decididamente negativos en los rubros corrientes y de capitales a largo plazo.

- b) En 1930 ese saldo se compensa en gran parte por ingresos de capital privado y especialmente por la actitud de los importadores que, en la esperanza de poder especular con una valorización del peso argentino, retienen impagos m\$n.145.000.000 de mercaderías.
- c) el saldo neto desfavorable se cubre en su mayor parte con la utilización de saldos bancarios en el exterior.
- d) el resto se cancela en oro, que se exportó en su totalidad por el Gobierno Nacional para atender vencimientos de la deuda pública externa, evitando así su incidencia en el valor del peso que, lógicamente, le hubiera encarecido el pago de esos servicios.
- e) en 1931, se efectúan los pagos retenidos por operaciones mercantiles durante el año anterior. El ingreso de 1930 y su egreso en 1931 configuran un movimiento típicamente especulativo de capitales a corto plazo.
- f) los rubros de capital privado que, de fuertemente positivos en 1930 se hacen negativos en 1931, reflejan seguramente las fugas de capital provocadas por la situación del país, sobre la que se presume que incidirá la inconvertibilidad de la £ decretada ese año. En esta fuga habría tenido una importante intervención un fondo de divisas en manos especulativas, que lo habrían acumulado cuando el Banco de la Nación vendía dólares a m\$n. 287,- (1).
- g) mientras que en 1930 los saldos bancarios en el exterior (capitales a corto plazo) neutralizan en gran proporción el desequilibrio del balance de pagos, en 1931 se carece, virtualmente de un factor neutralizador, repercutiendo el saldo directamente sobre las tenencias en metálico; en efecto, es afrontado por el Estado mediante fuertes exportaciones de oro,

---

(1) - Según VIDO I. "Control de Cambios en la República Argentina" (Rev. de Cs. Ecs. abril 1936), citado por Prados Arrarte: "El Control de Cambios" pág. 64.

para evitar una más intensa depreciación de la moneda y la influencia de la ya existente sobre los pagos oficiales.

## 2. LOS TIPOS DE CAMBIO

El continuo drenaje de disponibilidades que se produce en esos años se refleja fielmente en la cotización de las monedas extranjeras frente al peso argentino, el que, carente ya del sostén del oro, no tiene límites en su desvalorización.

### CUADRO N° 81

#### TIPOS DE CAMBIO TELEGRAFICOS (promedios trimestrales)

Trimestre	£	Dólares
1930 I	12,64	259,92
II	12,75	262,60
III	13,51	277,64
IV	14,33	295,21
1931 I	15,09	311,05
II	15,33	315,54
III	16,75	354,12
IV	14,79	401,28

Fte.: Banco de la Nación Argentina. Revista Económica oct.-dic. 1933.

Al decretarse la inconvertibilidad de la £ en setiembre de 1931, el peso se valoriza frente a esa moneda. Pero el temor a los efectos que esa medida podría tener sobre la Argentina, agudiza la huida de capitales, lo que se refleja en la cotización del dólar, que, en el mes de octubre de 1931 alcanzó a m\$n. 426,01 los 100 dólares.

## 3. LA POLITICA DE LOS BANCOS

No obstante la desfavorable situación del balance de pagos los bancos continúan con una política crediticia liberal, en la que influye, por cierto, el déficit fiscal, y que contribuye a reducir cada vez más su encaje.

## CUADRO N° 82

RUBROS BANCARIOS  
(variaciones)

Trimestre	Efectivos	Préstamos		Depósitos		Encaje (al final del período)	
		totales	al gobierno	totales	c.ete.		
(en millones de pesos)							
1930	1	+ 48,9	+ 49,0	+ 43,2	+ 7,5	+ 0,8	13,6
	2	+ 16,6	= 71,9	= 47,0	= 9,8	+ 6,6	14,0
	3	= 0,9	+ 119,0	+ 107,8	+ 33,1	+ 8,8	13,9
	4	- 74,0	+ 97,7	+ 23,6	+ 22,2	= 5,2	11,9
1931	1	- 39,1	= 27,0	= 9,6	= 95,8	-79,3	11,2
	2	+ 77,4	- 72,2	+ 1,7	- 71,7	-72,8	13,5
	3	= 41,6	- 14,3	+ 53,0	-133,3	-26,8	12,8
	4	+ 50,8	- 120,1	= 15,8	-138,1	-39,2	14,8

Fte.: Banco de la Nación Argentina. Revista Económica octubre-diciembre 1933.

El encaje más bajo se alcanza en el primer trimestre de 1931, aliviándose a partir de entonces gracias al redescuento, a que nos referimos algo más adelante.

También baja la tasa de interés que, de casi el 8 % a fines de 1929 llega al 6,5 % en 1930.

Recién cuando se reimplanta el redescuento es posible imponer a los bancos una política de tasa más alta.

El ingreso en 1930 de capitales especulativos representados por la demora en el pago de operaciones comerciales por m\$. 145.000.000 evita sin duda males mayores. Es de imaginar cuál hubiera sido la situación de los bancos, de haberse pagado de inmediato ese importe que representaba el 30 % de su encaje.

Es cierto que hubieran reducido también sus créditos. Pero si admitimos como firmes las cifras dadas, y suponemos por vía de hipótesis, que el total de m\$. 145 millones se hubiera abonado con fondos depositados en Bancos, el encaje de éstos al 31 de diciembre de 1930 se habría reducido al 8,5 %.

El problema se presenta, sin embargo, al año siguiente y el Gobierno debe recurrir al redescuento para salvar la situación.

#### 4. LAS MEDIDAS OFICIALES

Las autoridades nacionales carecían por entonces, de medios para controlar eficazmente la situación. Cerrada la Caja de Conversión, medida máxima que podían adoptar, no tenían control de importaciones ni de cambios para regular los movimientos internacionales de fondos, ni medios para dirigir una política de crédito y de fijación de tasas de descuento, salvo una ley de redescuento hasta entonces inaplicada.

El Gobierno argentino recurrió entonces a estos medios de acción:

- a) exportaciones de oro.
- b) depósito de oro en las Legaciones.
- c) redescuento.
- d) el control de cambios.
- a) Exportaciones de oro.

Durante los años 1930 y 1931 el Gobierno efectuó grandes embarques de oro para atender obligaciones emergentes principalmente del pago de deudas oficiales. Es cierto que, por una parte, lo hacía para no tener que soportar los quebrantos de cambio derivados de la depreciación del peso, ya que el oro lo retiraba a la par. Pero no puede negarse que de esa manera (especialmente en 1931 en que las salidas son enormes y cubren todo el saldo del balance y no solo las obligaciones oficiales), influía en el mercado de cambios evitando un alza mayor en el precio de las divisas.

De modo que las existencias metálicas fueron usadas como un Fondo de Estabilización rudimentario en su función reguladora del valor de la moneda. La función neutralizadora de los efectos internos, quedó a cargo del redescuento.

- b) Oro en las legaciones.

Según un decreto del 7 de abril de 1931, el Banco de la Nación Argentina, por su cuenta o por cuenta de Bancos Comerciales de ésta, podía depositar oro a la orden de una Legación Argentina acreditada en un país de patrón oro; y en el Banco que ésta

indicara. Contra aviso telegráfico de la Legación de haber recibido ese depósito, la Caja de Conversión emitía los billetes correspondientes. El Banco beneficiario debía reintegrar los billetes, a cambio de lo cual se devolvía el oro, dentro de los 180 días de efectuado el depósito. Pasado ese plazo el oro quedaba en propiedad de la Caja de Conversión.

Estas operaciones podrían realizarse hasta agosto del mismo año.

Con este mecanismo se hacía posible la obtención de préstamos extranjeros a corto plazo tendientes a cubrir desniveles transitorios del balance de pagos, ya que los bancos podían obtener créditos de sus corresponsales en el exterior, convertirlos en oro y depositarlos, con el compromiso de reintegrarlos dentro de los 180 días.

Debido a la situación política del país no se halló disposición en el exterior para facilitar créditos y el sistema fracasó, quedando sin efecto en enero de 1932. En total se recibieron depósitos de las Embajadas Argentinas en Londres y Nueva York por o\$s. 53,9 millones, emitiéndose billetes por m\$n. 122,4 millones papel.

c) El redescuento.

Las leyes que autorizaban el redescuento regían desde 1914. En efecto, entre las medidas de emergencia dictadas al estallar la primera guerra mundial se hallaban las leyes Nos. 9479 y 9577 por las que se autorizaba a la Caja de Conversión a entregar al Banco de la Nación Argentina billetes moneda nacional contra entrega por aquél de documentos comerciales de su propia cartera o que, a su vez hubiera redescotado a otros Bancos. Estas emisiones no debían hacer bajar la garantía en metálico de la circulación fiduciaria a menos del 40%.

Estas leyes no fueron aplicadas hasta 1931, en que, por decreto del 25 de abril de ese año se autoriza al Banco Nación a redescotar hasta m\$n. 200 millones, complementado por otro del



25 de agosto en que se habla de redescantar "las sumas que requiriese".

En el cuadro N° 82 se pudo ver la evolución de los rubros bancarios, particularmente del encaje, donde se pone en evidencia el alivio que representó el redescuento.

El Cuadro N° 83 muestra que el redescuento fué utilizado con un criterio estrictamente neutralizador de las salidas de oro.

CUADRO N° 83

	Total oro visible	Redescuento
	(millones de pesos)	
Al 31.3.31	909,3	-
Al 31.12.31	<u>600,2</u>	<u>359,2</u>
Diferencia:	- 309,1	+ 359,2

Fte.: Banco Nación - Revista Económica Octubre-Diciembre 1933.

Esta medida y las exportaciones oficiales de oro, constituían un principio de Fondo de Estabilización, ya que, mientras las primeras suavizaban los efectos de los egresos sobre el mercado de cambios, el redescuento las aislaba del mercado monetario interno.

d) El control de Cambios.

El abandono del patrón oro por Gran Bretaña provoca gran presión sobre el peso argentino. Frente a fugas de capital de gran magnitud y que no aparecen como transitorias, la política de un Fondo de Estabilización está limitada por la amplitud de sus reservas. Lo mismo le ocurría al Gobierno Argentino al utilizar sus reservas de oro con fines de regulación, sin perspectivas, por otra parte, de un vuelco a corto plazo que le permitiera recuperar el metálico perdido. Se implanta entonces el Control de Cambios el 10 de noviembre de 1931.

CAP. XXXIX.- PERIODO DE PROHIBICION DE TRANSFERENCIAS (1932/33).

## 1.- CARACTERISTICAS DEL CONTROL DE CAMBIOS.

Por decreto del 10 de octubre de 1931 se implantó por primera vez el control de cambios en el país.

Se creó la Comisión de Control de Cambios con facultades para fijar los tipos comprador y vendedor de las divisas y se dispuso que las compras y ventas de cambio debían efectuarse solamente con bancos autorizados.

Como medida principal se estableció la obligación de los exportadores de entregar todo el cambio a los bancos autorizados antes del embarque, tratando de evitar la retención de divisas a la espera de una mejor cotización (exportación de capital de carácter especulativo). Pocos días después se establece que las instituciones autorizadas sólo podrán efectuar ventas de cambio contra presentación de un permiso otorgado por la Comisión, el que, lógicamente, sólo respondería a transacciones corrientes. Se restringe el uso de saldos en cuentas extranjeras y la transferencia a éstas de saldos en cuentas a nombre de residentes en el país.

No se establece un permiso previo para limitar las importaciones ni un mercado para cursar las operaciones no admitidas por el oficial.

Agréguese que después de algunas fluctuaciones, el tipo de cambio fué fijado en un nivel muy bajo, es decir, sobrevaluando el peso.

Las consecuencias de este sistema fueron:

- a) diversos factores de la situación interna del país, la baja cotización de las divisas y la falta de control de las importaciones, hacen que éstas sean mayores de lo que es posible pagar. El va-

lor del excedente queda bloqueado, creándose una masa de fondos acumulados, un pasivo a corto plazo que pesará más tarde sobre los que deben resolver el problema de pagos internacionales.

- b) la aparición de un mercado negro ó clandestino de cambios, a tipos más altos, por el cual se cursan los pagos que no son legalmente permitidos.
- c) la ocultación por los exportadores y los receptores de fondos del exterior, de parte de las divisas que debían entregar al mercado oficial, para negociarlas en el mercado negro.

## 2.- EL BALANCE DE PAGOS.

El balance de pagos del período 1932-1933 muestra las siguientes cifras:

### CUADRO Nº 84

#### BALANCE DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA Período 1932 - 33

	1932	1933
	Millones de pesos	
Mercaderías	469	230
Empréstitos públicos	-	298
Repatriación y servicios de la deuda pública	- 189	- 176
	280	352
Servicios de cancelación de capitales y varios	- 377	- 329
	- 97	23
Capitales privados	- 20	15
Ajuste de deuda comercial y diferencias varias	119	11
	99	26
Saldo neto total	2	49
Saldos bancarios (+, disminución)	- 20	- 49
Oro y divisas (+, salidas)	18	-
	- 2	- 49

Fte.: "Balance de Pagos de la Rep. Argentina" (del informe que se indica al pié del Cuadro Nº 76.

Banco de la Nación Argent.: Revista Económica oct-dic.1933

Con excepción de la pequeña salida de oro de 1932 que se produce en enero (que debe responder posiblemente al último reembolso de depósitos en las Legaciones), no hay movimiento de metálico en los dos años. De modo que, gracias al control de cambios, el balance quedó aparentemente en equilibrio perfecto. Pero, en verdad, los balances de pagos expuestos no incluyen, seguramente, a las operaciones cursadas clandestinamente.

Asimismo, el año 1933 se halla equilibrado por los Empréstitos de Desbloqueo.

A ambos aspectos nos referimos a continuación.

### 3.- LOS EMPRESTITOS DE DESBLOQUEO.

El sistema de control de cambio sin permiso previo, al permitir importaciones que luego no se podían pagar creó una típica acumulación de capitales extranjeros a corto plazo.

Según una publicación oficial en dos años se habían acumulado las siguientes sumas:

#### CUADRO N° 85

#### FONDOS BLOQUEADOS

	1932	1933	Total
	( en millones de pesos )		
Importaciones	836,3	897,1	1733,4
Cambio vendido	<u>727,5</u>	<u>662,3</u>	<u>1389,8</u>
Diferencia	<u>108,8</u>	<u>234,8</u>	<u>343,6</u>

Fte.: Poder Ejecutivo Nacional 1932 - 1938. Tomo I - Hacienda.-

Al proponerse el país instaurar un Mercado Libre de Cambios debía neutralizar esa masa de fondos que podía pesar en forma inconveniente sobre aquél al tratar de salir tan pronto se le abriera una puerta de escape.

A tal efecto, mediante convenios con los países interesados se procuró consolidar esa deuda con la emisión de los llamados empréstitos de desbloqueo a plazos de 15 y 20 años.

El Estado, en lugar de vender divisas a los deudores les vendía títulos en la divisa respectiva. Estos eran enviados al acreedor que los liquidaba en su plaza.

Desde octubre a diciembre de 1933 se concertaron acuerdos por \$ 232 millones y en enero del año 1934 por \$ 93,2 millones (1).

En el balance de pagos (cuadro N° 84) se incluyen estos ingresos (que nivelan dicho balance) en el rubro Empréstitos Públicos. En cuanto a los pagos al exterior mediante la utilización de esos recursos, es evidente que se han deducido del rubro "Ajustes de Deuda Comercial". En efecto, mientras en 1932 los ingresos por ese concepto reflejan el valor de las mercaderías impagas -según cuadro N° 85- en 1933 es menor en más de \$ 220 millones, de modo que los \$ 11 millones son el remanente entre lo bloqueado en el año y lo pagado mediante los empréstitos de desbloqueo.

#### 4.- LA FUGA DE CAPITALS.

El rubro de "Capitales Privados" muestra en ambos períodos, tomados en conjunto, un comportamiento que interesa destacar porque más adelante volverá a repetirse en iguales circunstancias.

Según los cuadros Nros. 80 y 84 tenemos los siguientes valores:

---

(1).- Prados Arrarte, Jesús.- El Control de Cambios, pág. 238 (tomado de Ministerio de Hacienda, Memoria 1933).-

CUADRO Nº 86CAPITALES PRIVADOS

<u>Año</u>	<u>Millones de pesos</u>
1930	280
1931	- 23
1932	- 20
1933	15

Fte.: Cuadros Nros. 80 y 84.-

En los años 1931 y 1932 el rubro es negativo por primera vez desde el bienio 1919/20. Mientras que en 1930, año de crisis y de saldos negativos en el intercambio hay un importante ingreso de fondos, no ocurre lo mismo en los dos años siguientes. Son los dos años de inestabilidad política interna en que el país fué gobernado por un Gobierno Provisional que, según elecciones realizadas en la provincia de Buenos Aires y luego declaradas nulas, no contaba con el apoyo de la población del país.

Pero, frente a las prohibiciones oficiales, las fugas más importantes se han producido por vías clandestinas. Como es de suponer, no hay estadísticas que permitan conocer la magnitud de esos movimientos.-

CAP. XL.- PERIODO DE LIBERTAD DE TRANSFERENCIAS (1934-1946)

## 1.- REGIMEN DE CAMBIOS Y BANCARIO.

El período cubierto por este capítulo abarca un lapso de paz y otro contemporáneo a la II Guerra Mundial. En él, sin embargo, se mantuvo un régimen de libertad para transferir capitales, salvo las restricciones de orden político derivadas de la guerra y un procedimiento especial para controlar el ingreso de capitales flotantes, que no significa quebrar aquel principio de libertad.

Efectivamente, en 1933 se introdujeron modificaciones importantes en el régimen de Control de Cambios al crearse un Mercado Libre junto al Mercado Oficial. Por dicho mercado libre fué posible cursar remesas financieras por cualquier concepto, inclusive por capitales, sin traba alguna.

Se mantuvo la obligación de vender en el Mercado Oficial de Cambios, divisas por las exportaciones de productos básicos (llamados de exportación regular) y se implantó el permiso previo para efectuar importaciones, el que fué suprimido en 1941 cuando, a consecuencia de la guerra, sobraban divisas y faltaban mercaderías. Pero nada obligaba al exportador a recibir del exterior las divisas a entregar, que podía ~~adquirir~~ adquirir en el propio mercado libre argentino; y nada obligaba al importador a girar al exterior las divisas obtenidas en el mercado oficial con motivo de su importación, que podía negociar libremente en el mercado libre.

En cuanto al régimen bancario, al comenzar el período subsiste la situación anterior. No hay un ordenamiento interno que permita actuar con eficacia sobre los bancos particulares para restringir u orientar su acción.

En 1935 se crea el Banco Central de la República Argentina al que se provee de los medios necesarios para actuar en ese sentido.

Esta Institución toma a su cargo el control de los movimientos de capital a corto plazo, accionando principalmente sobre sus efectos.

## 2.- EL BALANCE DE PAGOS.

Consideramos al período 1934/46 como el de la existencia de un mercado libre sobre el que no pesan restricciones para las transferencias de capitales (1).

El Cuadro Nº 87 muestra la evolución del balance de pagos argentinos durante ese lapso, en el que se distingue la etapa de pre-guerra y la de guerra; pero que analizamos conjuntamente para hacer posible su comparación.

Dentro de ese largo período de 12 años, existen algunos cuyos balances de pago arrojan saldos negativos: el año 1934, atribuíbles a salidas de capital; el año 1937 provocado por la repatriación de la deuda pública en dólares; el año 1938, por el saldo negativo de la balanza comercial y por salidas de capital, y el año 1940 a causa de una notable disminución del saldo positivo de la balanza comercial.

El saldo del intercambio fué siempre favorable al país, excepto en 1938, acentuándose durante los años de la Segunda Guerra Mundial debido a su carácter de país proveedor de materias primas y alimentos necesarios a los países beligerantes.

Los empréstitos públicos extranjeros arrojaron saldos netos negativos (excepto en 1938) aunque sus cifras estuvieron muy por de-

---

(1).- Salvo las de carácter político resultantes de la Segunda Guerra Mundial.-



CUADRO N° 1  
BALANCE DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
(1934 - 1946)

	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946
	(En millones de pesos)												
Mercaderías	508	551	668	927	- 121	434	197	528	745	1.460	1.646	1.718	2.295
Empréstitos públicos (menos repatriaciones y serv. financieros)	- 196	- 206	- 191	- 606	+ 8	- 176	- 200	- 188	- 304	- 312	- 357	- 120	- 613
Nacionalización de em- presas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12	1	391
Servicios de inversio- nes privadas y varioS	312	345	477	321	- 113	258	- 3	340	441	1.148	1.277	1.597	1.291
	- 323	- 343	- 367	- 449	- 309	- 327	- 198	- 162	- 203	- 37	- 219	- 126	205
	- 11	+ 2	+ 110	- 128	- 422	- 69	- 201	+ 178	+ 238	+ 1.111	+ 1.058	+ 1.471	+ 1.086
Capitales privados	150	150	310	90	- 76	82	93	384	279	34	- 50	- 130	- 389
Ajuste de deuda comer- cial y diferencias va- rias	- 202	- 114	- 27	- 44	- 16	184	31	5	80	143	161	28	- 415
	- 52	+ 36	+ 283	+ 46	- 92	+ 266	+ 124	+ 389	+ 359	+ 177	+ 111	- 102	- 804
Saldo neto total	- 63	+ 38	+ 393	- 82	- 514	+ 197	- 77	+ 567	+ 597	+ 1.288	+ 1.169	+ 1.369	+ 282
Cancelación del sal- do:													
Saldos de Convenio	-	-	-	+ 24,4	- 15,5	- 15	- 77	- 75	- 175	- 458	- 502	- 601	- 559
Oro y divisas libres	+ 63	- 38	- 393	+ 57,6	+ 529,5	- 182	+ 154	- 492	- 422	- 830	- 667	- 768	+ 277
	+ 63	- 38	- 393	+ 82,0	+ 514,0	- 197	+ 77	- 567	- 597	- 1.288	- 1.169	+ 1.369	- 282

FUENTE: "La evolución del balance de pagos de la República Argentina" (Informe presentado a la Tercera Reunión de Técnicos de Bancos Centrales, del Continente Americano, celebrado en la Habana en 1952) -Cuadro N°1- Publicado en el Diario de Sesiones de la Cámara de Diputados correspondiente a la 37a reunión -Septiembre 25/26 de 1952-.

La discriminación del saldo entre divisas libres y de Convenio se ha hecho con cifras de las Memorias Anuales del Banco Central de la República Argentina, ajustadas al tipo de cambio vendedor a que se hallan calculadas las del Balance de Pagos que integra aquel informe.

bajo del saldo del intercambio, con lo que dejaron casi siempre un margen grande a cubrir con movimientos de capitales privados y con oro y divisas.

Ya nos referimos en el Cap. XXXVII a la dificultad de determinar el monto y carácter de los movimientos de capital a corto plazo en el balance de pagos argentinos, en el que, seguramente, se hallan distribuidos en los rubros que se refieren a capitales privados en el Cuadro N<sup>o</sup> 87("Capitales privados", y "Ajustes de deuda comercial y diferencias varias").

De todos modos las variaciones muy bruscas de éstos pueden, en principio, ser indicio de movimientos anormales de capital, en tanto que su función equilibradora o desequilibradora surge de la proporción de los saldos que han debido cancelarse en oro o divisas.

Desde ese punto de vista pueden considerarse parcialmente equilibradores a los traslados producidos en 1937, 1940, 1945 y 1946.

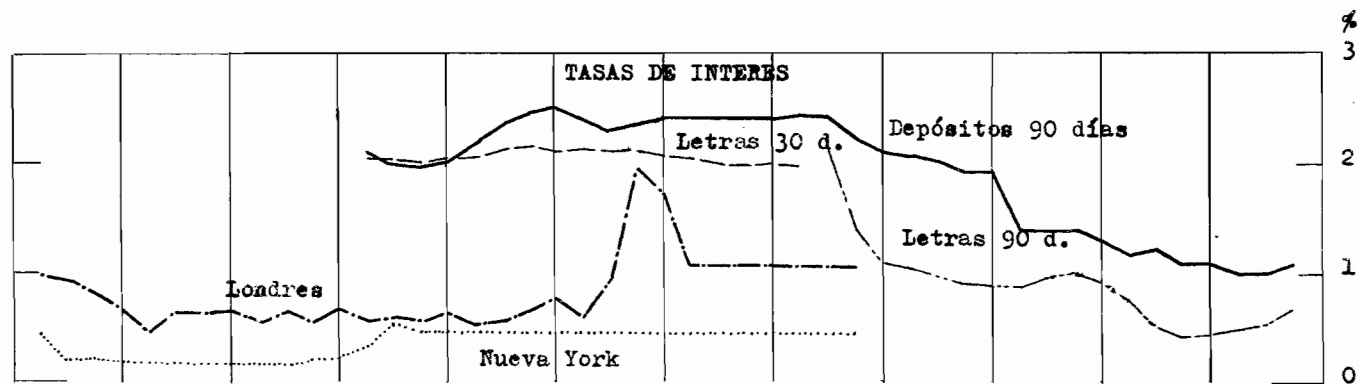
En los demás años, los movimientos son evidentemente desequilibradores produciéndose en el mismo sentido que los saldos a cancelar o como en 1939 en que lo hacen en sentido contrario, produciendo un desequilibrio hacia el otro lado.

### 3.- LOS SALDOS BANCARIOS Y EL INTERCAMBIO.

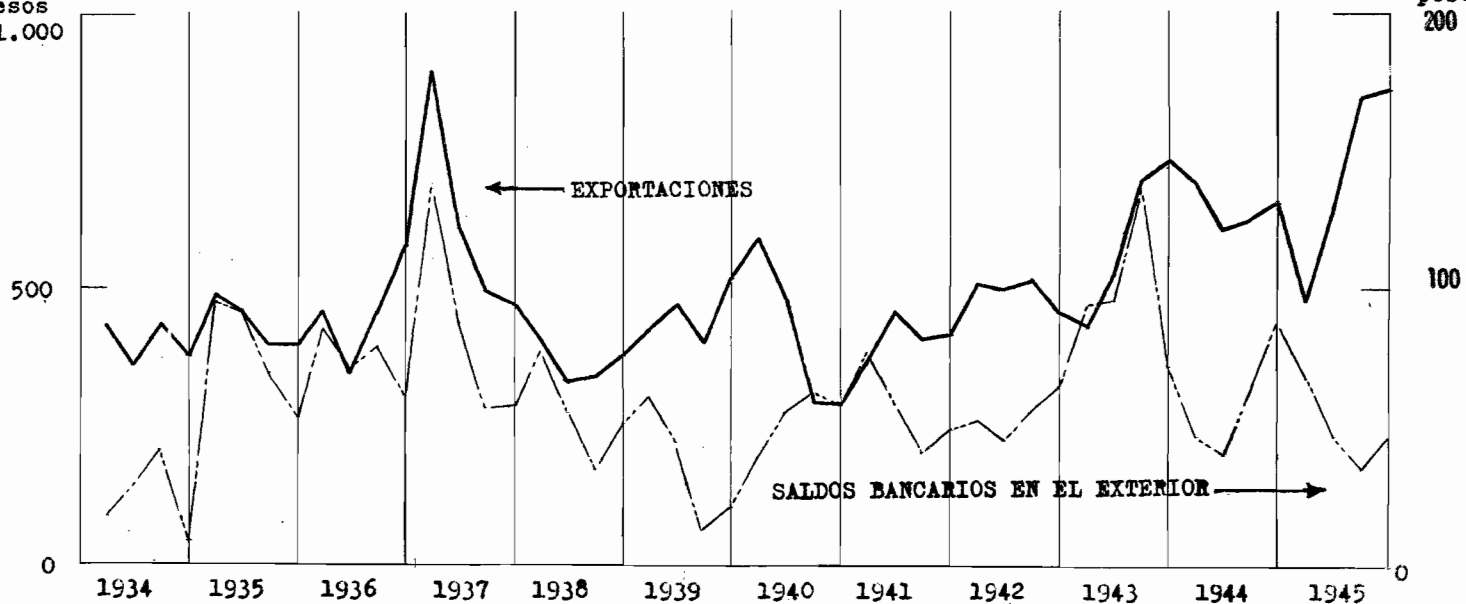
En primer lugar, tratamos de ver si existen movimientos "normales", estudiando en qué forma los bancos ayudan, mediante sus fondos en el exterior, a financiar el intercambio.

