



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



La economía argentina y el sector externo: el movimiento externo de fondos líquidos

Strasberg, Adolfo

1974

Cita APA: Strasberg, A. (1974). La economía argentina y el sector externo, el movimiento externo de fondos líquidos.

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

Col. 1501
1055

COPIA
ORIG

LA ECONOMIA ARGENTINA
Y EL SECTOR EXTERNO

EL MOVIMIENTO EXTERNO
DE FONDOS LIQUIDOS

ADOLFO STRASBERG
Reg. N° 11.278

54
TESIS DOCTORAL "PLAN D"

CATALOGADO

26/12/74

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

I N D I C E G E N E R A L

CAPITULO I

Plan de Tesis	Pág.	1
---------------------	------	---

CAPITULO II

La Economía Argentina y el Sector Externo.....	"	4
- Síntesis de la evolución de la Economía Argentina en el período 1951/1972, extraída de las Memorias del Banco Central de la República Argentina.....	"	24
- Conjunto de hipótesis supuestamente verosímiles o geminas extraídas de la síntesis anterior.....	"	51
- Elementos de juicio tenidos en cuenta para la formulación de las hipótesis supuestamente verosímiles..	"	51 bis

CAPITULO III

El Balance de Pagos	"	68
- Definiciones.....	"	69
- El Balance de Pagos como herramienta de análisis económico.....	"	70
- Distintas formas de presentación de Balance de Pagos	"	71
- Presentación del Balance de Pagos que se propicia en esta tesis con fines de análisis económico.....	"	78

CAPITULO IV

Los Movimientos de Capitales Líquidos	"	82
- Antecedentes	"	83
- Modelo simplificado sobre flujo de capitales de corto plazo	"	84
- Corroboración empírica de las relaciones halladas en el modelo teórico	"	89
- Conclusiones	"	96

o o o o o

INDICE DE CUADROS

Cuadro N° 1 -	Balance de Pagos de la República Argentina período 1951/72. Anuales y agregados por períodos de crecimiento y decrecimiento del Producto Bruto Interno	Pág. 9
Cuadro N° 2	Balance de Pagos de la República Argentina. Anuales, según Memorias del Banco Central de la República Argentina, período 1951/1972...	" 8
Cuadro N° 3	Inversión Bruta Fija período 1950/70.....	" 14 bis
Cuadro N° 4	Composición de las Importaciones, período 1951/1970, en millones de dólares.....	" 21
Cuadro N° 5	Precios: índice del costo de vida; mayoristas; implícitos en el Producto Bruto Interno	" 20
Cuadro N° 6	Incidencia en las exportaciones de los servicios financieros.....	" 58
Cuadro N° 7	Fórmula de Balance de Pagos del Banco Central de la República Argentina	" 72
Cuadro N° 8	Fórmula Alternativa del Banco Central de la República Argentina.....	" 73
Cuadro N° 9	Fórmula de Balance de Pago utilizada en los informes anuales de CEPAL y en las primeras publicaciones tituladas "Informe Económico" del Ministerio de Hacienda y Finanzas.....	" 74
Cuadro N° 10	Fórmula de Balance de Pagos propuesta por Norberto García (1)	" 75
Cuadro N° 11	Fórmula de Balance de Pagos propuesta por el autor de esta tesis con fines de Análisis Económico	" 80
Cuadro N° 12	Variables utilizadas en la corroboración empírica del modelo teórico sobre Movimiento Interno de Fondos Líquidos. Series 1956/1972	" 90

INDICE DE GRAFICOS

Gráfico Nº 1	- Oferta Global. Anual y por períodos agregados de crecimiento, estancamiento y decrecimiento. 1950/1972	Pág.	7
Gráfico Nº 2	- Producto Bruto Interno al Costo de Factores. Sector Industrias Manufactureras "		10
Gráfico Nº 3	- Movimiento de Capitales Autónomos..... "		11
Gráfico Nº 4	- Reservas Internacionales	"	12
Gráfico Nº 5	- Demanda Global, período 1950/72	"	13
Gráfico Nº 6	- Inversión Bruta Fija, período 1950/72.. "		14
Gráfico Nº 7	- Comercio Exterior. Período 1951/1972... "		15
Gráfico Nº 8	- Exportaciones Argentinas 1951/1972..... "		16
Gráfico Nº 9	- Composición de las Importaciones 1951/72 "		17
Gráfico Nº 10	- Importación de bienes de utilización intermedia..... "		18
Gráfico Nº 11	- Tasa de Inflación	"	19
Gráfico Nº 12	- Incidencia de los servicios financieros en el monto de las exportaciones argentinas..... "		59
Gráfico Nº 13	- Movimiento de los distintos rubros de Capital Privado a Largo Plazo del Balance de Pagos, y del total..... "		79
Gráfico Nº 14	- Movimiento de Fondos Líquidos del Balance de Pagos, período 1956/72	"	79 bis
Gráfico Nº 15	- Gráfico de dispersión del Movimiento de Fondos Líquidos..... "		92

o o o o o o

C A P I T U L O I

P r e s e n t a c i ó n d e l p l a n d e t e s i s

De mi mayor consideración:

Me dirijo a usted, de acuerdo con lo establecido en el artículo tercero de la Resolución N° 328 / Doctorado. Ref.: Tesis Plan "D", a efecto de solicitarle quiera tener a bien aceptar constituirse en consejera de la tesis que debo presentar, habiendo elegido como tema de investigación "Los movimientos externos de capitales líquidos".

Habida cuenta de la vulnerabilidad externa de la economía argentina, como así también el discutido proceso por el que ingresaron al país importantes montos de capitales externos, el movimiento de capitales líquidos a corto y largo plazo se convierten en procesos significativamente importantes en el desenvolvimiento del sistema económico argentino. Se trata a partir de este punto, de establecer en primer término las consecuencias del ingreso de este tipo de capitales al país, y en segundo lugar, cuáles son las variables que los determinaron.

No escapa a usted la importancia del tema elegido en términos de la política económica de corto y mediano plazo. Determinar cuáles han sido las variables que condicionaron el ingreso de capitales líquidos desde el exterior, es lo mismo que determinar -ceteris paribus- cuáles son las medidas de política económica de las que dispone el Gobierno para inducir un determinado comportamiento en los agentes económicos que los efectúan.

El