El Gráfico N<sup>o</sup> 17, elaborado con promedios trimestrales de esos saldos, nos muestra:

ARGENTINA



millones de pesos  
1.000



- a) que en todo el período, a partir del segundo semestre de 1934, existe una estricta correlación entre los saldos bancarios en el exterior y el total de las exportaciones argentinas.
- b) en particular, en 1934 los movimientos parecen responder a la cotización de la £; los bancos mantienen saldos cuando la £ baja y se desprenden de ellos cuando la £ sube. En el último trimestre de 1936 hay una disminución de saldos, no obstante el aumento de las exportaciones y la baja de la £. Tal vez, en previsión de una mayor caída de ésta (previsión que se confirmó en los hechos) se retiraron los saldos en el exterior, que se acumulan en gran proporción cuando esa moneda llega a su mínimo, en el primer trimestre de 1937.

Pero en general, puede afirmarse que los saldos bancarios en el exterior están virtualmente ligados a las exportaciones, siguen el ritmo de éstas y constituyen saldos a corto plazo mantenidos en el extranjero, que demoran o contienen el flujo de oro, a la espera de mejores cotizaciones.

Este fenómeno ya lo observamos en el período de patrón oro (1926-1930). Pero notamos una diferencia: mientras en aquél el ingreso se producía 90 días después de la exportación, en el nuevo período este desplazamiento ha desaparecido y el crecimiento es simultáneo. Es difícil explicar esa modificación. Por lo pronto, en el período 1926-1930 puede suponerse que los exportadores acordaban créditos a los compradores extranjeros, ingresando las divisas 3 meses después; en tanto que, en 1934-1939, ante la necesidad de entregar las divisas en el Mercado Oficial de Cambios antes del embarque, ~~les~~ exigían el pago adelantado, ingresando por lo tanto, también en ese momento, los fondos a negociar

en el mercado libre (por ejemplo: excedentes sobre aforos). O bien, en el caso de que en el rubro "Saldos sobre el Exterior", los bancos comerciales incluyeran las letras compradas a cobrar, es probable que éstos hayan vendido con anterioridad el cambio al exportador para entregar en el mercado oficial y que, en el momento del embarque, le compren sus letras sobre el exterior que engrosan dicho rubro. De ese modo el crédito al exterior no lo acuerdan los exportadores sino los bancos.

No puede hablarse en este período, hasta 1939, de movimientos especulativos con respecto a las fluctuaciones de los tipos de cambio, como no sean los ya mencionados de 1934 y 1936. Y en ningún caso con respecto a tasas de interés, porque en todo momento las tasas argentinas fueron más altas que las de Nueva York y Londres.

Después de 1939, se produce la distorsión propia del período de guerra. Se pierde así la correlación, por lo menos con carácter general, entre las exportaciones y los saldos bancarios en el exterior. Las coincidencias existentes en algunos trimestres no pueden tenerse como norma general, como definitorias de tendencias, sino por el contrario como excepciones. A este respecto cabe ver la de 1943, en que un aumento de esos saldos, paralelo a un aumento de las exportaciones, coincide con la caída de las tasas de interés en la Argentina, lo que da a ese movimiento carácter especulativo.

En verdad podemos afirmar que los movimientos de saldos bancarios en función de capitales a corto plazo equilibradores son de importancia muy relativa frente a la magnitud de las exportaciones, y su influjo en el balance de pagos no tiene trascendencia. Nuestro país carece de un mercado de capitales apto para afrontar

esa financiación y los bancos tienen recursos limitados para hacerlo sin alterar su equilibrio financiero.

#### 4.- LOS CONVENIOS DE COMPENSACION COMO SUSTITUTOS DE LOS CREDITOS EQUILIBRADORES PRIVADOS.

Nos hemos referido en el Cap. XXX de este trabajo a los convenios de compensación bilateral como sustituto oficial de los créditos privados para financiar el intercambio internacional.

La Argentina adoptó el régimen de compensación como una forma de hacer posible el comercio en un momento de crisis de monedas y luego lo generalizó durante la guerra para vender sus productos a los países beligerantes.

El siguiente cuadro, muestra la importancia creciente de la compensación bilateral especialmente en los años de guerra:

### CUADRO Nº 88

#### LAS DIVISAS DE COMPENSACION Y EL BALANCE DE PAGOS

A ñ o	-1- Saldo intercambio	-2- Total cubierto con oro y div. (1)	-3- Cubierto por com- pensación (2)	Relaciones porcentuales	
				3 con 1	3 con 2
		Millones de pesos		%	
1937	927	- 82	- 24,4	--	29,7
1938	- 121	-514	15,5	--	--
1939	434	197	15,-	3,4	7,6
1940	197	- 77	77,-	39,0	--
1941	528	567	75,-	14,1	13,2
1942	745	597	175,-	23,4	29,3
1943	1460	1288	458,-	31,3	35,5
1944	1646	1169	502,-	30,5	42,9
1945	1718	1369	601,-	34,9	43,9
1946	2295	282	559,-	24,3	198,2

Fte.: Cuadro Nº 87.-

(1).- Incluye divisas libres y de compensación.

(2).- Includido en la columna 2.-

Las divisas de compensación que durante la guerra tuvieron importancia como medio de financiar el intercambio, fueron representando una proporción cada vez mayor en la cobertura de los balances de pago argentinos.

Durante el lapso considerado, con excepción de 1937, los saldos fueron siempre favorables a nuestro país. Es decir, fueron los otros países los que, a falta de oro, divisas o créditos privados, debieron descansar en el crédito del Gobierno argentino que creó de esa manera importantes saldos acumulados en el exterior.

Al 31 de diciembre de 1946 los saldos de cuentas de convenios favorables a la Argentina alcanzaban a m\$n. 2.106 millones sobre un total general de oro y divisas de m\$n. 5.782,4 millones, o sea un 36,4% (1).

Por su parte, como país acreedor, la Argentina tropezó para acordar esos créditos, con las dificultades legales a que ya nos hemos referido. El Banco Central adquiría esas divisas y emitía contra ellas billetes argentinos, pero no podía computarlas en el cálculo de las reservas de oro y divisas. En sus comienzos, cuando el único convenio era el suscripto con Gran Bretaña, el Gobierno Británico separaba oro por una suma equivalente a nuestros saldos en exceso sobre una cantidad operativa razonable. Ese oro no era disponible para pagos a terceros países y debía gastarse en Gran Bretaña. Luego substituyó este método por la garantía de revaluación de los saldos en caso de alterar su valor con respecto al oro. Este procedimiento se generalizó, incluyéndose una cláusula similar en casi todos nuestros convenios. Pero la ley de creación del Banco Central

(1).- Banco Central de la Rep. Argentina. Memoria 1946, pág. 69.-

establecía que las divisas que integraran la garantía metálica deberían hallarse libres de todo gravamen y pertenecer en propiedad al Banco sin restricción alguna; en ningún caso el Banco podría tener divisas por más del 20% de las reservas, ni computarlas dentro de las mismas por más del 10%.

El problema creado al Banco Central con divisas con restricciones, ya que eran bloqueadas, y representando más del 36% de las reservas, era serio. El Banco debió mantener esas monedas excluidas del cálculo de la reserva metálica y absorber buena parte de los billetes emitidos, utilizando a tal efecto Certificados de Participación en Oro y Divisas.

Asimismo se procedió a la repatriación de la deuda externa en £ en los años 1943 y 1944, por un total de £ 26,4 millones (1) a fin de dar destino a parte de esos saldos y reducir su magnitud.

En 1946, al nacionalizarse el Banco Central se modificó su ley orgánica, estableciendo que los límites porcentuales indicados se referían a divisas "cuyo valor en relación al oro no se halle asegurado por una garantía seria". Esta cláusula permitió computar en las reservas a las divisas bloqueadas cubiertas por una garantía de revaluación con respecto al oro.

##### 5.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALS FLOTANTES.

En el punto 2 de este Capítulo vimos que los movimientos de capital de los balances de pagos argentinos son del tipo de capitales flotantes. Sobre 13 años cubiertos por el período que estudiamos, 9 muestran movimientos de capital de tipo desequilibrador.

(1).- Banco Central de la Rep. Argentina. Memoria 1945, pág. 27.



El Gráfico N° 18 confirma el aserto, al poner en evidencia que, en general, durante los años de paz, los movimientos de capital seguían la tendencia de la suma de los rubros de intercambio y empréstitos públicos. Si los capitales fueran compensadores, su movimiento debería producirse en sentido contrario.

Nuestro país ha merecido durante muchos años la confianza de los inversores extranjeros, que buscaban en él un asiento productivo o un refugio seguro para sus capitales.

Pero se ha caracterizado también por factores de inestabilidad; algunos, propios de los países de economía agropecuaria, tales como pérdidas de cosechas y bajas de precios, y otros de orden político que se han traducido en revoluciones o en golpes de Estado. Al producirse estas situaciones, aquellos capitales huyen.

Estos tipos de capital, (de inversión y flotantes) son los típicos en nuestro país, y no los de financiación del comercio que, si bien existen y cumplen su función, no tienen gran significación.

Durante los años 1935, 1936 y mitad de 1937 se desarrolla uno de los ciclos ascendentes en la economía argentina. En él ingresan capitales privados que en 1936 alcanzan su máximo y llegan casi a anular los egresos por servicios de los capitales invertidos.

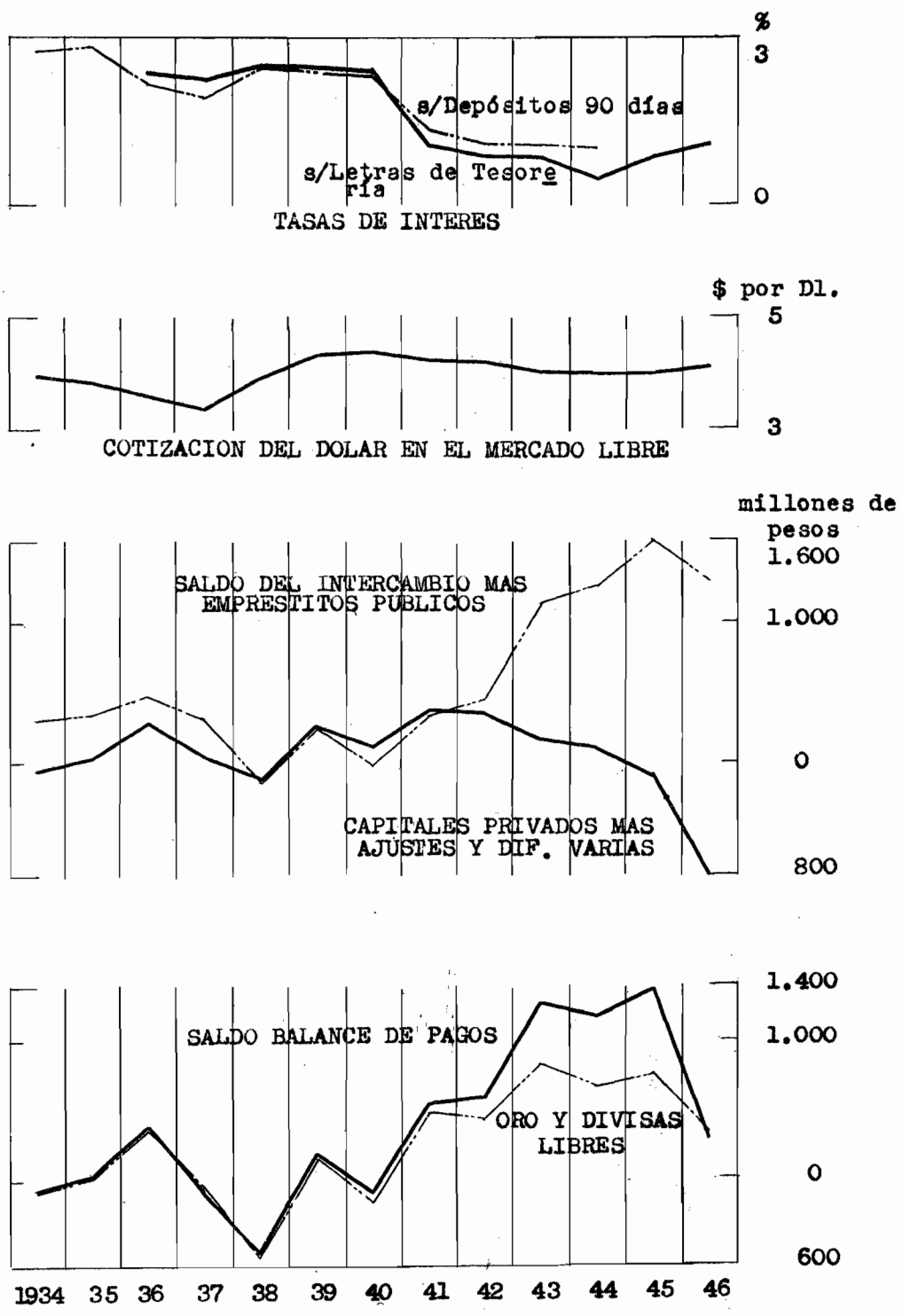
Pero esos capitales no llegan, al parecer, con intenciones de radicarse. Vienen a aprovechar el buen momento argentino con operaciones especulativas, especialmente bursátiles.

A mediados de 1937 la situación se invierte. La situación económica mundial inicia el período descendente del ciclo económico. A la necesidad de los titulares de llevarse los fondos, se une el temor provocado por la baja del peso argentino y de los valores en la Bolsa.

GRAFICO Nº 18

ARGENTINA

BALANCES DE PAGOS Y TASAS DE INTERES



Comienza así el ciclo decreciente -que se muestra en toda su intensidad en 1938 con una balanza comercial negativa- y la fuga de los capitales ingresados hasta ese momento.

La línea divisoria se halla entre el primer y segundo semestre de 1937, según el siguiente cuadro:

CUADRO N° 89

OPERACIONES EN EL MERCADO LIBRE DE CAMBIOS

AÑO 1937

	Activo	Pasivo	Saldo	Mov.de Cap.
	(millones de pesos)			
1er. semest.	383,1	355,-	28,1	22,5
2do. semest.	266,9	467,6	-200,7	-125,9

Fte.: Banco Central de la Rep. Argentina, Memoria 1937, Cap. II, punto 4.-

Durante 1938, año de crisis en nuestro comercio internacional, los movimientos de capitales privados son negativos en todos sus rubros y su total (incluyendo los servicios financieros) representa las 4/5 partes de la suma que hubo que cancelar en oro y divisas.

Los ingresos de 1939 a 1943 son atribuibles a capitales que huyen de los países en guerra en procura de refugio.

En los años 1944, 1945 y 1946 se observan saldos negativos de los rubros de capital, es decir egresos, no obstante que el intercambio es fuertemente favorable. Esas salidas quedan disimuladas por los ingresos derivados de la balanza comercial. En los de 1944 y 1945 es curioso observar cómo crecen los rubros de "servicio de inversiones privadas y varios", pero lo es más notar que, con excepción de 1938 (año de crisis), aquellos dos años son hasta ese

momento los únicos en que el rubro "Capitales Privados" se torna negativo. Desde 1920 hasta 1945 ese hecho solo se presentó en dos oportunidades: en los bienios 1931/2 y 1944/5. Ambos bienios fueron también los únicos, en esos 25 años, en que el país fué gobernado por autoridades provisionales surgidas de revoluciones militares.

El año 1946 ve constituirse un Gobierno Constitucional cuya anunciada orientación económica no era tranquilizadora para los capitales extranjeros; ve nacionalizar al Banco Central de la República para eliminar el último obstáculo a una política decididamente inflacionista; ve crear en un solo año medios de pago por cerca de 3.800 millones de pesos, cuando la cifra más alta anterior era la de 1944 con m\$n. 1.745 millones; de esos 3.800 millones, solo m\$n. 800 millones lo son contra divisas (bloqueadas, no libres) en tanto que los restantes m\$n. 3.000 millones se crean contra factores internos; ve nacionalizar empresas y ve un balance de pagos con el área de divisas libres con saldo negativo y la consiguiente reducción de las tenencias de oro y divisas de libre disponibilidad, en tanto crecen las de divisas bloqueadas.

El panorama expuesto explica sin mayor abundamiento, la razón de la salida del país de capitales privados por m\$n. 800 millones, la cifra mayor alcanzada hasta entonces y que resulta de un crecimiento fuera de lo común, de los rubros que componen este concepto.

## 6.- CONTROL DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES FLOTANTES

### A - CARACTER DE LAS MEDIDAS

Hasta el año 1946 las autoridades argentinas no aplicaron, virtualmente, medidas directas de control de capitales. Los aislaron en el Mercado Libre de Cambios, a través del cual

podieron realizarse con toda libertad (salvo algunas restricciones impuestas después de 1939 en razón del estado de guerra) y se limitaron a actuar sobre sus efectos. La única medida directa para impedir el ingreso de capitales flotantes fué adoptada en 1943 mediante la creación de "Cuentas Nuevas".

Todas las medidas tomadas para controlar los movimientos de capital o sus efectos, fueron aplicadas por el Banco Central de la República.

#### B - BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTIA - CREACION, PROPOSITOS Y MEDIOS

En marzo de 1935 se sancionaron las leyes Nros. 12.155 y 12.160 de Creación y Organización del Banco Central, sometidas al Congreso Nacional por el Poder Ejecutivo.

De la enumeración de propósitos que hacen las disposiciones legales relativas al Banco Central, cabe distinguir en lo que atañe a este trabajo, las siguientes:

a) Moderar las consecuencias de las fluctuaciones del balance de pagos.

El artículo 3º inciso a) de la Ley 12.155 decía que el Banco tendría por objeto "concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación de las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda".

A este respecto, el Mensaje al Congreso expresaba que "el Banco ha de tener la posibilidad de absorber el exceso de oro ingresado en el país acumulándolo en sus reservas, para

desviar de este modo a los bancos de la oportunidad de ensanchar innecesariamente el volumen de su crédito". "Las reservas del Banco Central, formadas previsoramente en la época de ingresos metálicos, deben servir más tarde para mantener la estabilidad de la moneda, evitando al mismo tiempo la conmoción del crédito bancario, con sus perniciosas consecuencias en la economía interna".

- b) Regular la cantidad de crédito y los medios de pago, adaptándolo al volumen real de los negocios.
- c) Promover la liquidez y el buen funcionamiento del crédito.

El Banco Central ha dispuesto, para hacer frente a los movimientos de capital o a sus efectos, de:

- 1.- las reservas metálicas (propias y del Fondo de Divisas);
- 2.- el control del crédito;
- 3.- los papeles de absorción;
- 4.- la regulación del mercado de valores;
- 5.- el control de los cambios y del movimiento de fondos y valores con el exterior;
- 6.- el control de ingresos de capitales.

#### C - CONTROL DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL

Incluimos bajo este acápite a los métodos indicados en los puntos 5 y 6 anteriores.

##### a) El Control de Cambios

El régimen establecido en 1933 estableció dos Mercados de Cambios: el Oficial y el Libre.

En materia de exportaciones se mantiene la obligación de vender en el Mercado Oficial de Cambios, antes del embarque, el cambio extranjero proveniente de las exportaciones de productos básicos del país. En 1936 se introduce una modifica-

ción tendiente a facilitar el control del cumplimiento de esta obligación, fijándose aforos para cada mercadería a exportar, los que consistían en una suma preestablecida a negociar en el Mercado Oficial por cada unidad exportada. El excedente podía venderse en el Mercado Libre.

En materia de importaciones se implanta un permiso previo de cambio que faculta al importador para adquirir el cambio necesario en el Mercado Oficial. Quién no poseía ese permiso, podía importar pero debía adquirir las divisas para el pago, en el Mercado Libre de Cambios (1).

En materia de capitales, se establece una total libertad para remitir o recibir fondos por cualquier concepto, a través del Mercado Libre de Cambios.

Ninguna de las reglamentaciones de estos mercados tenía por finalidad trabar los movimientos de capital, ya que los objetivos del sistema eran:

- a) que el Estado pudiera manejar las divisas derivadas de las exportaciones regulares para atender las necesidades fundamentales del país en moneda extranjera;
- b) la obtención del Margen de Cambios (utilidad proveniente de la compra venta de divisas por el Estado) para subsidiar a la producción agrícola;
- c) aislar en el Mercado Libre a los movimientos de capital, para evitar sus efectos sobre los tipos de cambio a los que debían cursarse las transacciones normales y corrientes con el exterior.

---

(1).- En agosto de 1939 se suprimió el pago de mercaderías por el Mercado Libre, debiendo serlo todas por el Mercado Oficial sobre la base de listas especiales y tipos de cambio distintos.

Por esas razones, nada impedía la siguiente forma de operar:

- 1) El exportador estaba obligado a vender sus divisas en el Mercado Oficial, pero no le era exigido recibirlas del exterior.

El exportador podía entonces adquirirlas en el Mercado Libre, al precio vigente en éste, y negociarlas en el Mercado Oficial. Cuando recibía la remesa la vendía en el Mercado Libre cerrando el circuito. En esa forma estaba habilitado para acordar créditos al comprador del exterior, o mantener los fondos en el extranjero hasta que el tipo de cambio del Mercado Libre le resultara ventajoso. Más aún, como nada le obligaba a importar el dinero correspondiente a su exportación, podía exportar capitales, en forma de mercadería, con solo soportar el quebranto de cambios que resultaba de adquirir las divisas en el Mercado Libre de Cambios y revenderlas en el Mercado Oficial en que se cotizaban a menor precio.

- 2) un importador podía pagar por anticipado sus compras en el exterior adquiriendo las divisas en el Mercado Libre. Cuando recibía las que le correspondían en el Mercado Oficial gracias a su permiso previo, las revendía en el Mercado Libre. Solo corría el riesgo de la fluctuación de los tipos en este último mercado.

Nada impedía la importación de capitales en forma de mercadería, ya que no había obligación de girar su valor al exterior (1).

---

(1).- Esta obligación recién se impone el 3 de mayo de 1944. (Circ. Nº 364 del Banco Central) con motivo del establecimiento del control de ingreso de capitales.-



**b) Control del Movimiento de Fondos y Valores**

Con motivo del estallido de la guerra europea, el Poder Ejecutivo dictó en 1940 varias disposiciones por las cuales quedaba a cargo del Banco Central el control de los movimientos de fondos y valores de propiedad de residentes en países invadidos. Asimismo dispuso que quedaba sujeto a un control especial la transferencia al exterior del importe de la negociación de valores públicos y privados argentinos que ingresaran al país. "A tal efecto, los bancos y entidades financieras y comerciales y todas las personas visibles o jurídicas debían denunciar al Banco Central el ingreso de dichos valores y solicitarle autorización para negociarlos en plaza y transferir al exterior el producido de la venta" (1).

Si bien esta medida era complementaria de otras adoptadas para resguardar intereses de residentes en países invadidos, el mismo Banco expresó que se tomaron también en previsión de las perturbaciones que las operaciones de esta índole pudieran ocasionar en nuestros mercados de títulos y cambios. Así, decía en su Memoria de 1942, que uno de sus objetivos era impedir un drenaje de divisas en momentos en que el problema derivado de las exportaciones de oro para hacer frente al déficit de las cuentas internacionales se agravaba al interrumpirse el intercambio con algunos países europeos.

Con el tiempo, estas medidas se fueron ajustando y modificando de modo que quedara bajo el control del Banco Central todo el movimiento de fondos y valores con el exterior (excepto

---

(1).- Banco Central de la República Argentina. Memoria 1940.-pág.23

con países americanos), ya sea transferencias en uno u otro sentido, asientos en los libros en cuentas a nombre de residentes en el exterior y la importación, exportación o negociación de valores.

En general se estableció que todas las transferencias no correspondientes a cobranza o pago de mercaderías debían hacerse a través de cuentas en pesos abiertas a nombre del país con el que se operaba. Solo con Suiza, Suecia y Portugal podía operarse en divisas libres, pero debía serlo en la del respectivo país y previa autorización del Banco Central. Además se controla la entrada de valores argentinos y de billetes en dólares y su negociación y se prohíbe la exportación de esos valores.

Todo este control se realizaba sobre la base de declaraciones juradas que los interesados debían presentar al Banco.

Asimismo se establece la fiscalización interna de firmas sospechadas de realizar operaciones que estuvieran en pugna con las medidas tomadas.

### c) Control de ingreso de capitales

El control de ingreso de capitales implantado en 1943 fué la única medida del período destinada específicamente a impedir la entrada al país de fondos flotantes, que sólo buscaban refugio temporario contribuyendo a la creación de medios de pago redundantes.

El 20 de abril de 1943 el Poder Ejecutivo dictó el Decreto Nº 148.263, cuyo texto es el siguiente:

## "CONSIDERANDO:

Que dada la situación monetaria actual, caracterizada por la abundancia de disponibilidades, la persistente afluencia de fondos extranjeros que en gran parte solo buscan un transitorio refugio en nuestro país contribuye a la creación de medios de pago redundantes no requeridos por el desarrollo de las transacciones, e incorpora cantidades adicionales de divisas que en las presentes circunstancias no pueden ser destinadas a su objeto primordial de pagar importaciones de mercaderías;

Que conviene por ello controlar estos movimientos para prevenir serias perturbaciones monetarias, excluyendo de toda restricción a las inversiones estables y productivas de capital en la economía del país;

Que en virtud de diversas disposiciones adoptadas por el Poder Ejecutivo, el Ministerio de Hacienda de la Nación ya ejerce un activo control sobre una parte considerable de los movimientos de fondos con países extranjeros, por intermedio del Banco Central de la República Argentina;

Que la extensión de este régimen de control a todos los movimientos de fondos con el exterior podrá hacerse sin dificultades ni trastornos para los legítimos intereses comprometidos, aprovechando la experiencia de los bancos y demás instituciones de la plaza autorizadas para operar en cambios;

Que los artículos 14 y 17 de la Ley 12160 facultan al Poder Ejecutivo a controlar las operaciones de cambio y determinar los requisitos a que deberán ajustarse:

## EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA

## D E C R E T A :

Artículo 1º.- Mientras dure la presente emergencia y no se normalicen las transacciones internacionales, los movimientos de fondos con el exterior y los fondos en el país de titulares en el exterior quedan sujetos a control del Ministerio de Hacienda de la Nación, por intermedio del Banco Central de la República Argentina y de acuerdo con las normas que aquél establezca.

Artículo 2º.- Será autorizado sin restricciones el ingreso de capitales que comprueben destinarse a colocaciones que se traduzcan en el aumento efectivo de la producción de mercaderías o servicios en las explotaciones rurales ó extractivas, la industria, el comercio y las comunicaciones.

Artículo 3º.- El Banco Central de la República Argentina podrá requerir por declaración jurada, en los casos que estime conveniente, de las instituciones y casas de cambio autorizadas, negociantes de cambio y demás personas de existencia visible o jurídica que intervengan, por cuenta propia o como intermedia-

rias, en la realización de operaciones con el exterior, las informaciones que considere necesarias para establecer el carácter y finalidad de todos los movimientos de fondos con el exterior; y podrá facultar a los bancos e instituciones autorizadas para operar en cambios a que autoricen directamente los movimientos de fondos con el exterior, conforme a las disposiciones pertinentes.

Artículo 4º.- Las personas o entidades que incurrieran en falsas declaraciones se harán pasibles de la multa prevista por el artículo 17 de la Ley 12.160, la que podrá ascender hasta el dé cuplo del monto de las respectivas operaciones.

La instrucción de los respectivos sumarios estará a cargo de la Dirección General del Impuesto a los Réditos, salvo que las infracciones sean imputables a bancos e instituciones y casas autorizadas para operar en cambios, y en su tramitación se aplicarán las normas establecidas en el Decreto N° 124091 del 3 de julio de 1942.

Artículo 5º.- Comuníquese, publíquese y archívese."

Fdo.: CASTILLO  
Carlos A. Acevedo"

En dicho decreto se hacía la distinción entre los capitales que llegaban al país con el fin de dedicarse a actividades productivas, y los que ingresaban con carácter transitorio.

"Encargado el Banco Central de aplicar las disposiciones sobre control de ingreso de capitales, dentro de las normas fijadas por el Ministerio de Hacienda de la Nación, se otorgaron las mayores facilidades posibles para la llegada de fondos destinados a financiar el comercio de exportación y las transacciones comerciales corrientes.

Por lo tanto sólo deben someterse previamente al Banco Central las operaciones relacionadas con el ingreso de capitales. En la consideración de los pedidos se ha tenido especial cuidado, de acuerdo con las normas fijadas por el Ministerio de Hacienda, en no trabar ingresos que vienen a invertirse en forma estable en colocaciones industriales, comerciales, etc., que dan por resultado el aumento de la producción de mercaderías y

servicios<sup>(1)</sup>.

A fin de permitir a los capitales que llegaban al país que se orientaran, sin demorar la negociación del cambio, evitando al mismo tiempo que esto incida en el medio circulante del país, se dispuso que los bancos que compraran las divisas al importador de capitales, deberían transferir de inmediato el equivalente en pesos al Banco Central, que lo acreditaría en una cuenta especial llamada "Cuenta nueva" a nombre del titular. El Banco Central liberaría los fondos cuando aquel decidiera ~~invertirlos~~ en una actividad provechosa para el país y de carácter permanente, o reenviarlos al exterior.

La medida fué complementada más tarde por otras, que se detallan a continuación. Algunas de ellas son para evitar que las entradas de capitales se oculten detrás de importaciones de oro o mercaderías.

1) Entradas de oro: Por resolución del Ministerio de Hacienda, las Aduanas no permitirán el despacho a plaza, libres de derechos, de oro amonedado o en barras sin la autorización del Banco Central.

2) Importaciones de mercaderías: Por resolución del Ministerio de Hacienda de la Nación se hace obligatoria la adquisición de cambio por las importaciones y su transferencia al exterior. Se exceptúan las mercaderías originarias de Perú, Chile, Bolivia, Paraguay y Uruguay.

Se dispuso asimismo la obligación de depositar en "Cuenta Nueva" los fondos correspondientes a importaciones de mercaderías procedentes de los países citados en el párrafo anterior, cuando el pago no se efectúe al exterior.

(1).- Banco Central de la Rep. Argentina. Memoria 1943, pág. 36.

3) Cobro anticipado de exportaciones: Se hizo obligatoria la transferencia al país de origen, de las divisas ingresadas para financiar exportaciones que posteriormente no se realizaron, o en su defecto el depósito de su equivalente en pesos en "Cuenta Nueva" (1).

4) Inversiones en títulos e inmuebles: Más tarde se permitió invertir los fondos que se recibieran del exterior, en inmuebles o títulos, siempre que los titulares se comprometieran a no venderlos o afectarlos a operación financiera alguna sin la conformidad del Banco, antes de 2 años. Solución transaccional, permitió que los capitales aún sin destino fijo obtuvieran un rendimiento, evitando al mismo tiempo una liquidación precipitada de los mismos.

d) Efectos de las medidas directas

Como se ha visto, el Control de Cambios no tuvo por objeto trabar los movimientos de capital sino impedir el efecto de los mismos sobre las cotizaciones de las monedas extranjeras aplicables a las operaciones básicas de la economía argentina. Pero no pudo evitar los efectos psicológicos de las fluctuaciones del Mercado Libre ni la influencia de los ingresos y egresos sobre el medio circulante y el crédito. Por esa razón el Banco Central de la República Argentina debió actuar permanentemente como regulador del Mercado Libre y adoptar también medidas para neutralizar las alteraciones de los mercados monetario, bancario y bursátil. Nos referiremos a esta acción al tratar las medidas indirectas.

El control de movimientos de fondos y valores con el

---

(1).- Banco Central de la Rep. Argentina. Memoria 1944, pág. 37/8

exterior tenía una finalidad política. Si bien permitía, subsidiariamente, impedir algún movimiento relacionado con capitales, no era éste su objetivo. Sin embargo, el mecanismo administrativo creado y la experiencia adquirida sirvieron de base para el control total en los años posteriores.

El control de ingreso de capitales, mediante el uso de "Cuentas Nuevas" estaba en cambio destinado especialmente al fin que tratamos.

El efecto de este bloqueo de fondos era el mismo que el de la absorción mediante papeles, de dinero que estaba en manos del público, y mucho más eficaz que la absorción de los que pertenecían a los bancos. En cambio, estaba libre de los inconvenientes que presentaba la absorción.

En efecto, el sistema de absorción estaba limitado a la cantidad de papeles que podía emitir el organismo que realizara el control y a la voluntad del público para suscribirlos, retiraba fondos de quien quería comprarlos, reedituaba intereses y los certificados podían ser canjeados en cualquier momento.

El sistema de bloqueo de fondos absorbía los pesos de todos los capitales flotantes que ingresaban, era obligatorio, retenía los fondos del titular del capital y no de cualquier persona, no era oneroso, y sólo se lanzaban los pesos a la circulación cuando se probaba que iban a ser invertidos en forma permanente.

Los saldos de 1943 y 1944, que son los años de interés porque en ellos se implantó el control y en ellos también se inició el cambio tan radical, se producen de la siguiente manera:

CUADRO Nº 90MOVIMIENTO DE CAPITALS CON EL EXTERIOR (1)

(en millones de pesos)

	Ingre- sos	Egre- sos	Saldo
<u>Año 1943</u>	<u>153,6</u>	<u>125,1</u>	<u>28,5</u>
Titulares del país	42,3	55,1	- 12,8
Titulares del exterior	111,3	70,0	41,3
<u>Año 1944</u>	<u>67,7</u>	<u>110,7</u>	<u>- 43,0</u>
Titulares del país	25,6	39,8	- 14,2
Titulares del exterior	42,1	70,9	- 28,8

(1).- Estas cifras se refieren a capitales de toda clase y por lo tanto difieren de las estadísticas de las "Cuentas Nuevas" que solo incluyen capitales flotantes, pendientes de inversión o de reexportación.

Fte.: Banco Central de la Rep. Argentina, Memoria año 1944.-

Vemos que la disminución radica, no en el aumento de salidas, o sea en fugas de capital, sino en la disminución extraordinaria de los ingresos. Parecería que las medidas de control habrían logrado su objetivo.

D.- CONTROL DE LOS EFECTOS DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALS FLOTANTES

a) Regulación del Mercado Libre de Cambios.

La división del Mercado argentino de Cambios en Oficial y Libre, y la utilización de éste último como única vía para las transferencias de capital parecieron el sistema ideal para aislar a estos últimos. La Memoria del Banco Central correspondiente a 1937 puso particular énfasis en desta



car que el nuevo régimen impedía a los capitales ejercer, a través de su presión sobre los tipos de cambio, una acción sobre los precios interiores.

Sin embargo en la misma Memoria debe reconocer la necesidad de intervenir oficialmente en el mismo, al expresar que "la libertad de las transacciones por este mercado es en realidad compatible con cierto grado de intervención", y reconocer, mediante un cuadro, que prácticamente todas las operaciones del Mercado Libre habían sido cubiertas por el Banco Central (1).

CUADRO N° 91

REGULACION DEL MERCADO LIBRE DE  
CAMBIOS

Año	Saldo de operaciones en el Mercado Libre	Compras o ven- tas por el B.C.
	(en millones de pesos)	
1934	- 42,6	41,-
1935	- 102,4	100,5
1936	151,4	- 151,5
1937	- 172,6	170,4

NOTA: En la primer columna (+) significa exceso de compras sobre ventas y (-, lo contrario. En la segunda (+) representa divisas vendidas por la institución al M.L. y (-) lo contrario.

Fte.: Banco Central. Memoria 1937.

No obstante el proclamado carácter del Mercado Libre, las autoridades no podían mantenerse indiferentes ante su comportamiento.

(1).- Hasta mediados de 1935 en que se creó el Banco Central, actuó el Banco de la Nación.

El Mercado Libre no era un mercado exclusivamente para remesas financieras. Debían cursarse por él los pagos de diversas importaciones y exportaciones. La fluctuación de sus tipos de cambio hacían más o menos atractivas esas importaciones o exportaciones. Pero el mercado de un bien no puede considerarse independiente de todos los demás. Una baja del Mercado Libre aumenta la importación de esos artículos, lo que puede provocar, según la relación entre los distintos bienes, el aumento ó la disminución de la demanda de artículos que se importan por el Mercado Oficial; frente a la rigidez de los tipos de cambio de éste, esa alteración es inevitable.

Otro medio de vinculación es la posibilidad de negociar en un mercado las divisas obtenidas en el otro. Un alza en el mercado libre fomenta la entrada de capitales; y si se hace con mercaderías pagaderas por el Mercado Oficial se incrementa su importación para ganar la diferencia resultante de comprar las divisas en aquel Mercado y venderlas en el libre. Una baja en el mercado libre fomenta las importaciones por éste y reduce las del Mercado Oficial disminuyendo los ingresos por Margen de Cambio (1).

Por último debe tenerse en cuenta que el ingreso de capitales, cualquiera sea el Mercado de Cambios por el que se produce, actúa sobre el mercado monetario y, a través de él,

---

(1).- Cuando el tipo del Mercado Libre se redujo por debajo del Oficial, se dispuso la obligación de comprar en el Mercado Oficial las divisas respectivas (Circ.330 del 19.4.43); hasta entonces los certificados que comprobaban el despacho a plaza de la mercadería no eran de liquidación obligatoria (salvo los de importación de países con convenio bilateral de pagos).

sobre los precios internos, la demanda de bienes, la importación y/o exportación y por tanto sobre el Mercado Oficial de Cambios.

El Banco Central ha contado, para regular los Mercados de Cambio, con las reservas metálicas, propias y del Fondo de Divisas.

- Reservas propias

El artículo 39 de la Ley de Creación y el 27 del Decreto-Ley N° 14.957, establecen:

"El Banco mantendrá en todo momento una reserva suficiente para asegurar el valor del peso, ya sea en oro, divisas o cambio extranjero equivalente al 25% como mínimo de sus billetes en circulación y obligaciones a la vista".

Las reservas metálicas acumuladas cuando existen saldos favorables del balance de pagos, constituyen los recursos para hacer frente a las salidas de fondos ya sea por conceptos comerciales o financieros corrientes o por huídas de capital.

Contrariamente a lo que ocurría con la Caja de Conversión, la legislación sobre Banco Central recogió la recomendación de la Conferencia Económica y Monetaria de 1933 de dar flexibilidad a dichas reservas, permitiéndoles llegar a solo el 25%. El mensaje del Poder Ejecutivo de 1933, luego de referirse a los efectos de las salidas de capitales, decía: "Es conveniente sin duda, para el buen funcionamiento del patrón oro, que la circulación disminuya en casos semejantes, pero no en una medida equivalente al oro que se exporta. Basta por lo general una restricción moderada del crédito y los billetes en el público para que sobrevenga en los rubros activos y pasivos de

nuestras cuentas con el exterior el reajuste tendiente a restablecer el equilibrio".

El Banco fué facultado por la Ley para comprar y vender oro y divisas o cambio extranjero, operaciones que afectan sus reservas metálicas.

Además estaba obligado a cambiar a la vista sus billetes en cantidades no menores al valor en moneda nacional de una barra típica de oro de 12,441 kilogramos (400 onzas troy) por oro o, a opción del Banco, por divisas o cambio extranjero. Esta disposición no entraría sin embargo en vigor hasta que así lo disponga una ley especial. No obstante esta última disposición, el Banco compra y vende divisas contra pesos al ejercer las funciones de titular del Mercado Oficial de cambios que están a su cargo.

#### - Fondo de divisas

El Fondo de Divisas tenía por objeto la regulación del mercado de cambio, actuando como el Fondo de Igualación Británico. Su funcionamiento consistía en la compra de divisas cuando la oferta era excesiva y amenazaba una pronunciada valorización del peso. En el caso opuesto trataba de evitar la desvalorización del peso vendiendo divisas.

Fué creado por un artículo de la Ley de Presupuesto de 1933, el cual destinaba para este objeto los fondos que se obtuvieran con una parte de los Empréstitos de Desbloqueo.

Por la Ley 12.160 este Fondo se transfirió al Banco Central. Al efectuarse su traspaso se dispuso que formarían parte de este Fondo (además del Fondo de desbloqueo), el de Recargo de hasta el 20% sobre las importaciones sin permiso previo y

los beneficios de cambio en exceso luego de atender los fines a que estaban destinados según el artículo 16 de la Ley número 12.160.

Además el artículo 19 del Decreto 61.126 autorizó al Banco Central a ampliar el fondo con sus propios recursos, dentro de determinados límites y de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda, si así lo exigía la situación del Mercado.

Para ampliar aún más los recursos del Fondo, el Poder Ejecutivo, por Decreto del 24 de noviembre de 1936 autorizó al Banco Central a emitir Letras de Tesorería por valor de \$ 100 millones que llegaron a utilizarse totalmente.

- Aplicación de las reservas

Las exigencias de los mercados de cambio fueron atendidas por las autoridades de la siguiente forma:

## CUADRO N° 92

Año	Pagos y cobros en oro y divisas	Variaciones de oro y divisas Banco Central	Oro y divisas Bco. Central afectado a Certificado Custodia	Fondo de divisas
	(1)	(2)	(3)	(4) (5)
Millones de pesos				
1934	- 63		-	
1935	38		-	64
1936	393	174	-	23
1937	- 82	- 106	234,6	-109
1938	- 514	- 126	- 224,6	-243
1939	197	100	72,2	35
1940	- 77	- 66	20,8	- 38
1941	567	212	20,-	140
1942	597	468	- 10,-	- 39
1943	1288	1108	172,-	-109
1944	1169	623	430,-	
1945	1369	848	301,-	

(1).- Según cuadro N° 87; (2).- Incluye la Ampliación del Fondo de Divisas; (3).- No se incluyen en el Balance del Banco Central; (4).- Excluido Ampliación a c/del Banco Central; (5).- Ftes.: hasta 1937; Prados Arrarte "El Control de Cambio", página 298; año 1938: Memoria Banco Central 1938 - pág. 41; años siguientes: Memoria Banco Central 1944, pág. 10.-

**NOTA:** Las distintas columnas de este cuadro no son comparables por provenir de distintas fuentes calculadas sobre distintos tipos de cambio. Pero dan una idea de la magnitud relativa de c/u. El signo (+) representa ingresos ó aumentos de oro y divisas.

Las fugas de 1937 y 1938 aparentemente fueron atendidas con ambos recursos y agotaron prácticamente el Fondo de Divisas.

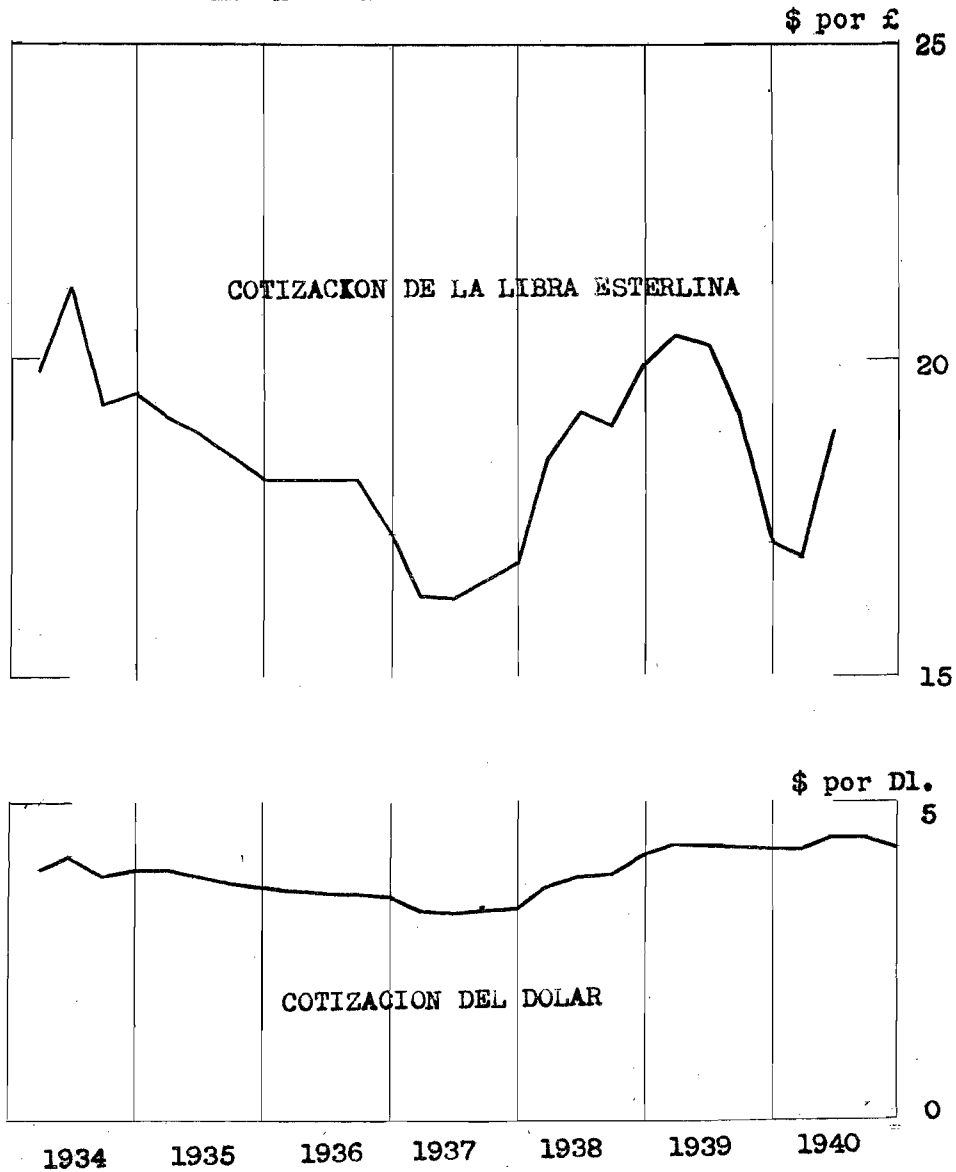
El alza de los tipos de cambio durante 1938 (Gráfico N° 19) demuestra que el Estado no pudo seguir manteniendo el valor del peso y debió abandonar la regulación.

A partir de entonces, el Fondo de Divisas pierde importancia en tanto que, desde 1943 comienzan a neutralizarse los ingresos mediante los Certificados de Custodia de Oro y Divisas, principalmente para resolver las dificultades derivadas de las divisas de compensación.

GRAFICO Nº 19

A R G E N T I N A

COTIZACION DEL DOLAR Y DE LA LIBRA  
EN EL MERCADO LIBRE DE CAMBIOS



b) Política monetaria, Emisión y absorción de Medios de Pago.

Exceptuando el cambio extranjero destinado al Fondo de Divisas, el resto era tomado en su totalidad por el Banco Central que lo neutralizaba en parte, por diversos medios que enumeramos a continuación:

1.- Certificados de Participación en Bonos Consolidados y en Valores Nacionales.

Al transferirse al Banco Central los valores de la Caja de Conversión, varios créditos contra el Gobierno Nacional se consolidaron en Bonos consolidados del 3% de interés y 1/4% de amortización acumulativa, por valor de \$ 400 millones. Por su parte, el artículo 32, inc. 1) de su Ley de Creación lo autorizaba a utilizar esos Bonos en operaciones de mercado abierto. A ese efecto, el artículo 24 del Decreto N° 61.126 estableció que estas operaciones se realizarían mediante la emisión de Certificados nominativos de Participación en los Bonos Consolidados. Los bancos que los tomaran podrían pedir su canje antes del vencimiento en las condiciones que se convinieran al emitirlos. Al principio estos certificados se colocaban en los bancos teniendo en cuenta el excedente de cada uno sobre el efectivo mínimo legal. Luego se adoptó el procedimiento de licitación y al mejor postor. Los papeles podían devolverse antes del vencimiento perdiendo intereses por un plazo equivalente al doble del que faltara para éste, pero podían descontarse en cualquier momento a la tasa mínima de redescuento.

En 1943 el Banco Central recibió, a cambio de las libras esterlinas destinadas al rescate de la deuda pública argentina en esa moneda, Obligaciones de la Ley N° 12.817 por valor de \$ 400



millones. Contra esos valores emitió Certificados de Participación en Valores Nacionales con los que se refundieron los de Participación en Bonos Consolidados.

## 2.- Certificados de Custodia de Oro y Divisas.

En enero de 1937, los Certificados de Participación en Bonos Consolidados se hallaban colocados en su totalidad (\$ 397 millones), y las Letras de Tesorería a que nos referiremos en el punto siguiente se acercaban también a su máximo. Pese a ello la cantidad de fondos seguía en aumento. El Banco Central creó entonces y comenzó a emitir los Certificados de Custodia de Oro y Divisas. Con respecto a su funcionamiento dice dicho Organismo:

"Estos certificados son cedidos a los bancos en la misma forma que los Certificados de Participación en Bonos Consolidados. Los establecimientos compradores remiten los fondos al Banco Central que los transforman por cuenta de aquellos en un monto equivalente de oro y divisas colocado en una cuenta especial de depósito. La colocación en oro y divisas procura a los bancos un rendimiento análogo al producido por los Certificados de Participación en Bonos Consolidados" (1).

A diferencia de lo que hace con los otros métodos, el Banco Central excluye de su balance al oro y divisas absorbidos por Certificados de Custodia.

## 3.- Fondo de Divisas.

Este Fondo, ya considerado como elemento estabilizador de Cambios, cumple también una función de absorción, pues para con

---

(1).- Banco Central, Memoria 1937.-

prar divisas, el Banco Central toma fondos, ya sea de las cuentas corrientes del Gobierno, o de la plaza mediante la emisión de títulos y Letras de Tesorería.

4.- Letras de Tesorería emitidas para la compra de oro y divisas.

El 24 de diciembre de 1936 el Poder Ejecutivo autorizó al Banco Central de la República a emitir letras por valor de \$ 100 millones para absorber medios de pago destinados al Fondo de Divisas.

"Las letras así negociadas alcanzaban al 31 de diciembre (de 1936) a \$ 67,5 millones y tenían como contrapartida una cantidad equivalente de oro, con lo que, como es obvio, no se altera el volúmen de la Deuda Flotante del Tesoro Nacional. Se trata de papeles independiéntes de los que se negocian para atender las necesidades del Tesoro y cuyos intereses tampoco gravitan sobre él. La resolución del Ministerio de Hacienda del 9 de diciembre último dispone en efecto, el cobro de una comisión adicional del 5 0/00 en las compras y el 4 1/2 0/00 en las ventas de cambio del mercado oficial, cuyo producto debe emplearse en el pago de los intereses que corresponda liquidar sobre los fondos invertidos en oro y divisas" (1)

Los fondos obtenidos con estas Letras se convirtieron así a divisas, que fueron destinadas, en definitiva, a rescatar títulos de la deuda pública en dólares.

(1).- Banco Central, Memoria 1936,-pág. 8

Los métodos de regulación expuestos tienen una eficacia limitada, presentando dificultades e inconvenientes tales como:

a) Capacidad de absorción del organismo encargado:

Dicho organismo debe contar con la cantidad de papeles suficiente para absorber el excedente de fondos. El Banco Central, que disponía de \$ 400 millones en Certificados de Participación en Bonos Consolidados, debió crear nuevos elementos, tales como los certificados de Custodia de Oro y Divisas.

b) Necesidades de fondos con otros fines:

La necesidad de contar con fondos puede contener la política de esterilización como ocurrió en 1941 cuando, para comprar la cosecha debió recurrirse a créditos del Banco de la Nación, que llegaron a \$ 1.000 millones. Las necesidades del fisco que no pueden cubrirse con impuestos requieren la emisión de títulos que deben encontrar una plaza no saturada por los papeles de absorción; o, de estarlo, la concesión de créditos bancarios que neutralizan los efectos de éstos.

c) Procedencia de los fondos absorbidos:

Para lograr un efecto esterilizador es necesario que los papeles sean colocados en el público que se desprende así de su poder de compra.

Si los adquieren los bancos solo tendrán efecto si el porcentaje de encaje ha llegado al mínimo legal, pues se verán obligados a reducir los depósitos. De lo contrario el efecto será indirecto ya que solo reduce el margen de los bancos para acordar créditos futuros. En nuestro país hasta 1938 la totalidad de los papeles emitidos fué tomada por los bancos. Luego se hicieron esfuerzos por desarrollar un mercado de capitales a

corto plazo donde se logró colocar una pequeña parte.

En cuanto al Fondo de Divisas (con excepción de los fondos tomados con Letras de Tesorería) estaba constituido por dineros oficiales depositados en cuentas prácticamente sin movimiento. Su utilización para la adquisición de divisas no restringe el poder de compra del mercado sino que evita la eventual ampliación que resultaría si el Gobierno diera otros destinos a los fondos.

d) Carácter oneroso

Para atraer los fondos bancarios hacia estos papeles hay que pagar un interés que compense a los bancos por el que dejan de percibir al no destinar esas sumas a préstamos al público. Como puede presumirse que no podrían prestar totalmente sus fondos, están recibiendo un beneficio tal vez superior al esperado, sin correr riesgo alguno.

La primera neutralización del movimiento de oro y divisas se hace cuando el Banco Central toma en su balance solo una parte, absorbiendo el resto con el Fondo de Divisas y los Certificados de Custodia. El cuadro N° 92 nos ha dado una idea de la política seguida en ese aspecto.

La segunda resulta de la absorción del poder de compra que el Banco Central ha emitido contra el oro y divisas incluidos en su balance.

El cuadro N° 93 muestra la política seguida por el Banco Central en este segundo aspecto.

El año 1935 fué de creación de fondos. El período enero 1936-junio 1937 es testigo de fuertes ingresos de capitales del exterior. Durante 1936 el Banco Central sigue una decidida política de

CUADRO N° 93

## VARIACIONES DE RUBROS DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA

	1935 ( <sup>1</sup> )	1936	1937		1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1945
			1er. sem.	2do. sem.									
(En millones de pesos)													
<b>Rubros Activos</b>													
Oro y divisas	+ 7,8	+ 173,9	+ 40,2	- 146,2	- 125,9	+ 99,8	- 66,5	+ 212,8	+ 467,9	+ 1.107,2	+ 623,3	+ 848,4	+ 1.057,5
Títulos y adelantos de Gobierno	+ 14,1	+ 3,8	+ 6,1	+ 14,8	+ 37,3	- 34,7	+ 31,6	- 20,7	+ 54,0	+ 380,4	- 11,3	- 9,0	+ 78,8
	+ 21,9	+ 177,7	+ 46,3	- 131,4	- 88,6	+ 65,1	- 34,9	+ 192,1	+ 521,9	+ 1.487,6	- 612,0	+ 839,4	+ 1.136,3
<b>Rubros Pasivos</b>													
Billetes	+ 15,0	+ 112,1	+ 71,3	- 15,4	- 31,8	+ 73,1	+ 32,7	+ 156,2	+ 246,8	+ 259,0	+ 468,0	+ 475,7	+ 1.235,2
Ctas. Ctes. Bancarias	- 98,5	- 56,4	+ 11,0	- 81,6	- 34,8	+ 107,2	+ 9,3	+ 123,5	+ 203,6	+ 351,5	+ 285,8	+ 363,5	- 1.478,8
Ctas. Ctes. Oficiales	+ 83,7	- 98,4	- 0,7	+ 4,9	- 15,3	+ 65,8	- 69,2	- 50,6	+ 79,0	+ 313,4	+ 103,4	- 115,4	+ 157,1
	+ 0,2	- 42,7	+ 81,6	- 92,1	- 81,9	+ 246,1	- 27,2	+ 229,1	+ 529,4	+ 923,9	+ 857,2	+ 723,8	- 86,5
<b>Rubros de Absorción</b>													
Cuentas Nuevas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+ 43,0	+ 13,5	+ 10,0	- 66,5
Certificados de Participación en Bonos Consolidados	+ 178,6	+ 220,4	- 41,1	- 47,4	- 8,1	- 187,5	+ 11,9	- 96,8	- 3,5	+ 417,8	- 324,4	+ 47,7	- 166,7
	+ 178,6	+ 220,4	- 41,1	- 47,4	- 8,1	- 187,5	+ 11,9	- 96,8	- 3,5	+ 460,8	- 310,9	+ 57,7	- 233,2

(<sup>1</sup>) - Mayo a diciembre.

FUENTE: Banco Central de la República Argentina: Suplemento Estadístico a la Revista Económica y Boletín Estadístico.

absorción de fondos con miras a evitar los efectos de los capitales flotantes. El total absorbido de \$ 220,4 millones se aproxima bastante al total de capitales ingresados, \$ 283 millones (cuadro Nº 87). Pero durante el primer semestre de 1937, también de saldo favorable aunque pequeño, se nota una ampliación del medio circulante por la venta de papeles de absorción, realizada posiblemente para crear en el mercado las condiciones propicias para emitir el Empréstito de Repatriación.

Como se sabe, las fugas de capital del segundo semestre de 1937 y del año 1938 fueron afrontadas principalmente por el Fondo de Divisas y por el oro afectado a los Certificados de Custodia. De la cantidad atendida con las reservas del Banco Central, éste solo neutralizó vendiendo papeles de absorción, una tercera parte de las de 1937. El resto de éstas y las de 1938 pesaron directamente sobre el poder de compra de la población. De todos modos fueron de pequeña importancia relativa. En efecto, en 1938 dicho poder de compra solo se vió afectado en \$ 82 millones, frente a un saldo negativo del balance de pagos de \$ 514 millones.

El año 1939, de ingresos, muestra sin embargo una disminución en los fondos absorbidos, mediante el rescate de \$ 187,5 millones de Certificados de Participación en Bonos Consolidados y el consiguiente aumento de los medios de pago, especialmente de cuentas bancarias. Esta liquidación de papeles parece haber respondido a la necesidad de aliviar la situación bancaria, especialmente del Banco de la Nación Argentina que en diciembre de 1938 había llegado a la bajísima relación efectivo-depósitos de 13,7%. Durante 1939, se ven disminuir sus tenencias de Inversiones a Corto Plazo (donde seguramente se incluyen los Certificados de Partici-

pación) en la suma de \$ 170 millones, y la citada relación se eleva al 17,7% en diciembre del año 1939. Para los restantes bancos el encaje crece del 20,7% al 23,2% pasando el conjunto de bancos del 16,6% al 20,1% (1).

Otros años que pueden interesarnos por la importancia que tiene el ingreso de capitales en el saldo neto del Balance de pagos son 1941 y 1942. En ellos el Banco sigue una política netamente emisionista. En el año 1941 procede a la liquidación de papeles de absorción no obstante el ingreso de capitales; en 1942 a la monetización de prácticamente el total de oro y divisas ingresado.

En ambos años la financiación de la compra oficial de la cosecha y las necesidades fiscales hacen imperativo crear medios de pago en cantidad suficiente, debiendo entonces abandonarse la política de esterilización de fondos.

#### c) Política bancaria. El control del crédito.

La tercera etapa en la neutralización de los efectos de los movimientos de capital es el control de la política crediticia de los bancos que tienden a expandir sus negocios ante la recepción de capitales y a contraerlos cuando se retiran.

La Ley de Creación del Banco Central acordó a éste la facultad de regular el crédito.

Con este objeto, contaba el Banco con las disposiciones que fijan el efectivo mínimo de los bancos, el redescuento, la fijación de tasas de interés, las operaciones de mercado abierto y por último su influencia moral sobre las instituciones bancarias.

---

(1).- Datos del Suplemento Estadístico del Banco Central.

El "efectivo mínimo" estaba establecido por la Ley de Bancos (Nº 12156), según la cual el mismo debía representar el 16% de los depósitos a la vista y el 8% de los depósitos a plazo.

A pesar de que la relación "efectivo-depósitos" tendía a alejarse cada vez más del efectivo mínimo, se presentó el problema del exceso de crédito. En efecto la plétora de dinero resultante de los saldos favorables del balance de pagos permitía ampliar el crédito sin llegar a los mínimos legales. Fué así que el Banco Central hizo notar la conveniencia de que se le autorizara a elevar la tasa de efectivo mínimo (1).

El "redescuento" estaba sancionado por la Ley de Creación, que lo facultaba a redescantar a los bancos, documentos provenientes de operaciones comerciales, de la elaboración o producción de productos agropecuarios o industriales, y a hacer adelantos sobre otros documentos. Asimismo debía fijar la tasa para redescuentos y adelantos.

El redescuento no fué prácticamente puesto en funcionamiento, salvo en una pequeña cantidad al comienzo de la guerra de 1939 con el único objeto de facilitar el mantenimiento de operaciones cuya interrupción hubiera provocado intranquilidad.

Dada la abundancia de fondos los bancos no necesitaban recurrir al redescuento, por lo cual no entró en juego el elemento regulador que posee, tanto en lo que se refiere al monto como a la tasa de interés.

Los medios más utilizados por el Banco Central fueron la absorción de medios de pago mediante operaciones de mercado abier-

(1).-Banco Central de la República. Memoria 1944.- pág. 15



to, a las que ya nos referimos en el punto b), y la presión moral sobre los bancos, aconsejándoles tener prudencia en la concesión de los créditos para evitar que se magnificaran los efectos que traería aparejada la deflación.

Es difícil apreciar el efecto de las medidas adoptadas sobre el crédito en relación con el movimiento de capitales, ya que sobre aquél inciden no solo éstos, sino el total de fondos ingresados o egresados. Además gran porcentaje de los préstamos realizados en los últimos años del período corresponde a la financiación de la cosecha por el Banco de la Nación, que escapa a la voluntad o al control de los bancos comerciales.

Observando en el Cuadro N<sup>o</sup> 94 los años en que los desplazamientos de capital fueron importantes, se observa que en 1936, año en que el Banco Central absorbió los ingresos reduciendo los efectivos bancarios, los bancos comerciales aumentan sus créditos, pero adoptan una tendencia opuesta en el primer semestre de 1937. Cuando, en el segundo semestre, las fugas de capital reducen las disponibilidades bancarias en \$ 150 millones, los bancos amplían sus préstamos llegando el encaje del conjunto de bancos a un nivel muy bajo.

Las salidas de fondos de 1938 también pesan sobre las existencias bancarias. Los bancos comerciales moderan sus créditos y logran mejorar ligeramente su situación financiera, pero el Banco de la Nación, obligado a financiar la cosecha ve reducir su encaje al 13,7 % arrastrando al del conjunto de bancos al 16,6%.

En 1939 el estado de los bancos mejora ya que a la entrada de fondos del exterior se une la contracción de préstamos por los bancos particulares y el retiro por el Banco Central de una

C U A D R O N ° 9 4  
VARIACIONES DE RUBROS DE BALANCES DE LOS BANCOS COMERCIALES  
(en millones de pesos)

Período	Banco de la Nación Argentina				Otros Bancos				Total de Bancos			
	Existencias	Préstamos	Depósitos	Encaje (') %	Existencias	Préstamos	Depósitos	Encaje (') %	Existencias	Préstamos	Depósitos	Encaje (') %
1935	+ 166,2	- 816,8	- 179,6	25,7	+ 84,9	- 833,5	+ 24,0	26,2	+ 413,7	- 1.242,1	- 69,9	24,7
1936	- 59,5	+ 20,7	+ 142,6	19,4	- 8,4	+ 101,7	+ 138,4	23,3	- 55,4	+ 130,6	+ 312,5	21,0
1937	(1er. sem. + 46,8	- 56,9	+ 154,6	20,4	+ 28,4	- 85,1	+ 95,9	23,6	+ 68,0	- 139,0	+ 243,3	21,5
	(2do. sem. - 62,7	+ 87,6	+ 14,7	16,5	- 81,4	+ 96,8	- 40,2	20,3	- 150,4	+ 184,3	- 31,8	17,8
1938	- 52,6	+ 194,3	- 30,7	13,7	- 3,2	+ 34,1	- 56,5	20,7	- 56,8	+ 232,5	- 90,2	16,6
1939	+ 72,9	+ 191,4	+ 34,5	17,7	+ 72,5	- 31,5	+ 78,2	23,2	+ 154,8	+ 160,4	+ 122,1	20,1
1940	- 56,0	+ 41,1	+ 22,6	14,2	+ 0,3	- 4,7	+ 5,0	23,2	- 55,4	+ 34,3	+ 27,8	18,5
1941	- 25,4	+ 425,0	+ 273,0	11,0	+ 155,4	- 9,9	+ 308,0	25,8	+ 133,2	+ 443,2	+ 644,3	18,8
1942	+ 230,0	- 14,8	+ 401,6	18,7	+ 56,7	+ 163,5	+ 327,4	24,9	+ 226,9	+ 164,8	+ 669,2	20,8
1943	+ 49,0	- 741,2	+ 200,0	19,2	+ 313,1	- 54,8	+ 447,1	30,8	+ 418,7	- 793,6	+ 703,7	25,3
1944	+ 137,3	+ 99,6	+ 444,5	20,9	+ 210,3	+ 475,1	+ 735,2	30,4	+ 338,7	+ 578,0	+ 1.170,8	25,9
1945	+ 54,1	+ 56,6	+ 363,0	20,2	+ 354,6	+ 182,5	+ 639,5	33,8	+ 422,0	+ 245,7	+ 1.015,8	27,8

(') - A diciembre de cada año.

FUENTE: Banco Central de la República Argentina: Suplemento Estadístico a la Revista Económica y Boletín Estadístico.

gran masa de Certificados de Participación, que ayudan a mejorar la situación del Banco de la Nación, no obstante tener que financiar una nueva cosecha.

De los otros años de importantes ingresos de capital, 1941 muestra un firme repunte de los bancos particulares que, pese a aumentar su efectivo en \$ 155 millones, reducen sus préstamos; en tanto que el Banco Nación, enfrentado a la financiación de una nueva y gran cosecha, ve llegar su encaje a un mínimo de 11%.

En cambio en 1942 los bancos particulares aumentan sus créditos aunque no en forma exagerada. Por su parte, el Banco Nación ve crecer en tal forma su efectivo, que su relación de encaje gana más de 7 puntos.

En síntesis puede afirmarse que los bancos comerciales privados, guiados por el Banco Central, han seguido una política de crédito acorde con las circunstancias; pero que el panorama general se altera frente a las operaciones extraordinarias que debe realizar el Banco Nación para financiar cosechas, con lo que se limita la eficacia de un criterio crediticio prudente en relación con los movimientos internacionales de capital.

#### d) Regulación del mercado de valores

Pueden considerarse bajo este título dos aspectos:

- a) el vinculado a la absorción de fondos por el Banco Central explicada en el punto anterior, que consiste en la creación del mercado de valores a corto plazo;
- b) la intervención del Banco en la plaza para regular las operaciones y estabilizar los precios.

Sobre el primero, ya se habló de los medios con que contaba el Banco Central para absorber fondos así como de la conveniencia de que en lugar de comprarlos los bancos, los tomara el públi-

co. Para ello se consideró indispensable la creación de un mercado de papeles a corto plazo. Con esta finalidad el 4 de febrero de 1938 se creó la Letra al Portador y se eximió a las operaciones con las mismas de los impuestos de réditos y de sellos.

El 28 de junio de 1940 las letras comenzaron a cotizarse oficialmente en la Bolsa de Comercio.

Con respecto al segundo, recordamos que una huida de capitales puede provocar una liquidación masiva de valores. El Banco Central puede intervenir con fines de regulación manteniendo el valor de los papeles. Esta medida que tiene éxito cuando la liquidación obedece a razones bursátiles, puede fracasar si la fuga tiene otros motivos fundamentales. Sin embargo el mantenimiento sostenido del valor de los títulos contribuye fuertemente a devolver la confianza al mismo tiempo que a mantener la liquidez de la plaza.

El Banco Central podía, según el artículo 34 de la Ley de Creación, comprar valores nacionales por importes que no sobrepasaran el monto de su capital, reservas y de la suma amortizada de los Bonos Consolidados. Podía además invertir transitoriamente en operaciones similares, por cuenta del Gobierno Nacional, las sumas que el Ministerio de Hacienda destinara a tal objeto.

El Banco tuvo oportunidad de poner en juego sus funciones reguladoras. La iniciación de la guerra, la ocupación de Francia y la entrada de Estados Unidos en la conflagración, produjeron situaciones de desconfianza que se concretaron en la baja de los valores. El Banco intervino con éxito logrando restaurar la tranquilidad y así, poco después, pudo volver a vender los papeles que había comprado. Más tarde, en especial en 1944 y 1945 se produjeron

nuevas situaciones que obligaron al Banco Central a intervenir con el fin de mantener el valor de los títulos.

La mayor dificultad en la aplicación de este sistema radica en la limitación de los recursos. En efecto, para evitar que la compra de títulos pueda resultar una fuente de recursos fáciles para el Fisco, en las leyes de creación de los bancos centrales se limita la cantidad de valores que éstos pueden tener. Es así que nuestro Banco Central solo podía comprar valores hasta el total de su capital, reservas y sumas amortizadas de los Bonos Consolidados. Por ello para las operaciones de regulación debió recurrir a Fondos del Tesoro Nacional, y más tarde a préstamos de los bancos por \$ 200 millones y \$ 150 millones, respectivamente.-

CAP. XLI.- PERIODO DE CREDITO FACIL

## 1.- LA NUEVA POLITICA BANCARIA

A partir de 1946, con la nacionalización del Banco Central, la Argentina cambia totalmente su política crediticia.

Hasta entonces había usado sus medios de regulación del crédito y la moneda para neutralizar los efectos de los ingresos o egresos de fondos causados por los saldos de sus balances de pagos. A partir de aquí, la política de crédito pasa a ser el motivo fundamental y las medidas adoptadas tienden a neutralizar los efectos de esa política sobre el balance de pagos.

De allí que el enfoque de este capítulo deba ser distinto de los anteriores. Corresponde ver qué efectos tiene la política monetaria y bancaria sobre los capitales y no a la inversa; y qué medidas se adoptan para neutralizarlos.

La política enunciada tiene como principio de ejecución la nacionalización del Banco Central y la modificación de su ley orgánica, en 1946 (1).

Entre las funciones que se agregaron en ese año, figuran la de "promover, orientar y realizar, en la medida de sus facultades legales, la política económica adecuada para mantener un alto grado de actividad que procure el máximo empleo de los recursos humanos y materiales disponibles y la expansión ordenada de la economía, con vistas a que el crecimiento de la riqueza nacional permita elevar el nivel de vida de los habitantes de la Nación".

Entre las finalidades del nuevo régimen, se contaba "la posibilidad de trazar y dirigir una "política de crédito bancario" ins-

(1).- Dicha Ley Orgánica vuelve a modificarse, dentro de este período, en 1949.

pirada en las modalidades y necesidades de nuestro desarrollo económico, que actúe como un poderoso medio de propulsión sobre la capacidad productiva de todo el país".

Las facultades acordadas al Banco Central permitieron al sistema bancario acordar créditos, tanto para necesidades privadas como para necesidades públicas por importes extraordinariamente altos y sin tener en cuenta la tendencia de los saldos del balance de pagos (1).

El cuadro siguiente muestra las causas y medidas de creación de medios de pago en nuestro país en el período considerado.

CUADRO N° 95

CREACION DE MEDIOS DE PAGO

A ñ o	C r e a c i ó n			Absor- ción	Neto
	factores internos	factores exterños	Total		
	(millones de pesos)				
1946	3830	354	4184	1619	2565
1947	5385	- 1184	4201	1008	3193
1948	6800	- 638	6162	2265	3897
1949	5596	- 446	5150	1226	3924
1950	5120	1771	6891	2247	4644
1951	7955	- 432	7523	1926	5597
1952	7972	- 2384	5588	1713	3875
1953	10347	2320	12667	3897	8770
1954	13412	302	13714	4832	8882
1955	14685	1552	16237	5637	10600

Fte.: Banco Central de la República Argentina, Memorias 1948, 1949, 1952 y 1955.

Véase cómo la política de creación de medios de pago no si gue los movimientos de los factores externos ni tampoco trata de neutralizarlos. Por el contrario, son en sentido o por importes que

(1).- aunque sin poder evitar el efecto inverso, es decir del crédito excesivo sobre el balance de pagos.

tienden a agudizar sus consecuencias.

Así, por ejemplo, ante disminuciones de los factores externos se hace crecer a los internos en magnitud muy superior a la necesaria para neutralizarlas, con lo que se induce a mayores salidas en el futuro (1).

Semejante política, orientada hacia adentro, con un criterio netamente inflacionista hacía inevitable cerrar el país con la valla del control de cambios. Pero aún así, no fué posible impedir la presión de ese exceso de circulante sobre las reservas metálicas del país. El Banco Central fué impotente para mantenerlas y en 1949 una nueva modificación de su ley fué un reconocimiento implícito de ese hecho. En efecto, hasta entonces, la ley limitaba la tenencia de divisas al 20% de las reservas que respaldaban la emisión monetaria y a no más del 10% su inclusión para el cómputo de la relación de recursos con billetes y obligaciones a la vista; y establecía que el oro y divisas computables no debía ser inferior al 25% de los billetes en circulación y obligaciones a la vista.

La nueva Carta Orgánica de 1949 suprimió la primera de esas obligaciones y suspendió la segunda, afirmándose que la "emisión monetaria ha de estar vinculada a la renta nacional y las tenencias metálicas o en divisas a las alternativas del balance de pagos, quedando al cuidado del Banco Central que se guarden las debidas proporciones, para que aquella, en lo interno, cumpla su función intermediadora, como de un servicio público social, y éstas aseguren la estabilidad necesaria en los cambios exteriores" (2).

(1).- lo que no impide que el Banco Central en la Memoria 1947, al reconocer el exceso de medios de pago creados por el crédito, invierta los términos y afirme que "los factores externos en 1947 contribuyeron a neutralizar el aumento provocado por causas internas".

(2).- Discurso del Presidente de la Nación. Citado en Banco Central, Memoria 1949, pág. 5.



## 2.- EL CONTROL DE CAMBIOS.

Un sistema crediticio como el expuesto obligaba a aislar al país del exterior mediante un régimen de control de cambios bastante estricto.

Sin perjuicio de la exposición más detallada que daremos en el punto respectivo sobre control del movimiento de capitales, sintetizamos a continuación, en términos generales, las normas que rigieron en el período que consideramos:

- a) Se mantienen el Mercado Oficial y el Mercado Libre de Cambios. Pero las operaciones que se cursan por éste deben contar con la aprobación del Banco Central que, por otra parte, a partir de determinado momento, exige la entrega de los saldos remanentes de divisas. De modo que el Mercado Libre solo tiene ese carácter nominalmente.
- b) Subsiste la obligación de los exportadores de entregar en el Mercado Oficial, antes del embarque (1) las divisas que debían recibir por sus exportaciones. Cuando, durante el período, se resuelve que las divisas de ciertas exportaciones se negocien en el Mercado Libre, se establece para éstas la misma obligación.
- c) Paulatinamente se reimplanta el permiso previo de cambio para las importaciones. Comienza por ser necesario para una pequeña lista de artículos y, cuando Gran Bretaña suspende la convertibilidad, se hace general. La mayor o menor facilidad para obtener permisos depende luego de la mercadería a importar, del destino a darle (venta o elaboración) y de la divi-

(1).- Los exportadores "autorizados" o sea firmas de solvencia reconocida eran autorizadas por el Banco Central a llevar una posición de divisas, especie de cuenta corriente que no tenía la obligación de cubrir antes del embarque.

sa que se solicite. Se transforma en un medio decisivo de política económica y es utilizado para orientar las compras hacia países con los que se habían suscripto convenios de compensación. Se crea un régimen especial para importaciones "sin derecho a uso de divisas", con carácter de "inversión de capital extranjero" en el país y con pago a plazos, que se explican en el punto 3 de este Capítulo.

- d) Las remesas de fondos al exterior por el Mercado Libre están sujetas a permiso del Banco Central, pudiendo los bancos dar curso directamente a muy pocas transferencias por conceptos corrientes, tales como gastos de franqueo y telegráficos, comisiones, gastos de buques, impuestos, gastos de viaje, ayuda familiar, fletes y pasajes, primas de seguro, derechos de renovación de marcas y patentes, etc., siempre que se verifique el destino y concepto y, que sean por importes que no excedan de límites máximos establecidos por reglamentos.
- e) La entrada de capitales es totalmente libre.
- f) La salida de capitales extranjeros entrados en el período podrá realizarse en plazos estipulados, y la de sus rentas, hasta porcentos anuales fijados en la reglamentación. En determinado momento se dispuso que ciertos capitales que llegaran al país podrían salir con entera libertad. La situación en divisas parece haber hecho ilusoria esta facultad.
- g) La salida de capitales nacionales y la de capitales extranjeros no comprendidos en lo indicado en el punto f) estaban totalmente prohibidas. En verdad, la reglamentación detallada que se expuso en el punto d) era necesaria para poder hacer efectiva esta prohibición.

h) Las cuentas en pesos argentinos abiertas en bancos ó entidades no bancarias del país a nombre de bancos o firmas del exterior se sujetan a control, y las operaciones que se cursen por ellas requieren permiso oficial, a fin de vigilar que no se utilicen para operaciones prohibidas en los puntos anteriores.

### 3.- LA FINANCIACION DEL COMERCIO INTERNACIONAL.

La falta de divisas, especialmente de libre disponibilidad, resultante de los saldos negativos de los balances de pago, hacían fundamentalmente necesario un elemento compensador que evitara el uso de aquellas.

En primer lugar se recurre a los márgenes de créditos oficiales establecidos en los convenios de compensación bilateral.

No obstante, en ciertos momentos no resultaron suficientes. Por otra parte, el mecanismo de los convenios y el del control de cambios en general eran a veces demasiado rígidos para hacer posible la aplicación de ciertas características normales del comercio internacional.

Pero frente a un régimen monetario inflacionista (crédito amplio y tasa de interés baja) y a las restricciones cambiarias, no era de presumir que los capitales privados internacionales se prestaran a cumplir ese cometido.

El Banco Central recurrió entonces a medidas de sustitución de los capitales normales a corto plazo para hacer posible esa financiación.

Reseñamos a continuación los distintos medios utilizados con ese objeto, comenzando por los convenios de compensación.

A) Los convenios como medio de compensación.

Durante la guerra, según explicamos en el capítulo anterior, los convenios de compensación bilateral fueron la fuente de crédito oficial argentino que contribuyó a posibilitar el abastecimiento de los países beligerantes que carecían de recursos para pagar sus compras al contado. Esa situación continúa en el período de reconstrucción de post-guerra, particularmente hasta 1947. Pero como la Argentina había reanudado sus compras de materiales esenciales en el área de divisas libres (1) y la nacionalización de empresas y rescate de deuda pública en esa área, se vió ante el hecho de que estas divisas disminuían en forma pronunciada frente al crecimiento de las de compensación. Esta circunstancia, unida en 1947 a la nueva inconvertibilidad de la £ que cerraba una de nuestras fuentes de divisas libres, obliga a reimplantar el permiso de cambio para todas las importaciones y utilizarlo como elemento selectivo para orientar las compras a países con convenio. Vemos así en el Cuadro N° 99 que, salvo un pequeño ingreso en 1950, la financiación de los saldos desfavorables desde 1948 a 1952 recae, virtualmente en su totalidad, sobre los saldos que arrojan las cuentas de convenios. Esta situación adquiere particular importancia en los años 1951 y 1952 en que se perdieron las cosechas debido a fuertes sequías y los saldos del balance de pagos fueron pronunciadamente negativos.

La situación cambió entonces, pues fueron los créditos de los gobiernos extranjeros los que permitieron a la Argentina continuar importando lo que era más esencial para el desenvolvimiento de su economía. Es así que en 1955 el saldo neto de convenios favorecía a esos países en la suma de 233 millones de dólares.

(1).- Los países de convenio, en período de reconstrucción, no estaban en condiciones de suministrar máquinas, repuestos, combustibles y materias primas.

B) Importaciones sin uso de divisas y mediante aplicación de capitales en el exterior.

Para facilitar las importaciones de países con los que se operaba en divisas de libre disponibilidad -de que no se disponía- el Banco Central comenzó a acordar algunos permisos de importación "sin derecho a uso de divisas". Es decir que la mercadería podía importarse, pero no podía comprarse cambio para su pago, en el Mercado Oficial ni en el Mercado Libre.

Estas autorizaciones, al principio de carácter excepcional, tienen su reconocimiento público oficial en junio de 1948 cuando el Banco Central, por su Circular N° 988 hace saber que serán otorgados en forma automática los permisos para importaciones de países de divisas libres, "cuando las firmas soliciten realizar la importación sin uso de cambio, por utilizar fondos del exterior".

Esta disposición tan genérica, aplicada en momentos en que los dos Mercados de Cambio legales estaban fuertemente controlados, provocó la aparición y auge del mercado clandestino o "negro" ya que, quienes deseaban practicar importaciones de mercaderías que rendían buenas utilidades estaban dispuestos a comprar las divisas, a espaldas del control oficial, a precios elevados. Se generó así una gran especulación en monedas extranjeras, que se obtendrían de diversas fuentes, aunque las principales se suponen el abultamiento de los valores de las importaciones que se abonaban con divisas del Mercado Oficial o la disminución de los de exportaciones para negociar menos cambio en el mismo.

Esta sobrevaluación de importaciones o subvaluación de exportaciones creaba saldos a corto plazo argentinos en el exterior que, al aplicarse al pago de importaciones cubiertas con permisos "sin uso de divisas" actuaban como capitales equilibradores.

El mercado "negro" no se utilizaba para la fuga (que tenía lugar principalmente a través de la alteración de los valores de exportaciones y de importaciones con uso de divisas), sino para la repatriación en forma de mercaderías.

No debe descartarse la posibilidad de que residentes en el exterior también operaran en el mercado negro argentino. En ese caso venderían sus divisas seguramente contra un crédito en pesos argentinos, atraídos por la baja cotización de éste en ese Mercado. Aquí estamos en presencia de un real ingreso de capitales en mercaderías, que crea un pasivo para el país, pasivo que sería a corto plazo ~~si las disposiciones~~ legales o la habilidad del titular para operar clandestinamente, le permitiera salir a la brevedad, o si dicho titular no decidiera invertirlo en el país.

En marzo de 1949, se reglamenta este régimen por Circular N° 1086. Se designa como "sin uso de divisas" a la importación a pagar con fondos del importador argentino en el exterior; y "como inversión de capital" a la que envía un residente en el exterior.

Al importador argentino que solicitaba un permiso "sin uso de divisas" se le exigía que:

- a) poseyera fondos propios en el exterior por un importe suficiente para efectuar el pago de las mercaderías a importar;
- b) esos fondos se hallaran depositados en un banco del exterior a su nombre, en efectivo o valores al 31 de diciembre de 1948;
- y
- c) acreditara la tenencia de los fondos mediante la presentación del estado de cuenta respectivo, certificado por el banco depositario con el saldo al 31.12.48 y los movimientos posteriores hasta que se formule el pedido de permiso previo de cambio.

Más tarde se introdujeron nuevas modificaciones incluyendo las divisas que el titular tenía en bancos o en firmas no bancarias del exterior, directamente o a través de instituciones bancarias o no bancarias argentinas, y estableciendo la forma de demostrar la realidad de esa tenencia y de su antigüedad. Por fin, se admitió que las divisas fueran de otra persona, siempre que la cesión se efectuara mediante la compra-venta en el Mercado Libre de Cambios con intervención de un banco autorizado a operar en cambios.

Todas las modificaciones tendían a combatir la compra de divisas en el mercado negro o paralelo, pues exigían que fueran de propiedad del importador desde tiempo atrás (1) o adquiridas en forma pública; pero no alteran el aspecto que nos interesa, a saber: que parte de las importaciones se financiaban con capitales a corto plazo.

#### C) Importaciones como inversión de capital.

El segundo grupo de importaciones sin derecho a cambio extranjero, que creó la Circular 1086, fué el de mercaderías enviadas por un residente en el exterior para invertir su equivalente en el país. Analizamos estos ingresos en el punto 5, relativo a Capitales Flotantes.

#### D) Importaciones con pago diferido.

La misma Circular Nº 988 del 23.6.48 del Banco Central que regularizó la existencia de los permisos "sin uso de divisas" creó también el régimen de importación de pago a plazos o pagos diferi-

(1).- La debilidad del sistema radicaba en las dificultades prácticas del Banco Central para comprobar en forma fehaciente la legitimidad de las certificaciones presentadas en ese sentido.

dos (1), al establecer el despacho automático de permisos de importación de mercaderías originarias de países de divisas libres, "cuando se postergue el pago al extranjero por un año como mínimo" a contar de la fecha de introducción de los bienes.

Este procedimiento ponía en juego, o bien los haberes argentinos en el exterior, como el "sin uso de divisas" o bien el crédito externo a un año de plazo. En ambos casos el capital a corto plazo financia las importaciones. Pero este procedimiento crea un pasivo que, para más, recae directamente sobre las reservas oficiales, ya que el Estado se compromete a entregar las divisas para la cancelación de la deuda a su vencimiento (2).

La posibilidad de convertir a mercaderías los dólares depositados en el exterior, especular con ellas y luego recuperar los dólares originales al tipo oficial de cambio debe haber sido muy atractiva, y creado un pasivo amenazador para el Estado ya que, apenas 17 días después, el 10 de julio de 1948, por Circular N° 1002 el Banco Central suspendió el otorgamiento automático de estos permisos resolviendo que cada solicitud sería estudiada y resuelta, favorable o desfavorablemente, en forma individual.

En agosto de 1950 se insistió en este sistema pero con plazos más amplios (como mínimo, tres años para materias primas, y cinco para maquinarias y equipos, abonándose la primera cuota anual no

(1).- Poco antes, la Circ. 947 dispuso permitir la introducción al país de mercaderías pagaderas en divisas libres llegadas a puerto sin contar con permisos de importación, siempre que el importador aceptara diferir el pago por 5 años.

(2).- El carácter puramente nominal del Mercado Libre de Cambios, ya que el Banco Central tomaba sus existencias y le entregaba las divisas requeridas por las ventas, hace verdadera la afirmación del texto, aún para las importaciones de bienes incluidos en el régimen de ese Mercado Libre.



antes de un año de efectuada la importación) y en junio de 1951 se limitó a la importación de maquinarias y equipos industriales. Más adelante este método de financiación fué pactado en algunos convenios bilaterales firmados por la Argentina (1).

El pasivo creado por estas operaciones, que como se expresó, pesaban sobre las reservas oficiales, alcanzaba a fines de 1955 a Dls. 409 millones (2).

#### E) Pases y arbitrajes.

A fin de facilitar la financiación de las importaciones con pago diferido explicadas en el punto anterior, el Banco Central autorizó la concertación de operaciones de pase que hacían posible que el crédito lo acordara una tercera persona o institución en lugar del vendedor de las mercaderías (Circ. 1300).

El mecanismo de esas operaciones de pase era el siguiente:

- a) los bancos pueden comprar divisas de otros bancos, de firmas o entidades privadas del país o de bancos y firmas del exterior, con el compromiso de revendérselas dentro de un plazo no inferior al del permiso de cambio para cuya cubertura se deben utilizar;
- b) esas divisas son vendidas al importador que las utiliza para el pago de su importación;
- c) los pesos acreditados a la firma o institución a la que se adquirieron las divisas, pueden ser invertidos en el país.

(1).- "Para afianzar nuestra posición monetaria se ha convenido con algunos países una política de abastecimiento de bienes de capital mediante el régimen de pagos diferidos en función de la rentabilidad futura de esas inversiones, que al originar divisas o restringir su demanda, hará posible la satisfacción oportuna de las transferencias, sin desmedro del equilibrio del balance de pagos" (Banco Central, Memoria 1953).

(2).- Informe del Sr. Asesor Económico y Financiero de la Presidencia de la Nación, Sr. Raúl Prebisch.

- d) cuando vence el plazo establecido en el permiso de importación con pago diferido para cancelar una cuota, se obtienen, con el certificado oficial respectivo, las divisas en el Mercado Oficial o Libre según corresponda;
- e) esas divisas se utilizan para cumplir la obligación de revenderlas a la firma o institución vendedora.
- f) en ese momento se le pueden transferir también, libremente, las rentas producidas por la inversión de los fondos en el país.

Para dar curso a operaciones similares con países de Convenio, se estableció (Circ. 1416) un régimen de arbitrajes. Según el mismo, el Banco Central entregaba al importador las divisas de Convenio para pagar de inmediato su importación, siempre que obtuviera el depósito, por intermedio de un banco, de una suma equivalente en dólares americanos. Al vencer los plazos establecidos en el permiso de importación para el pago de las cuotas, el Banco Central devolvía los dólares.

En 1952 dicho Banco instituyó un nuevo régimen de pases, no ya para financiar las importaciones con pago diferido, sino para obtener divisas con carácter general. Debían concertarse en dólares o libras esterlinas, que deberían provenir del exterior, por plazos no menores de 180 días o sus múltiplos. Al vencimiento del plazo su importe sería libremente retransferible. El equivalente en pesos de las divisas compradas podía invertirse libremente en el país y, al vencimiento, sus rentas eran transferibles al exterior dentro de tasas de interés que oscilaban entre el 6% y el 8% según los plazos. El Banco Central trataba de crear así movimientos especulativos de capitales a corto plazo, que le proveyeran de divisas para financiar importaciones esenciales para el país.

#### F) Operaciones de trueque.

Durante 1949 el Banco Central autorizó la realización de operaciones planteadas por entidades privadas consistentes en la importación de mercaderías de interés para el país, que se abonarían con exportaciones de artículos nacionales de difícil colocación en el exterior. Por lo tanto la compensación se efectuaba en el exterior, evitando al país el uso de divisas para el pago de las compras. Es evidente que estas operaciones solo podían concretarse a costa de los precios (más altos para nuestras importaciones o más bajos para las exportaciones) y con efectos perturbadores sobre los canales normales del comercio, por lo que se las suprimió en 1951.

#### G) Cuberturas de créditos documentarios.

La existencia de un crédito documentario implica una financiación a corto plazo para la importación, por el banco que la otorga. Con las propias existencias de divisas o las que obtiene a crédito de sus corresponsales, el banco ordena pagar al exportador extranjero contra documentos de embarque y, al llegar las mercaderías al país, entrega la documentación al importador contra el pago del equivalente en pesos de esas divisas.

Al implantarse en la Argentina el Mercado Oficial, el Banco Central no entregaba las divisas hasta que la mercaderías se hubiera introducido al país. Los Bancos tomaron a su cargo la financiación de los créditos documentarios utilizando sus saldos en moneda extranjera pertenecientes al Mercado Libre o los que podían obtener por créditos en el exterior.

Una vez despachadas a plaza las mercaderías, el importador obtenía el cambio en el Mercado Oficial y lo entregaba al banco financiador que lo reintegraba a su posición del Mercado Libre o paga

ba a su corresponsal acreedor.

En 1945 la escasez de francos suizos debido a las restricciones suizas para importar oro, y de escudos y coronas suecas por las limitaciones en los créditos en Portugal y Suecia, hicieron difícil a los bancos llevar a cabo esa financiación.

Ante esa situación el Banco Central proveyó a los Bancos, con sus reservas, las divisas necesarias para cubrir los créditos documentarios de importación. Esta actitud muestra una vez más, el carácter indispensable de los fondos a corto plazo para financiar el comercio.

Después de 1949, frente a la pérdida del crédito externo por la paralización en los pagos argentinos, y a la monopolización por el Banco Central de ambos mercados de cambio -ya que absorbía todas las divisas libres que quedaban en el Mercado Libre, en tanto que las divisas de compensación eran exclusivamente oficiales- aquél sistema se generalizó, debiendo el Banco Central proporcionar en todos los casos la cobertura de los créditos documentarios. Lo hizo, con mayores o menores restricciones según la divisa, la mercadería o el país, transformándose en un instrumento más de la política económica nacional.

#### 4.- TRASLADOS DE SALDOS ACUMULADOS

Durante el período 1946-55 la Argentina experimentó el problema de la transferencia de capitales del tipo de "Saldos acumulados", con motivo de diversas operaciones o situaciones en algunos casos voluntarias y en otras impuestas por las circunstancias.

Analizamos a continuación las dignas de destacar.

#### A.- Nacionalización de Empresas de Servicios Públicos.

El Gobierno Argentino había iniciado una política de nacionalización de empresas extranjeras de servicios públicos que alcanzó sus cifras más elevadas en los años 1946 y 1948.

Las compras de esta naturaleza obligan a transferir de inmediato su importe al exterior o a acreditarlo en cuentas pesos con lo que se constituye un fondo transferible en cualquier momento, si las normas vigentes o el convenio de nacionalización no imponen restricciones a la transferencia. Como ya explicamos, los problemas derivados de estas operaciones se relacionan con la obtención de las divisas para evitar el desequilibrio del balance de pagos y con la neutralización de los efectos internos de esa salida de fondos.

En 1946 se nacionaliza la Unión Telefónica, empresa norteamericana por la que deben pagarse dólares por un equivalente de 331 millones de pesos argentinos.

En principio, las divisas se tomaron del saldo fuertemente favorable del intercambio. No obstante esta operación, el saldo del balance de pagos fué favorable aunque, lógicamente, menor que si aquella nacionalización no hubiera tenido lugar. Pero si analizamos el balance en sus componentes de divisas libres y de compensación, vemos que dicho saldo favorable se debe a estas últimas. Las divisas libres, en cambio disminuyen, pudiendo afirmarse entonces que las operaciones especiales, entre los que se cuenta la compra de la Unión Telefónica, se financiaron con las reservas metálicas del país.

El efecto interno de la salida se neutralizó, ya que las sumas necesarias para adquirir las divisas no se extrajeron de la plaza sino que fueron provistas por el crédito bancario, no teniendo lugar la contracción interna necesaria para producir el ajuste

correlativo a semejante pérdida de divisas.

En 1948 se adquirieron los ferrocarriles de capital británico, por valor de m\$. 2029 millones, la Cía. de Aguas Corrientes y Salubridad de Rosario (capital británico) por m\$. 30 millones y se liquidan ciertas obligaciones por m\$. 12 millones emergentes de la repatriación de los ferrocarriles franceses.

La compra de los ferrocarriles británicos fué una consecuencia de la necesidad de desbloquear los saldos argentinos en £. De modo que las divisas a utilizar provenían, en principio, de las reservas del Banco Central. Pero como no eran suficientes, la nivelación del balance se logró mediante el uso de un capital a corto plazo; efectivamente, Gran Bretaña acreditó a la Argentina £ 100 millones como pago anticipado de mercaderías que nuestro país debía venderle en el año.

Para la financiación interna, también debió recurrirse al crédito bancario. Las £ fueron adquiridas y giradas a Gran Bretaña por un organismo oficial, el Instituto Argentino de Promoción del Intercambio, que las abonó con préstamos que le concedieron los bancos comerciales oficiales. Estos, a su vez, redescontaron esos créditos en el Banco Central.

Esta nacionalización, al parecer única alternativa para poder cobrar los créditos argentinos contra Gran Bretaña representados por las £ bloqueadas, pone en evidencia una vez más los problemas que se derivan del sistema de la compensación bilateral, a los que ya nos referimos en otra parte de este trabajo. Y asimismo demuestra a qué expedientes hay que recurrir para evitar los efectos internos de la salida del país de tan gran masa de fondos: la neutralización mediante la emisión de fondos que mantiene constante

el circulante interno frente a reservas metálicas fuertemente reducidas.

#### B.- Repatriación de Deuda Externa.

También, como en el caso anterior, esta salida de capitales es voluntariamente provocada por las autoridades del país.

Estas repatriaciones son, en sus efectos, similares a las nacionalizaciones de empresas.

En 1946 se repatriaron empréstitos en dólares y francos suizos por un total de 442 millones de pesos. Las divisas se tomaron de las reservas del Banco Central en tanto que el equivalente en pesos se obtuvo del mercado mediante la colocación de títulos del Crédito Argentino Interno - Conversión 3% 1946 Serie "F".

En 1947 las repatriaciones alcanzaron a 334 millones de pesos y se realizaron también con divisas de las reservas oficiales. En su casi totalidad este rescate corresponde a títulos en dólares, libras esterlinas y Francos Suizos de la Provincia de Buenos Aires que lo financió con un préstamo del Banco de esa Provincia; el resto a un pequeño empréstito en Francos Franceses y un saldo en dólares, de la Provincia de Santa Fé, que, para contar con fondos con que comprar las divisas, colocó en la plaza un Empréstito de m\$. 11 millones.

#### C.- Fondos Bloqueados por razones políticas.

Al concluir la II Guerra Mundial la Argentina tenía gran cantidad de capitales que por pertenecer a residentes en países beligerantes se hallaban sujetos a las normas de control político a que nos referimos en el Capítulo anterior.

La parte de estos bienes que se mantenía en forma líquida o fácilmente liquidable constituía un pasivo a corto plazo que, al

ser desbloqueada podía retirarse bruscamente del país. Al firmar con cada nación interesada el respectivo acuerdo en el que se convenía el levantamiento del control político sobre esos bienes y el procedimiento a seguir para hacerlo, se tuvo especial cuidado en incluir una cláusula estipulando que los haberes así liberados que daban, sin embargo, sujetos a las disposiciones argentinas de orden general vigentes o que se dictaran en el futuro, sobre control de movimientos de fondos con el exterior y sobre los bienes o cuentas abiertas a nombre de residentes en el extranjero.

Los bienes extranjeros que al 31 de diciembre de 1955 se hallaban bajo control del Banco Central alcanzaban a m\$n.17.589,4 millones, de los cuales pueden considerarse como a corto plazo los depósitos bancarios, préstamos y títulos públicos que en conjunto suman \$ 4.212,5 millones. También pueden serlo una parte de los \$ 8.520,3 millones invertidos en Valores Mobiliarios de empresas de capital. (1)

D.- Deuda Comercial en Dólares.

Los sucesivos saldos negativos de los balances de pago en divisas libres desde 1946 a 1949 (ver cuadro N° 99) redujeron en tal forma las disponibilidades del Banco Central que, al comenzar 1949 el país se hallaba en un virtual estado de cesación de pagos. Efectivamente, dicha entidad suspendió la entrega de dólares para hacer pagos por importaciones, inclusive de aquellos que los bancos del exterior habían hecho efectivos. Esas importaciones impagas, se reflejan en el balance como ingresos de capital a corto plazo. Es muy probable que estos valores sean los que influyen para hacer positivo el rubro "Ajuste de deuda comercial" en 1948 y 1949 en el Cuadro N° 99.

(1).-Banco Central de la Rep.Argentina, Memoria 1955, Anexo II.



Se creó en el país una masa de créditos impagos, similar a los créditos congelados de 1933. Para pagar estas obligaciones, cuya transferencia inmediata y total no era posible, el Gobierno decidió, a partir de mayo de 1949, afectar primero el 20% y luego el 30% de los ingresos de divisas libres por exportaciones.

Este procedimiento se mantuvo solo alrededor de un año, pues luego fué posible consolidar la deuda.

En efecto, un consorcio formado por diez bancos locales obtuvo del Banco de Exportación e Importación, de Washington, un préstamo de Dls. 125 millones al 3 1/2 % anual de interés, reembolsable en 20 cuotas semestrales iguales, la primera de las cuales debía pagarse el 30 de junio de 1954. El Banco Central garantizó el cumplimiento de las obligaciones contraídas por el consorcio.

Durante los años 1951 y 1952 se cancelaron todas las cuentas pendientes, por una suma de Dls. 91,9 millones y Dls. 4,6 millones, respectivamente (\$ 460 millones y \$ 23 millones al tipo comprador oficial vigente entonces, de \$ 500 por dólar).

Se logró transformar de esa manera un pasivo potencial a corto plazo, en una deuda a largo plazo. La amortización a razón de unos Dls. 9,7 millones anuales comenzó en 1950. Al concluir 1955 se debían Dls. 57 millones (1).

#### E.- Saldos de Convenios

Los saldos de Convenios bilaterales son, para el país deudor, un pasivo acumulado que debe liquidar al vencimiento, con todas las derivaciones de una salida de fondos en masa.

---

(1).- Informe del señor Asesor Económico y Financiero de la Presidencia de la Nación, Sr. Raúl Prebisch.

Como consecuencia de los créditos de guerra y post-guerra acordados, nuestro país tuvo saldos favorables que le permitieron nacionalizar empresas, repatriar deuda pública y recibir divisas libres en pago de parte de esos saldos.

CUADRO Nº 96  
CONVERSION DE SALDOS DE CONVENIOS A  
DIVISAS LIBRES

A ñ o	Millones de pesos	A ñ o	Millones de pesos
1946	311	1951	118
1947	401	1952	- 207
1948	188	1953	93
1949	30	1954	- 57
1950	2	1955	121

Fte.: Banco Central de la República Argentina,  
Memorias Anuales.

Pero la crítica situación en el balance de pagos de 1951 y 1952 obligó a las autoridades nacionales a orientar sus adquisiciones preferentemente hacia países con convenio en los que contaba con saldos a su favor o con créditos oficiales, llegando a utilizar en esos dos años más de \$ 2000 millones, además de abonar en divisas, en 1952, la suma de m\$n. 207 millones.

La situación se repitió en 1955, En ese año, tomando solamente los países de comercio tradicional con la Argentina tenemos, según las cifras publicadas en la Memoria del Banco Central de 1955, los siguientes saldos:

CUADRO N° 97SALDOS DE CONVENIOS DE COMPENSACION  
AL 31.12.955

<u>P a í s</u>	<u>Millones de pesos</u>
Alemania	- 124.8
Brasil	12.3
Bélgica	- 24,7
Francia	- 161.5
Italia	- 467.3
Japón	- 163,4
Países Bajos	- 43.1
Reino Unido	- 203.8
	<u>- 1176.3</u>

Fte.: Banco Central de la República Argentina. Memoria 1955.

Tomando el conjunto de países con Convenio el saldo neto a esa fecha alcanzaba a Dls. 233 millones (\$ 1165 millones, al tipo de \$ 500 por 100 dólares) (1).

Debido a la carencia de oro y divisas libres, el país no estaba en condiciones de pagar los excedentes de saldo o los saldos mismos a sus vencimientos, es decir de permitir la salida de fondos computables como créditos extranjeros. Esa situación se venía perfilando desde tiempo atrás y, si bien los documentos oficiales no lo dicen, era públicamente conocido que algunos de los países acreedores habían ordenado la suspensión de las ventas a la Argentina, prohibiendo la apertura de las respectivas cartas de crédito.

La única solución aparente era la consolidación de esta deuda, lo que se obtuvo por un plazo de 10 años en virtud de gestiones oficiales hechas en octubre-noviembre de 1955.

(1).- Informe del Sr. Asesor Económico y Financiero de la Presidencia de la Nación, Sr. Raúl Prebisch.

## 5.- CONTROL DE CAPITALS FLOTANTES

Hasta 1947 la política argentina en esta materia fué la de aislar los capitales a su ingreso para evitar sus efectos, particularmente los de su salida ulterior.

En dicho año se invierten los términos: en líneas generales se permite la libre entrada y se prohíbe en forma absoluta la salida.

Las normas de control de cambios, muy detallistas, tendientes a ese fin son las siguientes:

### A.- Entrada de Capitales en Divisas o Mercaderías.

Por Circular N° 788, del 8 de julio de 1947, confirmada por la N° 837 del 29 de agosto del mismo año, el Banco Central declaró libre la entrada de capitales extranjeros en divisas de libre disponibilidad, estando sujetos a una simple declaración a ese Banco. Si se trataba de capitales destinados a efectuar inversiones en el país, dicha Institución le otorgaba un "certificado de origen del capital" que aseguraba al inversor el libre egreso futuro del mismo, y el de sus rentas en determinado plazo y medida.

En cuanto a los ingresos de capitales en divisas de compensación quedaban sujetos a la aprobación del Banco Central. Esta medida no obedecía al propósito de impedir o suavizar los efectos internos de estos ingresos (que eran similares a los producidos por los realizados en divisas libres), sino al de no agravar la acumulación de divisas bloqueadas en las cuentas del Banco Central. Esta restricción desaparece en agosto de 1950 (Circ. N° 1311) cuando se faculta a los bancos a comprar divisas provenientes del exterior para hacer inversiones en el país, sin pedir permiso al Banco Central. No se hacen diferencias en cuanto a la clase de divisas.

La importación de capitales en forma de mercaderías estaba prevista por las disposiciones de marzo de 1949 (Circ. N° 1086) que autorizaban el otorgamiento de permisos previos de cambio "sin uso de divisas" y "como inversión de capital".

Los primeros hacían posible la repatriación de capitales nacionales en el exterior (ver punto 3).

Los segundos, en cambio, se referían a la radicación en el país de capitales extranjeros. Estas inversiones eran objeto de un estudio previo individual por el Banco Central para autorizarlas, debían registrarse en los libros de la empresa en ésta como capital del inversor o, si se entregaban acciones, debían quedar depositadas en un banco bajo control del Banco Central. El capital así importado era intransferible, en tanto que sus rentas lo serían en la medida en que lo permitieran las disponibilidades de cambio. Como puede verse, la medida trata de evitar que el ingreso tenga el carácter de capital flotante.

El 1º de julio de 1949, por Circ. 1120, el Banco Central toma una medida coincidente con la disposición que permite la libre entrada de capitales en divisas libres y sujeta a permiso en moneda de compensación. Las divisas obtenidas en el Mercado Oficial de Cambios por importaciones de mercaderías originarias de países de divisas libres, que no se abonaran al exterior, pueden revenderse en el Mercado Libre de Cambios. Si se trata de importaciones de países con convenios de compensación, dicha reventa requiere autorización del Banco Central.

De acuerdo con las normas generales vigentes, un importador que contaba con un permiso en dólares, podía comprar esa divisa en el Mercado Oficial y girarla al exterior en pago de su importa-

ción; el exportador extranjero podía girar a la Argentina igual suma en dólares como ingreso de capital y venderla en el mercado libre. Por lo tanto la disposición de la Circ. 1120 es lógica, ya que permite hacer ambas operaciones sin necesidad de la doble transferencia.

B.- Salida de Capitales en Divisas o Mercaderías.

El principio general es la prohibición de exportar capitales.

A tal efecto se establece:

- a) Toda salida de fondos requiere permiso del Banco Central.
- b) se exceptúa de esa obligación la transferencia por conceptos corrientes, tales como gastos de cables y franqueo, comisiones, gastos de vapores, fletes y pasajes, primas de seguros, pagos de derechos y gastos de renovación de marcas y patentes, pensiones y jubilaciones, remesas de ayuda familiar, gastos de viaje, etc., todos ellos sujetos a condiciones, comprobaciones previas e importes máximos. En ningún caso se exceptúa a las remesas de capital. Estas excepciones se van dejando sin efecto en 1948, a medida que la situación de divisas empeora.
- c) los bancos no podrán vender, sin permiso del Banco Central, divisas del mercado libre a los exportadores para que las entreguen en el Mercado Oficial por sus exportaciones (Circular 837). Es decir que no se pueden exportar capitales en forma de mercaderías, pues las divisas que el exportador tiene que entregar por su exportación debe recibirlas del exterior.

Cuando en agosto de 1950 se autoriza a negociar en el mercado libre de cambios las divisas por exportaciones de algunos artículos, se establece la obligatoriedad de realizar esa negociación antes del embarque (Circ. 1310).

- d) se prohíbe, sin permiso del Banco Central, la utilización, venta o cesión en el país o en el extranjero, de créditos en el exterior pertenecientes a personas o firmas domiciliadas en la Argentina cuando tales créditos provengan de operaciones comerciales, servicios o inversiones de capital argentino en el exterior como asimismo su renta; la compra en el exterior de oro amonedado o en barras, billetes extranjeros, títulos y valores de cualquier naturaleza; la importación de billetes argentinos; la exportación del oro, billetes, títulos y valores mencionados.
- e) cuando las firmas exportadoras pagan los fletes y seguros en el país, en pesos, tienen la obligación de ingresar y de negociar en el Mercado Libre las divisas con que el comprador extranjero le reembolsa su importe. Se evita así que mantenga en el exterior un capital egrésado en forma de mercaderías.
- f) cuando un importador paga en el país, en pesos, el importe de los fletes y seguro de sus importaciones tiene la obligación de vender en el mercado libre las divisas que obtiene en el Mercado Oficial a base de su permiso de importación cuyo importe incluye el correspondiente a aquellos conceptos. Se impide así que use ese margen de divisas que no necesita, para radicar un capital en el exterior (Circ. 837). Esta medida se ratifica y reglamenta por Circ. 1260 del 24.5.50.

- g) si un importador desea efectuar un pago anticipado al exterior por mercaderías a importar, tiene que demostrar que tiene el permiso de importación; y podrá hacerse dicho pago con un crédito en divisas que le acuerde un banco, crédito que solo será cancelado con el cambio que el importador obtenga en el Mercado Oficial después de la importación (Circ. 837). De esa manera un banco queda ligado a la suerte de la operación y se preocupará de que se importe la mercadería equivalente a los fondos salidos del país.
- h) los capitales extranjeros que ingresaran al país de acuerdo al régimen instaurado el 8 de julio de 1947 y contarán con un "certificado de origen" podrían egresar libremente al vencer el plazo declarado al ingresar, que podía variar entre uno y seis años, lo mismo que sus rentas hasta un máximo que variaba entre el 5 y el 12% anual. El excedente debía quedar en el país como capital argentino. En cuanto a los capitales ya existentes en el país a esa fecha, se aplicaría igual franquicia para las rentas producidas a partir del 1.1.47.

Antes de cumplirse un año de esa norma, y frente a la angustiosa necesidad de divisas se trató de atraer capitales extranjeros estableciendo que los que ingresaran en divisas libres a partir del 1.º.1.1948 podrían reintegrarse libremente en cualquier momento, lo mismo que las utilidades líquidas, rentas, intereses o dividendos producidos. Los que hubiesen ingresado en bienes de capital para la instalación de plantas industriales, podían ser retransferidos lo mismo que sus utilidades líquidas, intereses o dividendos producidos, a partir del primer año de introducidos



aquellos bienes al país, en la moneda en que se hubiera acordado la importación (Circ. 986 del 23 de junio de 1948).

La realidad en materia de divisas parece haber sido más fuerte que los propósitos, de modo que esa liberalidad no pudo traducirse mayormente en hechos. En agosto de 1950 (Circular 1312) se dispuso que podrían remesarse las utilidades de capitales extranjeros hasta un máximo del 5 % anual sobre el monto de la inversión. Esta disposición se reglamentó en marzo de 1951 (Circ. 1406) estableciendo que las utilidades debían pertenecer a ejercicios cerrados a partir del 28.8. 1950, y que la anualidad máxima del 5 % debía transferirse en cuatro cuotas trimestrales iguales.

- 1) de todo lo que antecede resulta que la salida de capitales nacionales estaba totalmente prohibida.

#### C.- Movimientos de Cuentas Extranjeras en Pesos.

La Circular N° 837 (agosto de 1947) creó los siguientes tipos de cuentas:

- 1º - No transferibles: Cuentas existentes al 8 de julio de 1947 en bancos del país a nombre de:
  - a) bancos del exterior (1)
  - b) firmas no bancarias del exterior
- 2º - Transferibles.
- 3º - Cuentas abiertas en firmas no bancarias del país a nombre de residentes en el exterior.

Las cuentas "no transferibles" a nombre de bancos podían acreditarse solamente por alquileres o arrendamientos de inmuebles de propiedad del titular de la cuenta, administrados por el banco en que ésta se hallaba abierta.

(1).- Incluye las Cuentas Nuevas creadas en 1943 (ver Cap. XL).

114-4

Los fondos existentes más los que se acreditaban por ese concepto solo podían usarse:

- a) si la cuenta pertenecía a un residente en país americano, España, Gran Bretaña, Portugal, Rusia, Suecia, Suiza, Tán-ger y Turquía, para cualquier pago en la Argentina o inversión en el país sujeta a retransferencia en las condiciones establecidas en el punto h) del Capítulo "Salida de Capitales"; y para transferir a otra cuenta similar del mismo país.
- b) si pertenecía a residentes en otros países, para gastos de cables y franqueo, impuestos, tasas, etc.; para gastos corrientes de inmuebles, y para invertir en títulos de la deuda pública nacional, provincial o municipal, que quedarían depositados a nombre del mismo titular.

Las cuentas "no transferibles" a nombre de bancos no podían tener saldo deudor.

Las cuentas "no transferibles" a nombre de firmas no bancarias del exterior podían acreditarse por rentas e intereses, alquileres o arrendamientos de inmuebles del titular y por subsidios, pensiones y jubilaciones. Sus saldos podían usarse para ciertos gastos corrientes en el país por cuenta del titular o para invertirlos como capital por cuenta exclusiva del titular, si se trataba de cuentas de determinados países (1); las de otros países podían usarse, simplemente, para invertirlos en títulos de la deuda pública argentina, en las condiciones indicadas en el punto b) de las cuentas "no transferibles a nombre de bancos del exterior". Tampoco estas cuentas podían tener saldo deudor.

Las cuentas "transferibles" sólo podían abrirse en bancos argentinos a nombre de bancos extranjeros. Eran acreditables

(1).- Los mismos que se enumeran en el inciso a) al tratar las cuentas "no transferibles" abiertas a nombre de bancos del exterior.

por los mismos conceptos para los que podían remesarse fondos según el punto b del tema "Salida de Capitales en Divisas" (pagos corrientes) y, además, por el producto en pesos de las divisas de libre disponibilidad que el Banco argentino en que se halla la cuenta adquiriera a sus corresponsales en el exterior.

Los saldos podían usarse para hacer inversiones o pagos en el país, para transferir a otra cuenta similar de otro banco del mismo país del titular y para transferir a favor del titular al país del domicilio de la cuenta en la divisa que corresponda, de acuerdo con las disposiciones vigentes.

Aquí hay la posibilidad de ingresar capitales en divisas que podrían transferirse con cierta libertad, aun cuando la expresión "de acuerdo con las disposiciones vigentes" deja en manos del Banco Central el control para evitar fugas de capitales.

Por último, las cuentas abiertas en firmas no bancarias, debían ser declaradas al Banco Central, las operaciones a cursar por ellas estaban limitadas a conceptos especificados y, en ningún caso deberían representar, ni directa ni indirectamente, una salida de capital o de su renta.

Posteriormente, el Banco Central amplió las facultades de los bancos para cursar operaciones por las cuentas "no transferibles" de extranjeros sin pedir autorización previa y creó por Circ. Nº 1302 (del 28.8.50) "Cuentas especiales" a abrirse en bancos a nombre de firmas no bancarias del exterior. Estas se alimentaban con los fondos provenientes de las cuentas "no transferibles" de los mismos titulares, sus saldos se podrían invertir en el país, y después de un año se convertirían en cuentas ordinarias.

Pero ninguna modificación altera el principio de la prohibición de transferir el capital al exterior.

#### D.- Nuevo Régimen de Capitales

En agosto de 1953, por la Ley N° 14222 y su Decreto Reglamentario N° 19111/53 se crea un nuevo régimen para capitales procedentes del extranjero que se radiquen en el país. Pero a lo largo de todo su texto así como del Decreto Reglamentario, se aprecia el propósito de evitar que, a través de sus disposiciones, se filtren capitales flotantes extranjeros y fuguen capitales argentinos.

En efecto, se establece:

- a) los capitales, que podrán ingresar en divisas o en maquinarias, equipos, herramientas y otros bienes productivos, deberán invertirse en la industria o en la minería, instalando plantas nuevas o asociándose a las ya existentes.
- b) el inversor podrá transferir utilidades del capital invertido, recién después de dos años y a razón de no más del 8 % anual del monto de la inversión por cada año posterior.
- c) el titular extranjero debe inscribir su capital, al ingresarlo, en el Registro Nacional de Inversiones Extranjeras que se crea al efecto.
- d) el inversor extranjero podrá retransferir su capital al exterior, en cuotas del 10 al 20% anual, a partir de los 10 años de su inscripción. La repatriación deberá hacerse con fondos propios del inversor, siempre que la continuidad de la gestión industrial de la empresa quede asegurada.
- e) para tener derecho a esos beneficios debe tratarse de capitales de residentes en el exterior o bien de residentes en el país, que puedan probar el origen o fuente no argentina de ese capital.

## 6.- EFICACIA DEL CONTROL DE CAPITALES FLOTANTES.

A partir de las medidas tomadas en 1947 (Circ. N° 837) el mercado de cambios argentino quedó reglamentariamente cerrado para los egresos de capital.

No hay, por lo tanto, cifras directas de salidas de capital que tuvieran lugar públicamente. Sin embargo trataremos de seguir el fenómeno a través de los tipos de cambio.

Las restricciones adoptadas provocaron, por menor demanda de divisas, la caída de la cotización del dólar de \$ 4,10 a \$ 4,02.

Pero tan pronto como se autoriza a realizar importaciones "sin uso de divisas" en junio de 1948 el dólar comienza a subir:

Mayo 1948 .....	\$ 401,67	por 100 dólares
Junio 1948 .....	\$ 421,73	" 100 "
Julio 1948 .....	\$ 486,13	" 100 "

Hasta setiembre de 1949 se mantiene alrededor de \$480 los 100 dólares. Al producirse la desvalorización de la £, las autoridades suspenden transitoriamente las operaciones y, al reabrir el mercado en octubre, la cotización alcanza a \$ 900 los 100 dólares.

El 28 de agosto de 1950 se reordena el Mercado Oficial de Cambios y se permite al Mercado Libre alcanzar el nivel de \$ 1.425,- Durante 1951 y 1952 se mantiene por encima de los \$ 1.400,- y desde el último año mencionado se estabiliza en \$ 1.397,50.

Pero no debe olvidarse que el Mercado Libre era nominal y un mero apéndice del Mercado Oficial. Cabe preguntarse entonces cuál era la base para las modificaciones de los tipos de

cambio y cuál el significado de las mismas.

Cuando el Mercado Libre fué cerrado de hecho por las normas de control de cambios, se desarrolló de inmediato un mercado negro o clandestino llamado "Mercado Paralelo" que adquirió luego un auge extraordinario a base de los permisos de importación "sin uso de divisas".

No tenemos, por razones obvias, datos sobre la magnitud de las operaciones ni sobre las cotizaciones en dicho mercado. Pero su existencia era públicamente conocida y fué oficialmente reconocida después de la revolución de septiembre de 1955, en un comunicado del Ministerio de Finanzas del 27 de octubre de 1955, en el cual, al anunciar el nuevo régimen de cambios al que nos referiremos más adelante, decía:

"Es de público conocimiento que al estímulo de las diferencias "enormes que existían entre las cotizaciones del mercado oficial y las del mercado negro, exportadores e importadores "han retenido indebidamente fuera del país sumas importantes "de divisas, que, de otro modo, estarían acrecentando nuestra "reserva de oro y divisas".

Ahora bien; el control oficial no podía contener indefinidamente la presión de los fenómenos económicos que eran el resultado de la política interna y debía ceder, en forma de saltos, reconociendo cada tanto tiempo la desvalorización del peso. En esas oportunidades se permitía que el Mercado Libre alcanzara o se acercara a su nivel que, en la realidad, estaba reflejado en el mercado negro. De allí que podemos admitir que las cotizaciones en éste llegarían a cerca de \$ 500,- los 100 dólares en 1948, a \$ 900.- en 1949 y a más de \$ 1.400,-- a partir de 1950. Luego si bien se consiguió mantener controlado y, por ello, estabiliza-

do el Mercado Libre, el Paralelo siguió su marcha ascendente alcanzando en 1952 una cotización de \$ 25,- el dólar. Confirmación de ello es que el propio Banco Central autorizó a importadores de bienes con carácter de "inversión de capital" a contabilizarlos a favor del inversor del exterior por su equivalente en pesos argentinos calculado al tipo vigente en el Mercado Libre en la fecha del despacho aduanero más \$ 7,- por dólar en concepto de gastos de financiación.

Asimismo, como a partir de mayo de 1953 el peso mejora en el mercado negro, algunas publicaciones lo hacen notar, dando a publicidad cotizaciones como las siguientes (1).

CUADRO N° 98

COTIZACION DEL PESO EN EL

MERCADO DE NUEVA YORK

Fecha	Pesos por Dls. 100
29. 5.53	22,88
30. 6.53	24,27
30. 7.53	23,52
30.11.53	19,53

Dada la situación interna, es posible que ese mercado negro estuviera dando salida a capitales que trataban de huir, pero el hecho de que siguiera estrechamente las facilidades acordadas para importar "sin uso de divisas" indica más bien que eran movimientos destinados a financiar estas últimas, tal como explicamos en el punto 3) apartado B) de este capítulo.

(1) .- Economía y Finanzas: Año V, Tomo IX, N° 219 y N° 220.

En su parte principal parece entonces no haber consistido en "fugas de capital" sino en "movimientos especulativos". Así como en un mercado libre de cambios, se adquiere una moneda barata especulando en que poco después se valorizará y podrá ser vendida con beneficio, en un régimen cambiario de tipos múltiples la especulación puede hacerse, no en el tiempo sino entre mercados. Se compran divisas en el mercado barato y se venden, al mismo tiempo o más tarde, en el alto. Quien, en nuestro país, podía adquirir divisas en el Mercado Oficial o dejar de entregarlas en él, falseando valores en la documentación, las vendía en el Mercado Paralelo para pagar importaciones cubiertas por permisos "sin uso de divisas". No era una fuga de capital pues los fondos salidos ilícitamente volvían al país en forma de mercaderías.

#### 7.- LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL EN EL BALANCE DE PAGOS.

El balance de pagos en este período (Cuadro N° 99) tiene características variables, estando notoriamente influido por los saldos negativos de la balanza comercial de los bienios 1947/8 y 1951/2, por la política inflacionista interna, la de rescate de la deuda externa y la de nacionalización de empresas de servicios públicos y, lógicamente por la estructura reguladora oficial cumplida particularmente a través de los mecanismos de los convenios de compensación bilateral y del control de cambios.

En general puede decirse que los traslados de capital privado han contribuido a compensar en buena medida el desequilibrio del balance de pagos en los años 1946, 1949, 1951 y 1955 y en menor proporción en 1948, 1950, 1952 y 1954; en tanto que han sido desequilibradores en 1947 y 1953.

No resulta fácil explicar las fuertes salidas de capital de 1947. Dado que en su mayor parte corresponden al rubro "Ajuste



C U A D R O N º 9 9  
BALANCES DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
1946 - 1955

	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
	(en millones de pesos)									
Mercaderías (1)	+ 1.867	+ 896	- 421	- 694	+ 611	- 1.319	- 2.432	+ 1.444	+ 544	- 1.220
Empréstitos públicos y gastos públicos	- 579	- 487	- 179	- 168	- 130	- 147	- 117	- 139	- 126	- .113
Nacionalización de empresas	- 331	- 43	- 2.143	- 13	-	-	-	-	-	-
Serv. financ. privados y varios	+ 957 - 114	+ 366 - 45	- 2.743 + 194	- 875 + 172	+ 481 + 87	- 1.466 + 79	- 2.549 + 229	+ 1.305 + 80	+ 418 + 184	- 1.333 + 130
	+ 843	+ 321	- 2.549	- 703	+ 568	- 1.387	- 2.320	+ 1.385	+ 602	- 1.203
Capitales privados	- 329	- 134	+ 29	+ 197	+ 233(2)	+ 1.190	+ 366	+ 242	+ 148(3)	+ 109(3)
Ajuste deuda comercial y diferencias varias	- 275	- 1.176	+ 933	+ 323	- 369	+ 104	+ 87	+ 144	- 399	+ 941
Pagos con el préstamo del Eximbank (4)						- 460	- 23			
	- 604	- 1.310	+ 962	+ 520	- 136	+ 834	+ 430	+ 386	- 251	+ 1.050
Saldo neto total (5)	+ 239	- 989	- 1.587	- 183	+ 432	- 553	- 1.890	+ 1.771	+ 351	- 153
Cancelación del saldo : (5)										
Divisas de Convenio	+ 474	+ 1.184	- 907	- 504	+ 53	- 742	- 1.285	+ 1.287	+ 109	- 107
Oro y divisas libres	- 235	- 2.212	- 998	+ 191	+ 640	+ 183	- 605	+ 484	+ 242	- 46
	+ 239	- 1.028	- 1.905	- 313	+ 693	- 559	- 1.890	+ 1.771	+ 351	- 153

(1) - Incluye importaciones de oro por particulares.

(2) - Incluye ingresos de Capital en forma de mercadería.

(3) - Incluye \$ 48 millones del pago al Eximbank del crédito acordado a bancos particulares.

(4) - El ingreso de este préstamo se incluye en rubro "Capitales privados"

(5) - La diferencia entre el saldo de los balances de pagos y el cancelado se debe a que las primeras son cifras ajustadas. El Banco Central acostumbra a publicar cifras totales ajustadas omitiendo hacerlo con los parciales.

FUENTE: Banco Central de la República - Memorias.

de deuda comercial" (1) parecería quedar explicada por la referencia que hace, como al pasar, el Banco Central en su Memoria 1947, al incluir entre las causas del saldo negativo del balance de pagos a "los pagos que debieron realizarse en carácter de anticipos para la fabricación de equipos industriales que por el largo proceso de elaboración se recibirán en el curso de ejercicios futuros".

No cabría descartar sin embargo la salida de capitales en previsión de la adopción de las medidas de control de salidas de capitales que se tomaron, en efecto, en ese año. Para formular esta suposición tenemos en cuenta que, según el Boletín de la Reserva Federal las obligaciones de los bancos de ese Sistema hacia residentes en la Argentina pasaron de Dls. 112,6 millones en diciembre de 1946 a Dls. 265 millones en junio de 1947.

Pero lo que interesa explicar es por qué, mientras que en períodos anteriores los movimientos de capital seguían a la balanza de comercio, siendo ambos negativos o ambos positivos (2), en este período nos encontramos con que en los cinco años en que el saldo del intercambio es negativo los capitales ingresan (años 1948, 1949, 1951, 1952 y 1955). El motivo principal son las importaciones "sin uso de divisas" y "como inversión de capital" que integran el rubro "mercaderías" con signo negativo, registrándose sus contrapartidas positivas en "Ajuste de deuda comercial" y, en "Capitales Privados" respectivamente. Agréguese

(1) .- Rubro que el Banco Central define como "diferencia que proviene principalmente de la circunstancia de que los cobros y pagos no coinciden con las fechas de las exportaciones e importaciones en nuestro país".

(2) .- Ver Capítulo XL, punto 5.

a este factor, las importaciones en dólares impagas en 1949, cuyo valor también aparece como ingreso de capital. De allí la tendencia equilibradora que muestran esos capitales. Sin embargo, si, como suponemos, aquellos capitales habían salido previamente mediante el falso aumento del valor de importaciones pagadas por el Mercado Oficial, o la falsa disminución del valor de exportaciones, su reingreso solo ha contribuido a compensar el aumento del desnivel negativo que ellos mismos habían provocado.-

CAP. XLII.- LA NUEVA LIBERACION DE LAS TRANSFERENCIAS.

1.- REVOLUCION Y CONTROL DE CAMBIOS.

En septiembre de 1955, se produce en la Argentina una revolución cívico-militar que introduce cambios fundamentales en el manejo político y económico del país.

Y dentro de lo económico, el cambio que tiene lugar en el control de movimientos de capitales con el exterior reviste también carácter revolucionario, al pasar bruscamente del control estricto a la libertad casi absoluta.

Las normas implantadas el 27 de octubre de 1955 relativas al Mercado Libre de Cambios son en síntesis:

- a) las compras y, ventas de divisas en el Mercado Libre deben realizarse a través de las Instituciones bancarias autorizadas para operar en cambios, pero son totalmente libres. No requieren autorización del Banco Central. El tipo de cambio resultará del libre juego de la oferta y la demanda.
- b) pueden ingresar libremente capitales extranjeros y nacionales radicados en el extranjero, oro amonedado, billetes argentinos o extranjeros y valores mobiliarios argentinos o extranjeros pertenecientes a residentes en el país o en el exterior (1).
- c) es totalmente libre el contravalor en pesos de los capitales que ingresen a partir del 27.10.55, que podrá ser invertido o retransferido, lo mismo que sus rentas (1).
- d) queda totalmente libre de restricciones la salida de capitales nacionales para realizar inversiones en el exterior.

(1).- En diciembre de 1957 se derogó, por ser incompatibles con estas liberaciones, la ley N° 14.222 y su Decreto Reglamentario N° 19111/53 sintetizados en la página 512.

- e) pueden enviarse libremente al exterior oro amonedado y billetes argentinos o extranjeros además de los títulos argentinos o extranjeros ingresados al país después del 27.10.55 o adquiridos en el país con fondos libres.
- f) es libre la salida de todo servicio financiero devengado a favor de extranjeros desde el 27.10.57 y las rentas de capitales extranjeros invertidos en la Argentina correspondientes a ejercicios vencidos a partir del 30.6.55.
- g) quedan sujetos a control con el propósito de ir liberándolos gradualmente, ~~los haberes extranjeros existentes~~ en el país al 27.10.55, inclusive los valores mobiliarios;
- h) los nacionales pueden disponer libremente de sus haberes en el exterior.
- i) la venta de billetes queda liberada de la restricción sobre fijación de precio máximo de venta.
- j) se autoriza la apertura de "Cuentas Libres" en pesos argentinos a nombre de residentes en el exterior por las que se podrán cursar sin restricciones, todas las operaciones de cualquier naturaleza que se realicen con fondos libremente disponibles.
- k) los fondos acreditados en cuentas extranjeras al 27.10.55 se mantienen bajo control, para lo cual sus saldos se transfieren a cuentas especiales llamadas "Cuentas Existentes al 27.10.55". La disposición e inversión de estos fondos debe ajustarse a los conceptos establecidos por la reglamentación (1). En septiembre de 1956 se autoriza a transferir a "Cuenta Libre" los saldos de las "~~Cuentas Existentes al 27.10.55~~" que correspondan a depósitos en efectivo de bancos del exterior

(1).- Los conceptos fijados en la primer reglamentación fueron ampliados el 11.12.56 por Circ. N° 2721.

y hasta \$ 50.000 cuando lo sean de entidades no bancarias y de particulares del exterior.

- 1) se permite abonar por el Mercado Libre el valor de importaciones de determinados artículos que no requieren permiso previo de importación.

## 2.- LA FINANCIACION DE LA BALANZA COMERCIAL.

Al comenzar el año 1956 el país se encontraba en una difícil situación monetaria, con escasas reservas y una fuerte deuda externa de exigibilidad a corto plazo.

No obstante, la política económica interna no siguió la línea de firmeza que parecieron indicar las primeras medidas de liberación. La situación política y gremial impidió la adopción de medidas antiinflacionistas que la técnica económica aconsejaba, y por consiguiente, el balance de pagos fué decididamente desfavorable:

### CUADRO N° 100

#### BALANCE DE PAGOS ARGENTINO EN 1956

(En millones de pesos a \$ 18,- por D1.)

Mercaderías	- 2.769
Gastos públicos	- 473
	- 3.242
Servicios financieros y varios	246
Aportes al Fondo Monetario y al Banco de Reconst. y Fomento	- 729
	- 3.725
Capitales privados	--
Amortización crédito bancario	- 174
Ajuste deuda comercial y varios	1.153
	979
Saldo neto	- 2.746
Con el área dólar	- 3.190
" " " de convenios bilaterales	456
Idem. multilaterales	- 12
	- 2.746

Fte.: Bco. Central de la Rep. Argentina - Memoria 1956

Nuestro país no ha sido nunca un centro financiero atractivo para los capitales a corto plazo que normalmente equilibrarían nuestro balance de pagos, y menos podía serlo en instantes en que se encontraba sumido en dificultades políticas y económicas. Lo habitual era lograr la nivelación con las reservas metálicas oficiales. Pero "el nivel crítico a que (éstas) llegaron debilitó notablemente el papel que ellas desempeñan como elemento compensador de los saldos negativos del balance de pagos" (1)

Sin embargo, en este caso esas reservas debieron soportar el grueso del déficit, producido con el área dólar: en tanto que en el área de las divisas bloqueadas el país continuó acordando créditos. El Ingreso de Capitales es nulo, y el "Ajuste de deuda comercial" debe atribuirse, como en años anteriores, a las importaciones con pago diferido.

Los escasos recursos metálicos del país, disminuidos aun más por las obligaciones pendientes de pronta exigibilidad, eran por demás insuficientes para afrontar las ingentes necesidades de importación de un país que tenía que renovar prácticamente todo su material de transportes, de producción de energía y sus plantas industriales, y que debían adquirir combustibles, repuestos y ciertas materias primas para mantener su estructura industrial.

Para posibilitar esas operaciones el país trató de obtener créditos a mediano y corto plazo. Comenzó por adherir al Fondo Monetario Internacional en septiembre de 1956, obtuvo préstamos oficiales del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y del Eximbank para financiar sus necesidades a mayor plazo, tales como las compras de material ferroviario, para la industria

(1) Banco Central de la Rep. Argentina. Memoria 1955, página 6.-

del petróleo, etc., y créditos bancarios privados a corto plazo de un consorcio estadounidense por Dls. 27 millones para financiar su comercio internacional (1).

Además suscribió un Convenio con países europeos instituyendo, en lugar de los Convenios bilaterales vigentes con ellos, un régimen multilateral de pagos. Por este sistema, denominado del "Club de París", la Argentina cursará sus pagos con Austria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Italia, Noruega, Países Bajos, República Federal de Alemania, Reino Unido, Suecia y Suiza en las monedas de cualesquiera de ellos, las que serán transferibles entre sí.

Sin embargo, las cuentas que se abran en los Bancos Centrales de esos países a nombre de la Argentina no podrán tener saldo deudor; es decir que no se le otorgan créditos oficiales de financiación. Por consiguiente los desequilibrios transitorios negativos de su balance de pagos deberán cubrirse con las existencias argentinas de divisas de cualquiera de los países del Club de París, provenientes de saldos favorables anteriores, y con los créditos privados que pueda obtener.

Las medidas y facilidades sintetizadas permitieron suavizar una estimación bastante pesimista del balance de pagos de 1957.

---

(1).- Grupos financieros de otros países han mostrado su interés o manifestado su disposición de reanudar la financiación del comercio argentino, suspendida varios años atrás.



## CUADRO N° 101

ESTIMACION DEL BALANCE DE PAGOS DE 1957  
(Mercado Oficial de Cambios)

	Estimación hecha	
	A principios de año (1)	En julio de 1957 (2)
	(en millones de Dls)	
Déficit total	- 209,2	- 74,9
Con el área dólar	- 249,8	- 120,9
Con el área multi lateral	58,3	6,-
Con otros países	- 17,7	- 35,-
Crédito del Fondo Monetario Inter- nacional		75,-

(1).- Informe del Gobierno Nacional sobre la situación económica a principios de 1957.

(2).- Informe del Ministerio de Hacienda (La Prensa, 23 de julio de 1957).

En estas estimaciones no se prevén ingresos de capitales privados. En cambio, buena parte del déficit con el área dólar previsto en la primera estimación se reduce por la posibilidad de desplazar compras a los países del área de pagos multilaterales y a la de pagos bilaterales incluida en "Otros Países". Ello sin contar con la reducción que permite el crédito del Fondo Monetario Internacional.

Por su parte el Banco Central mantuvo su política de adelantar fondos a los bancos para cubrir créditos documentarios de importación. En su memoria 1955 dice: "Cuando las líneas de crédito que las Instituciones Autorizadas posean en sus correspondientes en Estados Unidos se encuentren absorbidas por operaciones de esa naturaleza y no deseen, por otra parte, utilizar sus propios excedentes en dicho mercado para financiar el período que media entre las fechas de apertura y utilización de los cré-

ditos, el Banco Central les proveerá los dólares mediante operaciones de pase en el mercado libre, a la par, con interés del 4% anual y al plazo máximo de 180 días" (1).

### 3.- SALDOS ACUMULADOS

Al producirse los cambios políticos que inician este capítulo, existían en el país importantes haberes extranjeros.

#### CUADRO N° 102

#### HABERES EXTRANJEROS EN LA ARGENTINA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1955

<u>Tipo de Inversión</u>	<u>Millones de pesos</u>
1.- Valores mobiliarios de empresas de capital .	8.520,3
2.- Sociedades personales y otras empresas, excluido Sociedades por acciones .....	4.622,5
3.- Depósito en efectivo, en bancos y particulares .....	3.533,1
4.- Préstamos .....	449,8
5.- Valores públicos .....	229,6
6.- Inmuebles .....	162,3
7.- Otras inversiones ....	71,8
	<u>17.589,4</u>

Fte.: Banco Central de la República Argentina  
Memoria 1955 - Apéndice II.

Podríamos considerar a corto plazo los rubros 3, 4, 5 y parte del 1. Solamente los tres primeros representan más de \$ 4.000 millones. Teniendo en cuenta que las existencias netas de Oro y Divisas de todo tipo, según el balance del Banco Central al 31.12.55 alcanzaban apenas a \$ 1.374 millones y con ellas había que atender las urgentes necesidades de importación ya mencionadas, se explica que las autoridades hayan mantenido el blo

(1).- Banco Central de la República Argentina - Memoria 1955, página 40/1.

queo de los haberes extranjeros existentes en el país al 27 de octubre de 1955.

Otras obligaciones a corto plazo eran:

CUADRO N° 103

COMPROMISOS ARGENTINOS CON EL EXTERIOR

	<u>Millones de Dls.</u>
Saldos negativos de <u>Con</u> venios .....	233
Deudas por importacio- nes con pagos diferidos	409
Deuda al Eximbank	57
Varios	<u>58</u>
	<u><u>757</u></u>

Fte.: Informe del señor Asesor Económico y Financiero de la Presidencia de la Nación, Sr. Raúl Prebisch.-

De ese importe, en los años 1956 y 1957 era exigible la suma de Dls. 433 millones.

En negociaciones con los países acreedores por los saldos negativos de convenios de compensación, realizadas al constituirse el Club de París, la Argentina logró consolidar esa deuda, a 10 años con un interés promedio del 3,50% anual.

Las cuotas serán equivalentes a Dls. 50 millones anuales en los dos primeros años, Dls. 55 millones en los dos siguientes y Dls. 60 millones en cada uno de los restantes. El Convenio determina cómo se distribuirá cada cuota por países.

La deuda total así consolidada alcanza a Dls. ~~441,6~~ millones en la que se incluyen Dls. 196,7 millones de deuda comercial correspondiente a importaciones con pago diferido.

Los pagos que en cada año se efectúen por los vencimientos de estas importaciones se imputarán a la cuota anual de

amortización de la deuda argentina consolidada. El Gobierno argentino pagará cada año la suma faltante para completar la cuota respectiva.

En algunos años los pagos por importaciones diferidas a Francia y Alemania deberán ser mayores que la cuota de amortización de la deuda consolidada establecida por el Acuerdo. En esos casos el país acreedor se hace cargo del excedente, abonándolo al exportador de su país; el reembolso lo efectuará el Gobierno Argentino con las cuotas posteriores cuyos importes sean mayores que los pagos diferidos privados.

Es interesante observar el efecto de este sistema de pagos diferidos para la importación de bienes de capital que, a la postre se ha transformado en un medio de creación de un pasivo a corto y mediano plazo que pesa sobre el patrimonio argentino. El sistema de financiación es equivalente al de solicitar empréstitos en el exterior para abonar las maquinarias a importar y, como tal, requiere que se tenga en cuenta con qué recursos se ha de reembolsar. Quizás en este caso se ha pensado que el sistema era equivalente a la compra habitual de bienes de capital que se van pagando en cuotas con el producido de esos mismos bienes. Pero en el caso de las máquinas importadas debe observarse que, en gran medida, su producto es para consumo interno, con lo que se obtienen pesos moneda nacional, pero no divisas con qué pagar las cuotas al exterior. Caso distinto sería si esos equipos así importados produjeran bienes de exportación (1).

---

(1).- El argumento de que al producir el artículo en el país "ahorra divisas" no es totalmente exacto ya que la industrialización, a causa de la mayor demanda por el más alto nivel de vida que ocasiona requiere la importación de elementos de producción por mayor valor que las de bienes de consumo anteriores.

## 4.- SALIDA DE CAPITALES

En los dos años transcurridos desde el cambio de normas, el Gobierno Nacional ha debido afrontar serios problemas de orden político, económico y especialmente gremial. La intranquilidad y la incertidumbre han sido la tónica del período y la necesidad de sortear escollos internos y de evitar actitudes que pudieran resultar impolíticas, indujo a no tomar medidas serias contra la inflación, que continuó acentuándose. Ese estado de cosas no es propicio para la entrada de fondos y sí para su salida. Y ésta no ha tenido dificultades en producirse a través de un mercado libre total y absolutamente abierto.

Las cotizaciones de ese mercado han sido las siguientes:

CUADRO N° 104  
COTIZACIONES EN EL MERCADO  
LIBRE DE CAMBIOS  
(promedios mensuales)

M e s	1956	1957
	(pesos por dólar)	
Enero	39,63	37,98
Febrero	42,72	37,32
Marzo	40,80	39,36
Abril	39,87	40,72
Mayo	37,35	39,37
Junio	33,94	40,61
Julio	31,85	42,43
Agosto	30,65	43,62
Septiembre	31,49	44,96
Octubre	31,69	40,13
Noviembre	33,33	38,47
Diciembre	35,78	37,13

Fte.: Boletín de la Bolsa de Comercio  
de Buenos Aires.

No puede decirse realmente cuál fué la causa de ciertas alzas del dólar. En algunos casos han coincidido con crisis parciales del Gabinete, con rumores de alteraciones del orden o con

hechos que las hacían temer; no puede dudarse de que en estos casos pueden haber actuado las fugas de capital. En otros se ha atribuido a compras importantes en el exterior, especialmente oficiales, de mercaderías que debían abonarse a través del mercado libre. Aquí, si bien no hay fuga de capital, hay algo semejante en sus efectos sobre el mercado de cambios, que es la falta de capitales niveladores que, en un mercado normal, se hubieran sentido atraídos cuando el dólar había alcanzado un alza razonable.

En el último trimestre de 1957, el Gobierno argentino pareció abandonar su política un tanto vacilante y adoptar una decidida actitud antiinflacionista. Resolvió por la negativa un intento de aumento masivo de sueldos y salarios; anuló la nacionalización del crédito bancario que había sido el punto de partida de la política inflacionista del período anterior; restringió el uso de crédito para operaciones de cambio; dispuso que para realizar importaciones a pagar por el Mercado Libre de Cambios debía depositarse previamente, en efectivo, el 100% de su valor; y, por su parte, el Banco Central comenzó a intervenir en ese Mercado con fines de regulación.

Asimismo, al dictar la nueva Carta orgánica del Banco Central por la que quedó sin efecto su nacionalización, se reiteró la obligación de mantener reservas metálicas equivalentes al 25% de sus obligaciones y se lo facultó para fijar los porcentajes de efectivo mínimo, y usar otros instrumentos para la regulación monetaria y crediticia que le compete, entre los cuales se cuentan el control cuantitativo y cualitativo de los préstamos e inversiones de los bancos, la fijación de la tasa de redescuento, la determinación de las tasas máximas y mínimas de interés que podrán cobrar los bancos por sus créditos, la emisión de papeles

de absorción y la realización de operaciones de mercado abierto.

El resultado de ese conjunto de medidas puede apreciarse en el cuadro N° 104: a partir de septiembre el peso argentino se valoriza en forma pronunciada.

De todos modos, todavía no puede verse en ello una mejora permanente, ya que la contracción de la demanda de divisas en el Mercado Libre ha respondido principalmente a medidas internas y no a la acción de fuerzas normales de ajuste, como serían la contención de las importaciones, de los pagos al exterioro de fugas de capital por la baja del peso (1), o la atracción de capitales niveladores extranjeros, por la misma causa.

---

(1).- Este freno no actúa porque la situación de inflación interna todavía hace posible la demanda de artículos extranjeros con una cotización del dólar mayor de \$ 40,-

CAP. XLIII.- CONCLUSIONES

En general, la Argentina se ha caracterizado por la falta de un mercado financiero a corto plazo para financiar el intercambio. La participación de los bancos en esa tarea, estrechamente ligada al comercio de exportación, tiene una importancia pequeña en relación con la magnitud del comercio internacional argentino y tropieza con las limitaciones que caracterizan al negocio bancario. Virtualmente nuestro país descansa en sus reservas de oro y divisas para hacer frente a los desequilibrios de su balance de pagos.

Ello explica que en los períodos en que esas reservas se reducían haya tenido que recurrir a los más diversos procedimientos para sustituir a los ausentes capitales a corto plazo necesarios para afrontar, sin usar reservas, el pago de importaciones de artículos cuya falta hubiera paralizado la maquinaria económica nacional.

Los capitales de otro tipo han tenido características definidas. Es imposible en las estadísticas argentinas separar los movimientos de capital para inversión de los capitales flotantes. De todos modos se observa que el conjunto de ellos es favorable cuando también lo es el saldo de rubros corrientes, y desfavorable en el caso opuesto. Carecen de la cualidad niveladora. Solo han sido equilibradores en el período 1946/1955 cuando han respondido, no a un ingreso espontáneo movido por razones especulativas, sino al cumplimiento de regulaciones oficiales tales como las importaciones "sin uso de divisas" o "como inversión de capital". Pero si tenemos en cuenta que esas operaciones se han financiado con divisas adquiridas en el Mercado Paralelo, y suponiendo que éstas provienen de la alteración dolosa de los valores de mercaderías cuyo pago o cobro se cursaba por el Mercado Oficial, aquel ingreso compensador de



capital es ficticio, y solo responde a una deformación contable, ya que la mercadería importada "sin uso de divisas" ha sido pagada realmente con divisas del Mercado Oficial.

Desde 1927 a 1957 la política argentina sobre movimientos de capital ha fluctuado constantemente, pasando por distintos métodos:

- a) conversión monetaria (1927 a: 1929).
- b) inconversión con libertad de transferencias (1930-1931).
- c) control de cambios rígido (1932-1933).
- d) libertad de transferencias por un mercado de cambios aparte y con control sobre los efectos de los movimientos de capital (1934-1945).
- e) nuevo control directo, permitiendo ingresos pero prohibiendo egresos de capital (1946-1956).
- f) libertad casi absoluta de transferencias (1955/57).

Peró el país ha vivido, especialmente desde 1930, períodos de inestabilidad política, económica y social.

Los desplazamientos de fondos de orden desequilibrador que han sido su consecuencia han puesto a prueba los distintos regímenes de control y mostrado sus limitaciones. Los sistemas de libre transferencia no han soportado las salidas masivas de capital. Los de control directo y cerrado no han podido impedir los mercados negros.

El único sistema que parece haber actuado más o menos felizmente ha sido el de 1934-1946 cuyo funcionamiento se vió facilitado por las circunstancias, pues comenzó absorbiendo ingresos que le permitieron afrontar las salidas de 1937/38; y luego porque éstas se detuvieron con motivo de los ingresos de fondos en busca de refugio al estallar la segunda guerra mundial.

Pero no pueden ocultarse sus limitaciones ante la imposibilidad de establecer un Mercado Libre totalmente autónomo, es decir exclusivamente para capitales; de aislar del mercado monetario general a los fondos ingresados; de ampliar la capacidad neutralizadora de los medios de absorción de fondos y de seguir una política de crédito adecuada cuando está en pugna con los intereses de actividades económicas fundamentales del país.

En cuanto al último período, sorprende que se haya pasado bruscamente de un sistema totalmente cerrado a uno totalmente libre, sin traba alguna para los capitales flotantes, cuando hasta los acuerdos de Bretton Woods, a los que la Argentina acababa de adherir, permiten su control.

Sobre todo, si se considera que es un período con autoridades gubernamentales provisionales y la experiencia nos dice que las épocas similares han sido de fuga de haberes al extranjero.

Ello es más sorprendente por cuanto las autoridades argentinas mantienen el bloqueo de los capitales extranjeros ingresados anteriormente, que constituyen un pasivo real y legítimo, para que su exportación no presione sobre las reservas o sobre el Mercado de Cambios argentino.

A mediados de 1957, se adoptan medidas tendientes a contener la inflación y a frenar la demanda de divisas en el Mercado Libre, particularmente por importaciones, que contribuyen a valorizar el peso argentino. Pero ninguna de esas medidas afecta, por lo menos en forma directa, a la salida de capitales.

534  
bis

P A R T E   I V

C O N C L U S I O N E S

PARTE IVC O N C L U S I O N E SCAP. XLIV.- EL ESTUDIO DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL A CORTO PLAZO

## 1.- IMPORTANCIA DE ESTOS MOVIMIENTOS.

Los traslados de capital a corto plazo constituyen un rubro dentro del balance de pagos que, hasta determinado momento no recibió una consideración especial. Era simplemente el rubro "residual" en ese balance, el renglón que, obtenido por diferencia, procuraba su equilibrio aritmético. Más aún, en los balances no aparecía por separado, y el propio Haberler expresaba que "solo deben incluirse en los balances de pagos los saldos del movimiento de capitales a largo y corto plazo" (1).

Es cierto que en su función niveladora, los capitales a corto plazo resolvían un importante problema al evitar los desplazamientos de metálico. Pero su trascendencia no se ponía en evidencia debido a su funcionamiento automático a través de un mecanismo especializado creado y perfeccionado por la banca inglesa que, con solo modificar las tasas de interés, lograba atraerlos o rechazarlos.

Los regímenes monetarios ordotoxos, por otra parte, permitían el juego de este mecanismo, al influjo de las fluctuaciones en el valor de las monedas que hacían posible la especulación y contribuían con ello a desplazar fondos hacia donde eran necesarios.

Pero, al producirse la crisis mundial del año 1930, se alteran las condiciones de orden imperantes. A la crisis económica se agregan, como consecuencia, crisis políticas y sociales. Se produce una cada vez más intensa intervención del Estado en las actividades

---

(1).- Haberler G. - "El Comercio Internacional", pág. 19.

económicas y los capitales privados modifican su comportamiento. En lugar de trasladarse hacia donde son requeridos para producir equilibrio, lo hacen en sentido contrario, en forma intempestiva, creando o agudizando los desequilibrios. Se hace entonces indispensable recurrir a las reservas metálicas de cada país para afrontarlos. Recién se adquiere plena conciencia del valor de ese rubro casi indefinido del balance de pagos. Su ausencia como renglón nivelador y su aparición como desequilibrador hacen comprender el papel fundamental que cumplía.

A ese doble fenómeno debe atribuirse en gran parte que se haga visible la pequeñez de las reservas nacionales de oro y divisas y que los gobiernos nacionales deban lanzarse en procura de sustitutos de los capitales equilibradores cuando no los podían atraer, y de frenos a los desplazamientos anormales.

En síntesis, podríamos decir que el problema de los movimientos normales de capital a corto plazo es el problema de la financiación internacional en general; el de los movimientos anormales es el de un caso particular, crítico o agudo de ese problema.

## 2.- OBJETIVOS DE ESTE ESTUDIO.

En el presente trabajo hemos hecho la separación de los movimientos normales y anormales, tratando de deducir:

- a) Con respecto a los "normales", si han cumplido con su función mientras han existido, respondiendo a qué factores, y qué éxito se ha obtenido en el empeño de atraerlos o sustituirlos cuando se han retraído;
- b) En cuanto a los "anormales", por qué se han producido y qué métodos han sido eficaces para impedirlos o neutralizarlos.

En sus distintos capítulos hemos tratado de seguir el proceso histórico de los movimientos, sus efectos y la actitud de los Gobiernos frente a ellos, observando lo ocurrido en los países que fueron el centro de los traslados y en las distintas etapas en que hemos podido dividir el lapso cubierto por los últimos 30 años basándonos en aspectos definidos que hacen a nuestro trabajo.

De lo expuesto en esos capítulos surgen también las conclusiones que, por razones de orden y mejor comprensión creímos conveniente ir expresando a medida que desarrollamos la narración de hechos y políticas.

De allí que esta Parte IV sobre Conclusiones Generales del trabajo, no tenga más pretensión que la de ser una recopilación sintética de lo ya dicho.

## CAP. XLV.- LOS MOVIMIENTOS NORMALES

### 1.- FUENTES

Los movimientos equilibradores de capital a corto plazo, están principalmente ligados a la financiación del comercio internacional, y, en menor grado, a la especulación puramente financiera.

Como financiadores del comercio internacional constituyen un negocio bancario.

Cuando Londres era el centro financiero del mundo las Casas Descontatarias operaban a través de la aceptación de letras que cubrían importaciones y exportaciones. Utilizaban para ello fondos obtenidos en préstamos bancarios.

En los otros países, el negocio del descuento de letras ha estado prácticamente a cargo de los bancos. En estos casos, la tenencia de letras reduce el encaje de esas instituciones, lo que constituye un tope para la realización de estas operaciones.

Durante el período del patrón oro los movimientos financiadores del comercio han respondido a los atractivos de posibles beneficios derivados de la fluctuación en el precio de las monedas o de la diferencia entre las tasas de interés vigentes en dos mercados financieros.

Después del año 1930 el temor y la desconfianza, así como las trabas resultantes de los controles económicos, prácticamente paralizaron la acción de estos capitales privados. Si algunos traslados han existido, han quedado disimulados en las estadísticas por los grandes movimientos anormales que constituyen el tipo de capital a corto plazo predominante.

## 2.- ALCANCE DE SU FUNCION EQUILIBRADORA

Se dice que los capitales a corto plazo tienen por función producir el ajuste a corto plazo del balance de pagos, ocasionando su equilibrio y poniendo en juego fuerzas que tienden al ajuste a largo plazo.

Creemos que esa forma de explicar el fenómeno induce a confusión.

A nuestro juicio, los movimientos normales solo cumplen una función de nivelación transitoria del balance de pagos. Contribuyen a reducir y, a veces, a suprimir los pagos en metálico, por un proceso de postergación de pago o de sustitución de acreedores, ayudando así a los países deudores a obtener mayor rendimiento de sus reservas áureas, muchas veces insuficientes.

Pero nada tienen que hacer con el equilibrio a largo plazo. Constituyen un mero paliativo de carácter transitorio.

En un caso hipotético de falta total de movimientos de capital a corto plazo, el efecto de las entradas o salidas de oro (en un régimen de patrón oro) o la presión sobre la moneda nacional (en un régimen de inconvertibilidad) ponen en juego fuerzas que impulsan el ajuste.

Los traslados de capital a corto plazo, según creemos haber visto, no agudizan sino por el contrario suavizan las reacciones a través de las cuales el mecanismo operativo normal promueve el equilibrio.

Si por fallas de fondo, el equilibrio estructural no tiene lugar, los capitales a corto plazo no pueden continuar soportan



do sobre sí el peso del desequilibrio y, al retornar al punto de partida, no hacen sino agravarlo (1).

Este hecho ha sido claramente comprobado al aplicarse sistemas de financiación oficiales, en sustitución de los capitales privados. Los Fondos de Estabilización, el Fondo Monetario Internacional, los márgenes de crédito de los Convenios de Compensación Bilateral y Multilateral han mostrado su insuficiencia ante sostenidos desequilibrios de los balances de pagos, y su incapacidad para promover de alguna manera las fuerzas que debían eliminarlos; por el contrario, algunos de esos sistemas han dificultado el funcionamiento de esas fuerzas.

Otro aspecto que surge del estudio hecho, es que la nivelación del balance de pagos por los capitales a corto plazo debe referirse al balance global de un país.

El análisis de balances parciales (por países o regionales) muestra que, por lo general, los movimientos de oro no pueden eliminarse y que la compensación se produce en el conjunto.

La aplicación de este principio le permitió a Gran Bretaña durante la vigencia del Patrón Oro, actuar como redistribuidor mundial del oro nuevo; lo hemos visto surgir también al estudiar el fenómeno en Canadá y en la Gran Bretaña de post-guerra, en la que este país paga sus compras en divisas libres y cobra sus ventas en £ bloqueadas. Este principio ha sido también el que ha hecho fracasar a la compensación bilateral como factor de equilibrio en sustitución de los capitales privados; ha impedido la acción de los capitales

---

(1).- Agréguese que, después de 1930, frente a desequilibrios fundamentales, los Gobiernos reaccionaron mediante la adopción de medidas de intervencionismo que contribuyeron a ahuyentar a los capitales privados.

privados en un régimen de pagos bilateral, en tanto que el multilateralismo permitió su reaparición; y ha debido ser reconocido implícitamente, al sustituir el bilateralismo por el multilateralismo. El último sistema de este tipo, el Fondo Europeo, presta oro a corto plazo para cubrir desequilibrios transitorios en el balance de pagos global del país beneficiario.

Una de las condiciones propicias para poder contar con capitales equilibradores es que el país deudor resulte atractivo por las perspectivas de obtener utilidades en él o por el grado de tranquilidad o confianza que infunde. La acción de los capitales privados difiere entre países que pueden considerarse plazas financieras de alguna importancia y las que carecen de todo interés para los inversionistas, ya sea porque no tienen una organización informativa aceptable o un mercado donde invertir el dinero prestado, porque sus tasas de interés son bajas en relación con el riesgo a correr, o por la existencia de factores internos-económicos o extraeconómicos- que despiertan desconfianza. Dando por admitida una existencia limitada de capitales privados disponibles, éstos seleccionan los mercados en que han de colocarse.

### 3.- LOS MOVIMIENTOS ESPECULATIVOS

Muchas veces, en los últimos 25 años, un movimiento desequilibrador de capital ha sido atribuido a la especulación.

Los movimientos especulativos de capital, atraídos por tasas de interés o tipos de cambio que permiten prever la obtención de una utilidad a breve plazo, se suponen equilibradores.

En efecto, cuando estos fondos nivelan el balance de pagos, el efecto interno del ingreso o egreso altera la tasa de interés o el tipo de cambio que era el motor del movimiento, hasta que

éste se detiene y, aún, se invierte.

Pero, en los años vividos, las tasas de interés y los tipos de cambio han sido fuertemente influidos, cuando no fijados estrictamente, por las autoridades nacionales respectivas. En esa forma han perdido flexibilidad y no reaccionan frente a los movimientos de capital. Ante perspectivas o rumores de modificación oficial de los tipos de cambio, tienen lugar corrientes de capitales, en dinero o por la postergación o anticipo en el pago de mercaderías. Al no producirse la reacción cambiaria esperada, resulta que han tenido lugar traslados que, de otra forma, no se hubieran producido; o bien, los capitales continúan su desplazamiento más allá de lo que debió ser si las tasas o tipos hubieran reaccionado naturalmente.

En síntesis, estos capitales se han movido por atractivos supuestos, por motivos artificiales, y así han alcanzado el grado de desequilibradores.

## 5.- LA ACCION OFICIAL

Después de 1930, el campo de la nivelación de los balances de pago se ve dominado totalmente por los esfuerzos gubernamentales para atraer o sustituir a los capitales privados, con el propósito de financiar su comercio internacional indispensable, o nivelar su balance de pagos, sin girar sobre sus ya magras reservas de oro y divisas.

Con tal motivo el mundo ha visto la aplicación de variados métodos, algunos de orden interno y otros que fueron el resultado de la cooperación internacional.

Podemos mencionar como elementos utilizados; el manejo de las tasas de descuento, la regulación de los cambios por medio de los Fondos de Estabilización, la utilización de créditos oficiales entre

naciones o por organismos internacionales especializados, tales como los márgenes acordados por los Convenios de compensación bilateral y multilateral, los préstamos del Eximbank y del Fondo Monetario Internacional (1).

Por último, el procedimiento extremo fué el del control de cambios por el que se constriñe la cifra de pagos al exterior al nivel de los cobros desde el exterior.

Los métodos de atracción de capitales por el manejo de la tasa de descuentos y por la regulación de los tipos de cambio, tuvieron éxito en los períodos que podríamos llamar tranquilos o normales. Pero cuando el panorama financiero internacional se complica hasta perder su estabilidad, los capitales dejan de responder a esos medios.

Los restantes pueden considerarse ensayos sucesivos que el mundo ha realizado en su andar a tientas en busca de solución al problema de la financiación internacional. Ello dice que su resultado no ha sido exitoso.

Los convenios de compensación bilateral han constituido el método que ha permitido salvar los peores momentos a los países fuera del área del dólar. Pero ha creado los graves problemas de las divisas bloqueadas con los riesgos consiguientes, el problema de su desbloqueo ulterior y, en definitiva, la muestra de su incapacidad para equilibrar el balance de pagos. Hacen necesaria la implantación de un control de cambios para orientar el comercio hacia el otro país contratante, generalmente contra las conveniencias económicas naturales; y la monopolización por el Estado de la adquisi-

---

(1).- Sin contar los medios para la financiación de largo aliento de guerra y post-guerra, como fueron el Lend-Lease Agreement, las £ bloqueadas, el Empréstito Americano a Gran Bretaña y el Plan Marshall.

ción y venta de las "divisas de cuenta" con tipos de cambio fijos, todo lo cual traba el movimiento de capitales privados.

El motivo que hizo necesaria la aplicación de estos convenios de compensación ha sido quizás también la causa del fracaso de los otros sistemas. Ha sido, en realidad, la llamada "escasez de dólares" la que ha impedido, por ejemplo, al Fondo Monetario Internacional funcionar con flexibilidad, desde que puede afirmarse que esa divisa era la única solicitada. La post-guerra ha visto a la mayoría de los países con necesidades enormes de productos, tanto para la reconstrucción, como para atender la demanda interna de consumo agudizada por el exceso de liquidez monetaria mantenida como política oficial. Pero el único país capaz de proporcionar esos productos era Estados Unidos, de modo que las reservas de oro y dólares de los compradores se agotaron prontamente.

Se trataba, entonces, de un desequilibrio fundamental, que no podía ser resuelto con paliativos como los capitales a corto plazo o sus sustitutos oficiales.

El multilateralismo se aplicó en momentos en que la reconstrucción estaba virtualmente terminada y la actividad económica europea reactivada; y proveyó de los medios operativos necesarios para promover el comercio dentro del área de la Unión Europea de Pagos, (excluyendo así al área dólar) y lograr una compensación regional. La aplicación de este método permitió liberalizar las operaciones de cambio y las autoridades de varios países comprendidos en el acuerdo readoptaron las políticas de la tasa de descuento y de mercado abierto para regular su situación monetaria. Al amparo de esta situación se ve reaparecer a los capitales privados a corto plazo en su función equilibradora.

En cuanto al Control de Cambios como medio de forzar el equilibrio es, no obstante, la negación de ese equilibrio en su verdadera acepción económica, y la prueba de la falta de capitales o sustitutos que lo provoquen. Y, además, es un medio que contribuye a ahuyentar a los capitales, aún cuando solo tenga por objeto trabar a los movimientos anormales o indeseables de capital. Desde el punto de vista administrativo es muy difícil distinguir, en muchos casos, la verdadera naturaleza de los fondos que se desplazan, por lo que el obstáculo se hace general y, en lugar de obstruir los traslados indeseables (que a la postre se realizan por vías clandestinas), se obstaculiza a los movimientos necesarios para financiar el comercio normal.

No es necesario para ello la negativa del funcionario a autorizar movimientos cuyo objetivo no le resulta claro. Basta con la demora en que se incurre habitualmente en los trámites de consideración y autorización, incompatible con las necesidades del comercio.

##### 5.- LA ARGENTINA Y LOS MOVIMIENTOS NORMALES.

Los capitales a corto plazo equilibradores no han jugado un rol muy importante en nuestro país.

Las estadísticas parecen mostrar una correlación entre ciertos saldos bancarios y las cifras de las exportaciones, como para hacer pensar que los bancos argentinos toman a su cargo la financiación de una parte de las ventas al exterior. Pero la Argentina no tiene un mercado de capitales organizado y solvente para financiar ese comercio, y los bancos ven limitadas sus posibilidades por la necesidad de mantener su equilibrio financiero.

No podemos omitir aquí, la mención de la financiación de nuestra producción por grandes empresas cerealistas, cuando las normas sobre cambios y sobre comercialización de frutos del país le permitían actuar libremente.

En cuanto a la financiación de importaciones argentinas-- por entidades extranjeras no poseemos estadísticas, pero desde la vigencia de dichas normas, puede considerarse de poca importancia (1).

En general podemos afirmar que la República Argentina ha debido hacer descansar la nivelación de su balance de pagos en sus reservas metálicas. De modo que cada vez que una caída de sus exportaciones redujo sus disponibilidades debió recurrir a medidas extremas para contener los pagos al exterior.

Después del cierre de la Caja de Conversión existen como ejemplos las importaciones impagas liquidadas luego por los Empréstitos de desbloqueo, el Control de Cambios y el depósito en efectivo del valor de ciertas importaciones antes de su despacho a plaza.

Durante la guerra, su condición de exportador de artículos esenciales para los países beligerantes y la falta de importaciones le permite desenvolverse sin problemas de financiación. En cambio financia sus envíos al exterior acordando a los países compradores fuertes créditos oficiales en forma de saldos acumulados de divisas de compensación.

Después de la II Guerra Mundial, sigue una política interna de inflación, de nacionalización de empresas y de industrialización "a outrance", que provocan el agotamiento de sus reservas metálicas.

---

(1).- La constante preocupación de las autoridades bancarias por facilitar la cobertura anticipada de los créditos documentarios de importación, indica que los créditos extranjeros no existen.

Se encuentra así con la falta del elemento básico para atender sus pagos internacionales y sin poder contar con el recurso del crédito privado a corto plazo.

Debe recurrir entonces a los créditos oficiales extranjeros mediante convenios de compensación bilateral e implantar un Control de Cambios rígido para orientar las compras hacia esos países en la mayor medida posible y limitar las importaciones desde el área dólar a sus disponibilidades en divisas libres.

Después de 1955 la Argentina adhirió a los acuerdos de Bretton Woods y suscribió un convenio de compensación multilateral con un grupo de países europeos llamado Club de París.

Este Convenio no provee a la Argentina de créditos oficiales para la financiación transitoria de sus balances de pago. Podrá hacerlo con los saldos que haya acumulado con cualquiera de los países integrantes del Club de París, y con crédito privado, bancario o no.

Pero, lo mismo que en el caso de los capitales privados a corto plazo, esas facilidades solo serán un simple paliativo de corta duración, si la estructura de la economía argentina no sufre las modificaciones que sean necesarias para que los términos de su comercio internacional alcancen los valores relativos requeridos para el logro del equilibrio dinámico en los pagos internacionales argentinos.



## CAP. XLVI.- LOS MOVIMIENTOS ANORMALES DE CAPITAL.

### 1.- NATURALEZA Y TIPOS

Dentro de este rubro se incluyen aquellos desplazamientos internacionales de fondos, de carácter masivo, que en lugar de nivelar el balance de pagos ahorrando oro y divisas, producen su desequilibrio y la necesidad de utilizar esas reservas para afrontarlo.

Se trata por lo general de fondos líquidos, es decir, que se los mantiene en depósitos a la vista o en inversiones fácilmente liquidables, que en cualquier momento emprenden la retirada. Pueden pertenecer a Gobiernos extranjeros o a entidades privadas o personas residentes en el exterior, y provenir de envíos desde el exterior o de fuentes internas.

Dentro de esta categoría hemos hallado tres tipos:

- a) capitales especulativos;
- b) la acumulación de saldos extranjeros, generalmente de propiedad oficial;
- c) los capitales flotantes.

A la característica desequilibradora que han adquirido en los últimos años los capitales especulativos -antes equilibradores- nos hemos referido en el punto 3 del Capítulo anterior. En éste solo trataremos los otros dos.

### 2.- FORMAS DE TRANSFERENCIA.

Las formas que adquieren los desplazamientos de fondos de esta clase, particularmente las fugas de fondos flotantes, son diversas pero, considerando al país que pierde o gana el capital y no al individuo titular del mismo, puede afirmarse que el movimiento real neto de fondos solo tiene lugar cuando se envían mercaderías cuyo

valor en divisas no se transfiere total o parcialmente y cuando se efectúan con oro y divisas que forman parte de las reservas metálicas del país.

La transferencia con divisas de pertenencia de bancos comerciales produce la compensación por el ingreso del capital que las mismas representan, pero pueden considerarse en una posición intermedia pues dada la condición reglamentaria de un banco, sus divisas están potencialmente a disposición de las autoridades nacionales y, al pasar a pertenecer a entidades privadas, salen de ese control.

Las demás formas de transferencias no producen movimientos netos pues hay compensación entre un ingreso y un egreso. Este es el caso de los Mercados Negros de cambio. El egreso del capital se ha producido con anterioridad, por lo general en forma de mercaderías o de reservas metálicas del país; su negociación en el mercado negro significa su retorno compensando un segundo egreso.

Se confirma el principio de que "las remesas unilaterales de valores (pagos autónomos) no se pueden realizar más que con mercaderías o servicios" (1).

### 3.- LOS HABERES ACUMULADOS

Originalmente los saldos acumulados en cuentas extranjeras tenían sus principales fuentes en el producto de empréstitos a largo plazo y, más tarde, al difundirse el Patrón Cambio Oro, en el depósito de divisas por los Bancos Centrales del exterior.

---

(1).- Haberler G. "El Comercio internacional" pág. 84. El oro y divisas que constituyen las reservas de un país, representan mercaderías y servicios exportados con anterioridad.

A partir de 1930 se ha observado una innovación importante. Aparecen entre las fuentes, los saldos de divisas bloqueadas en virtud de los Convenios de Compensación, los de cuentas pertenecientes a organismos internacionales tales como el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y el Fondo Monetario Internacional, los importes de grandes donaciones (como el Plan Marshall), de obligaciones internacionales impagas y las masas de fondos flotantes a que nos referimos especialmente en el punto 4.

Los dos casos mencionados en primer lugar, producto de empréstitos y mantenimiento de saldos oficiales, pueden considerarse autónomos, en el sentido de que su retiro depende de la voluntad del país titular de los fondos y no de un acuerdo previo entre ambos países.

Con respecto a ellos se ha observado:

- a) su superposición con los movimientos normales introduce en las estadísticas un factor de confusión. En efecto, frente a bajas en las tasas de interés han aparecido crecimientos en los saldos extranjeros en cuenta bancaria, cuando se suponía una salida de fondos. La contradicción se explica porque:
  - 1.- ante la baja tasa de interés se piden préstamos a largo plazo cuyo producido se mantiene depositado en cuenta para su transferencia a breve plazo;
  - 2.- si los fondos se mantenían invertidos en valores bursátiles, el menor rendimiento de los papeles induce a los inversores a liquidarlos antes de que su cotización baje demasiado (1).

(1).- Este hecho es aplicable también a los depósitos de fondos flotantes a los que alcanza el concepto de autónomos.

- b) los saldos oficiales en divisas, acumulados para atender vencimientos próximos o para respaldo por aplicación del Patrón Cambio Oro también induce a error en las conclusiones porque, por su importancia, ensombrecen a los movimientos normales, y sus desplazamientos responden a decisiones de las autoridades del país titular que, por lo general, no se guían por las tasas de interés o los tipos de cambio.
- c) el mantenimiento en cuenta a corto plazo del producto de empréstitos a largo plazo, por voluntad del prestatario, actúa como factor compensador en el balance de pagos.

Los fondos acumulados correspondientes a las formas aparecidas después de 1930, con excepción de los fondos flotantes, resultan en general de acuerdos internacionales o de concesiones oficiales del país en que se encuentren los saldos. En todos esos casos se ha previsto la forma y graduación de su retiro, para impedir un desplazamiento brusco.

La acumulación de libras esterlinas bloqueadas durante la Segunda Guerra Mundial puede considerarse un caso intermedio. Fué una importante suma acreditada al exterior por acuerdo expreso o tácito entre Gran Bretaña y sus proveedores, pero sin fijar forma y plazos de pago. Al terminar la guerra se buscó una solución también intermedia. Ni consolidación ni cancelación inmediata; simplemente el uso para pagos a Gran Bretaña. Los acreedores buscaron de reducir esos saldos haciendo compras y pagos, en tanto que el deudor debió pagar las suyas en oro y divisas libres. Ello provocó la inconvertibilidad de la £ en 1947 ya que, observando el balance conjunto como corresponde, aquel mecanismo significaba el pago de los saldos bloqueados, mediante oro y divisas libres.

#### 4.- LOS CAPITALS FLOTANTES Y LA EFICACIA DE LAS MEDIDAS DE CONTROL.

Los movimientos de fondos erráticos, típicamente desequilibradores, han sido la característica de los años transcurridos entre ambas guerras mundiales y aparecieron en numerosas oportunidades en el período de post-guerra. Dejando de lado a los movimientos especulativos desequilibradores a los que mencionamos en otro punto, podemos aceptar que los fondos flotantes son aquellos que se han trasladado sin consideración a las tasas de interés ni a los tipos de cambio. Se han movido buscando refugio frente a la expectativa de situaciones de riesgo derivados de posibles perturbaciones políticas, sociales, económicas o bélicas.

Sus desplazamientos intempestivos crean serias perturbaciones monetarias: los ingresos, porque provocan una política de expansión sobre una base transitoria, y las salidas porque presionan sobre la capacidad de pagos internacionales del país exportador y sobre la liquidez de los bancos.

Desde que los movimientos han adquirido importancia, el mundo ha visto aplicar todos los métodos enumerados en el Capítulo X. Pero su eficacia ha sido muy relativa ya que las causas que han impulsado a los capitales son más fuertes que el quebranto que el titular debiera experimentar al afrontar la elusión de las medidas.

Así, no han respondido ni la inconvención ni la devaluación. Los Fondos de Estabilización y el uso de las reservas oficiales con fines de regulación, tienen el límite de la magnitud de los recursos disponibles, lo mismo que las operaciones de mercado abierto para regular el flujo monetario interno.

El alza de la tasa de descuento no atrae capitales que huyen por miedo; por el contrario, frente a esa alza, la fuga puede acelerarse.

Además se ha comprobado, tanto al exponer los hechos de Estados Unidos, como de Gran Bretaña o Argentina, que la política de crédito que hubiera debido seguirse en determinados momentos frente a la tendencia de los desplazamientos de capital, estaba en pugna con los intereses o necesidades de las actividades internas y debió sustituirse por la opuesta.

Ya que nos referimos a la política de crédito y a la posibilidad de la regulación del circulante interno, es interesante destacar que se ha vinculado la fuga de fondos con el exceso de liquidez interna. El exceso de liquidez crea el vehículo para el traslado, pero no es su causa. La causa es el temor a sufrir quebrantos. El exceso de liquidez puede ser creado por una política interna inflacionista, manteniéndose una tasa de interés artificialmente baja. En ese caso las fugas son causadas por el temor a las posibles consecuencias de esa política; la abundancia de dinero en circulación no hace sino facilitarla. Recuérdese que en diversas oportunidades Estados Unidos tuvo liquidez excesiva y sin embargo los capitales no fugaban sino que ingresaban porque la situación era más segura allí que en el exterior.

La neutralización de los fondos a su ingreso parece un buen sistema, tal vez mejor que el control de salidas por cuanto impide tanto los efectos primarios como secundarios de aquella entrada. Pero requiere la implantación de un control de cambios, aunque solo sea para obligar a depositar el valor de las divisas que se reciben o de las importaciones que no se pagan.

El confinamiento de las operaciones de capital en un mercado de cambios especial ha sido otra de las medidas aplicadas. Puede tener su eficacia, pero no impide los efectos internos de los movimientos de capital y, a través de esos efectos, influye en la ci-

fra de importaciones que deberán pagarse por el Mercado Oficial. Agréguese que la aislación nunca es completa pues por ese Mercado Libre suelen cursarse ~~asimismo~~ operaciones que no son remesas de capital. Todo ello, además del efecto psicológico que producen sus fluctuaciones, sobre todo cuando trasuntan una caída de la moneda nacional.

El Control de Cambios, con mayor o menor amplitud, ha sido el medio quizás más aplicado para contener los desplazamientos de capital. Los Acuerdos de Bretton Woods admiten su utilización. Pero es difícil aplicarlo en forma absoluta, y siempre hay filtraciones y operaciones no registradas que aparecen en el "rubro residual" del balance de pagos del país en que ese control no existe.

Han existido diversos criterios en materia de control de cambios que se han traducido en su amplitud o grado de detalle.

En principio, el control directo sobre capitales obliga a centralizar todas las tenencias en divisas y a controlar la realización efectiva de los pagos de importaciones y exportaciones, así como de la exactitud de los valores facturados. La tendencia más moderna es a permitir la libre entrada de capitales extranjeros y a condicionar su salida (lo que es insuficiente porque no impide los efectos secundarios), y a prohibir la salida de los capitales nacionales. Este control se hace efectivo sobre las operaciones del mercado negro aún cuando no hay una salida neta de capitales, pues se evita la especulación con sus efectos psicológicos y, al dificultar sus operaciones, puede llegar a desanimar las fugas previas de capital que proveen las divisas para negociar en dicho mercado.

Ya hemos dicho que el control de cambios, al parecer único medio de acción más o menos eficaz, tiene el inconveniente de que perturba el juego de las transacciones normales, ya que no es posi-

ble ~~hacer~~ de antemano discriminaciones precisas entre lo que es normal y lo que no lo es.

Pero, sin duda, las causas que motivan estos movimientos son más fuertes que su control. De allí que nada mejor para impedir lo que combatir sus causas. Las perturbaciones en el comercio internacional o en la economía interna; la intervención gubernamental que hace presumir medidas que no conciben con el interés de los capitales y que, al estar muchas veces en pugna con los principios económicos, falsean las previsiones y dan pábulo a rumores; las amenazas de guerra; la inestabilidad de los gobiernos; los inconvenientes de orden laboral, etc., son algunos de los factores que han provocado las fugas de capital. Su detención solo será posible ante el imperio de la armonía internacional y la confianza en los órdenes nacionales.

La tendencia actual en esta materia parece ser, a medida que se logra el mejoramiento económico, la de ir suprimiendo los controles de cambio y sustituyéndolos por las técnicas clásicas de la tasa de interés y las operaciones de mercado abierto. Pero la supresión de los controles no sería una cuestión de principios sino de oportunidad. Los países proceden a liberar sus mercados de cambios por haber llegado a una situación admisiblemente buena en su economía y en sus reservas metálicas. Pero no tendrán ningún impedimento en reimplantar los controles si la situación se invierte y las fugas se reanudan.



**CAP. XLVII.- CAPITALES A CORTO PLAZO Y RESERVAS METALICAS****1.- NECESIDAD DE LAS RESERVAS METALICAS**

En razón de que los capitales a corto plazo han sido, tradicionalmente, los que han reducido la necesidad de trasladar oro para cancelar los saldos del balance de pagos, cabe preguntarse si un régimen normal y ampliamente difundido de capitales de ese tipo haría innecesario el uso del metálico.

Debe partirse del principio de que las fluctuaciones de los balances de pagos son inevitables. ¿Pueden los movimientos de capital a corto plazo cubrir un desequilibrio hasta que se produzca el desequilibrio en sentido opuesto?

En la realidad los saldos de los balances de pago fluctúan en sentidos y magnitudes que no siguen una ley precisa. Juegan dentro de él muchos factores imprevistos que afectan sus distintos rubros y alteran el lapso en que se cumple su ajuste. Los capitales equilibradores son a corto plazo; cumplido éste, se retiran aunque el ajuste no esté logrado y quizás, movidos por el factor perturbador que produce aquella demora.

Por otra parte, esos traslados de fondos no pueden forzarse, dependen de la voluntad de sus titulares, del atractivo que se les ofrezca y de los capitales disponibles.

A lo largo de nuestro análisis vimos que nunca han existido compensaciones totales de los saldos de los balances de pago por obra de los capitales a corto plazo.

Es decir: no puede contarse siempre con la existencia de capitales niveladores y, cuando existen, no puede esperarse una nivelación total.

En los últimos 30 años no se han presentado las condiciones necesarias para el juego normal de los capitales a corto plazo y cuando éstos actuaron, solo cumplieron parcialmente su misión. Pero durante ese lapso también han faltado reservas metálicas, pues en su mayor parte se hallaban concentradas en un solo país. Esa doble situación permitió vivir una experiencia interesante. Los países trataron de sustituir ambos medios por la financiación oficial internacional. La eficacia muy relativa de ésta ha demostrado que sólo puede actuar como solución de emergencia, pero no es posible apartarse de los medios clásicos como sistema normal y corriente.

Además, el concepto de equilibrio se refiere siempre al balance de pagos general y anual. No se han podido impedir pagos y cobros en oro o divisas convertibles, entre países, y dentro del año, aun cuando al final se compensen.

En síntesis puede afirmarse que todo país que en alguna medida tiene que adquirir en el exterior parte de los elementos requeridos por su actividad interna no puede prescindir de una reserva de oro y divisas para atender desequilibrios, así sean transitorios, de su balance de pagos.

Lo que podrá variar de país a país es la magnitud de esas reservas, la que dependerá de diversos factores: la amplitud habitual de los saldos del balance de pagos, la fuente de sus medios de pago internacionales y su grado de estabilidad o permanencia, la mayor o menor dependencia de los abastecimientos del exterior, la elasticidad de sus importaciones frente a los cambios en la renta y ocupación internas, las eventuales obligaciones con el exterior por los haberes extranjeros en el país, etc.

Además de una reserva metálica de magnitud adecuada, frente a un desequilibrio negativo del balance de pagos tiene también

importancia la situación monetaria y bancaria interna. Recordemos que Estados Unidos debió abandonar la convertibilidad del dólar en 1933 a causa de salidas de capital, pequeñas en relación con sus existencias de oro, debido a que la relación "oro-medios de pago" era muy baja a causa de las grandes compras de títulos en operaciones de mercado abierto.

## 2.- EL EJEMPLO ARGENTINO

Nos remitimos a lo dicho en el Capítulo XLV., punto 5, en el sentido de que la Argentina ha resultado un país poco atendido por los capitales a corto plazo y ha dependido fundamentalmente de sus reservas de oro y divisas (1).

En su etapa de país agropecuario, la economía argentina estaba sometida a las intensas fluctuaciones de sus exportaciones, que experimentaban todas las contingencias propias de las producciones rurales y las caídas de los precios internacionales. Los grandes aportes de capital extranjero en general seguían la corriente de ese intercambio y se interrumpían cuando era desfavorable.

Cuando se hicieron los estudios para la creación del Banco Central fué necesario reconocer oficialmente esa situación:

"Todo plan de reorganización de nuestro sistema monetario y bancario debe tener en cuenta las características fundamentales de la economía argentina, determinadas por nuestra condición de país eminentemente agrario y de país nuevo y en pleno desarrollo, que ha absorbido y seguirá absorbiendo posiblemente capitales extranjeros".

---

(1).- Págs. 545 a 547.

"Como país agrario estamos sujetos a la brusca fluctuación de las exportaciones. Una mala cosecha puede exigirnos en cualquier momento la salida de apreciables cantidades de oro que suelen volver de nuevo en cuanto se restablece la producción o cambia favorablemente la situación financiera interna o externa". "El oro está precisamente para esa función: para ir y venir".

"De ahí la importancia, en un país como el nuestro, de una amplia reserva de oro, para que el Banco Central se encuentre en condiciones de soportar fuertes embarques de metálico sin verse arrastrado a una brusca deflación" (1)

Estas circunstancias fueron tenidas en cuenta en los proyectos de creación del Banco Central y en el texto definitivo de la Ley aprobada, al exigir una reserva de oro, divisas o cambio extranjero equivalente al 25% como mínimo de sus billetes en circulación y obligaciones a la vista.

Industrializado el país, los hechos acaecidos a partir de 1946 demuestran que la necesidad de la reserva metálica es ineludible, en tanto se requieran bienes o servicios extranjeros. Las características de esa industrialización hicieron a la nueva industria tanto o más dependiente del exterior de lo que lo era el consumo con anterioridad.

El aumento del nivel de vida que esa industria promovió en la población, agudizado por la inflación desatada por el método elegido para financiarla, elevó la importación de elementos de producción indispensables a cantidades que el país no puede afrontar con su fuente normal de divisas que es la exportación de productos agropecuarios.

---

(1).- Banco de la Nación Argentina, Revista Económica 1934, Nos. 5/8.

A su vez, el consumo de las reservas en la repatriación de deudas y en la nacionalización de empresas, quitó el margen con que aquel déficit podía solventarse y creó la situación de penuria en la que aún se debate el país.

La reestructuración industrial y la radicación de industrias de bienes de capital no liberarán totalmente al país de su dependencia del exterior.

Para atender sus requerimientos será necesario contar con la existencia de industrias de exportación, con la racionalización y aumento de la productividad del campo y con un mercado bien organizado de capitales a corto plazo.

Pero aún así, no deben descartarse los altibajos de las exportaciones en un mundo en que, si los productos agropecuarios están expuestos a pérdidas de cosechas o a caídas de precios, los manufacturados tendrán que luchar siempre con la competencia de los países industrializados más adelantados.

Será necesario por lo tanto, contar en todo momento con una reserva que permita atender esos saldos negativos, para no tener que interrumpir las importaciones y con ello, paralizar la actividad industrial de la Nación.

### 3.- CONCLUSION FINAL

A partir de 1930 el mundo se ha debatido frente a la falta de capitales normales a corto plazo y a los desplazamientos de capitales anormales.

El afán de promover o sustituir los primeros no debe hacernos creer que ellos o sus sustitutos pueden dejar de lado el uso de reservas metálicas como medio de liquidación internacional. No debe olvidarse que una deuda internacional se paga con mercaderías,

servicios, oro o divisas. Un capital a corto plazo no es un pago sino un crédito, es decir, una postergación de un pago que tarde o temprano habrá que realizar.

Pero la realidad muestra además que los saldos de los balances de pago no son normales en todos los casos. Fallas estructurales, situaciones accidentales, fugas de capital, etc., son siempre posibles, y en esos casos no puede esperarse una nivelación por vía de capitales a corto plazo.

En efecto, en los casos de desequilibrios fundamentales y duraderos, de pérdida de tranquilidad o confianza, y ante la posibilidad del fracaso de las medidas de acción directa (siempre de eficacia relativa) lo único que puede servir para afrontar la situación sin que la moneda nacional experimente un quebranto en prestigio y valor, es una buena reserva de oro y divisas, cuya magnitud sea suficiente para atender los pagos al exterior o las salidas de capital y permita, al mismo tiempo, soportar el redescuento o adquisición de valores para reponer al mercado el efectivo perdido, sin que la cobertura de los medios de pago emitidos se reduzca a un nivel peligrosamente bajo.

Y ello, claro está, siempre que simultáneamente el país aplique las medidas necesarias para corregir las fallas y lograr el saneamiento de la economía y el ajuste a largo plazo del balance de pagos, puesto que aquellas reservas no podrán soportar un drenaje por tiempo indefinido.

561  
bis

BIBLIOGRAFIA

B I B L I O G R A F I A

- ACADEMIA DE CIENCIAS ECONOMICAS: Planes de Estabilización Monetaria Buenos Aires. Publicación N° 3 - 1944
- : Fondo Monetario Internacional y Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Acuerdos de Bretton Woods). Publicación N° 7 - Buenos Aires. 1945.
- ACUERDO FINANCIERO entre el Gobierno de los Estados Unidos y el Reino Unido (diciembre 12 de 1945).
- AGHION, Raoul.- Le controle des changes - Paris 1939.
- AMERICAN ACCEPTANCE COUNCIL.- Facts and figures relating to the American Money Market - 1931.
- AUBOIN, Roger.- The Bank for International Settlements 1930-55 (Princeton University - Princeton) - 1955.
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA: Memorias Anuales.
- : Revista Económica, 1938.
- : Suplemento Estadístico y Boletín Estadístico.
- BANCO DE AJUSTES INTERNACIONALES: Memorias Anuales.
- BANCO DE LA NACION ARGENTINA: Revista Económica.
- BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUCCION Y FOMENTO: Memorias Anuales.
- BANCO NACIONAL DE BELGICA: Memorias Anuales.
- BANK OF ENGLAND: Statistical Summary.
- BANQUE DE BRUXELLES: "La situación económica y financiera de Bélgica" 1951 a 1954.
- BENHAM, Frederik: Curso Superior de Economía.- Fdo. de Cultura Económica. Méjico - 1941.
- BLOOMFIELD A. I.: Speculative and flight movements of capital in postwar international finance (Princeton University) 1954.
- BROIDE, Julio: El problema del Oro. C.E.C.E. - Buenos Aires, 1937.
- BROWN, W.A.J.: The International Gold Standard reinterpreted (National Bureau of Economic Research - Nueva York - 1940)
- BURCHARDT F.A.: Reparations and reconstruction. "Institute of Statistics - Oxford - Bulletin, vol. 7, N° 11 y 12 (1/9/45).



- CONDLIFFE, J.B.: La reconstrucción del comercio mundial. Buenos Aires - 1942.
- CONSEJO NACIONAL ASESOR DE LOS ESTADOS UNIDOS en los problemas financieros y económicos internacionales - Informe sobre el período 1/10/47 - 31/3/48) (Federal Reserve Bulletin - sept. 1948 y Boletín del Banco Hipotecario del Uruguay, Dic. 1948).
- DEPARTMENT OF COMMERCE (EE.UU.): U.S. Balance of International Payments - 1926-35  
 Idem - 1946-48  
 Idem - 1949-51
- : The United States in the World Economy - Washington 1943
- ELLSWORTH, P.T.: Comercio Internacional. Méjico 1942.
- EXPORT-IMPORT BANK: General Policy Statement - June 15, 1938.
- FANNO, Marcos: Los movimientos anormales de capital y las crisis. Madrid - 1936.
- FEDERAL RESERVE BULLETIN
- FEDERAL RESERVE SYSTEM: Banking and Monetary Statistics. 1943.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: Balance of Payments Yearbook (vol.3, 5, 6 y 7).
- : Exchange Restrictions (Annual Reports)
- : Manual de la Balanza de Pagos - Versión Española - Washington - 1950.
- FEURLEIN Y HANNAN: Dólares en la América Latina. Méjico - 1944.
- FRASER, H.F.: Great Britain and the Gold Standard - Londres - 1933.
- GONDRA, Luis Roque: Elementos de Economía Política - Buenos Aires, 1933
- HABERLER, G.: El Comercio Internacional, Madrid, 1936.
- HALL, N.F.: The Exchange Equalisation Account. Londres, 1935.
- HARROD, Roy F.: The pound sterling (Princeton University) 1952.
- HIGGINS, Benjamin H.: Lombard Street in War and Reconstruction (National Bureau of Economic Research - Nueva York - Occasional Paper 28: june 1949)
- KATZ, Samuel: Two approaches to the Exchange Rate problems The United Kingdom and Canada (Princeton University) 1956.
- KINDLERBERGER C.P.: International Short-term capital movements. Nueva York - 1937.

- KING, W.T.C.: History of the London Discount Market. Londres - 1936
- LEYES Y DECRETOS SOBRE BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA y sobre Régimen de Bancos - 1935, 1946, 1949 y 1957.
- LESTARD, Gastón H.: Los cambios internacionales. Buenos Aires. 1931
- MACMILLAN Committee on Finance and Industry. Report, June 1931. Londres. Cmd. 3897.
- MIKESELL R.F.: The emerging pattern of international payments. (Princeton University) 1954.
- MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACION. Memorias Anuales.
- MOULTON, H.G.: Organización financiera y sistema económico. Buenos Aires. 1944.
- NACIONES UNIDAS: International Capital Movements during the inter-war period. Nueva Yor. 1949.
- NETHERLANDSCHE BANK: Memorias Anuales.
- PAISH F.W.: The British Exchange Equalisation Fund - 1935/37 - (Económica, agosto 1937)
- PRADOS ARRARTE, J.: El Control de Cambios. Buenos Aires. 1944.
- PREBISCH, Raúl: Apuntes de Economía Política. C.E.C.E. Buenos Aires 1937.
- PREBISCH, Raúl: Informe del Asesor Económico y Financiero de la Presidencia de la Nación (Apéndice I de la Memoria 1955 del Banco Central de la República Argentina).
- PROGRAMA DE RECUPERACION EUROPEA - (Plan Marshall).
- RUFFNER, B.W.: "Foreign grants and credits of the U.S. Government. (U.S. Dpt. of Commerce - Survey of current business - junio 1948)
- SAYERS, J.R.: La Banca Moderna, México, 1940.
- SOCIEDAD DE LAS NACIONES: Experiencia Monetaria Internacional, 1944.
- TERCERA Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano: "La evolución del balance de pagos de la República Argentina" (publicado en el Diario de Sesiones de la H. Cámara de Diputados - Reunión 37ª, del 25 y 26 de septiembre de 1952).
- TRUED M.N. and MIKESELL R.F.: Postwar bilateral payments agreements. (Princeton University) 1955.
- TSE-TCHUNG-CHANG: El balance de pagos británico, 1924/38 (The Economic Journal - Dic. 1947).

UNION EUROPEA DE PAGOS: Memorias Anuales.

WHITE PAPER on "Reserves and liabilities 1931/45" (Cmd. 8354) London.

WHITE PAPERS on The United Kingdom Balance of Payments, 1946/50 (Cmd. 3065); 1948/51 (Cmd. 8379); 1948/51 N<sup>o</sup> 2 (Cmd. 8505); 1949/52 N<sup>o</sup> 2 (Cmd. 8808); 1946/53 N<sup>o</sup> 2 (Cmd. 9119); 1946/54 (Cmd. 9291); 1946/55 (Cmd. 9731). (Londres).-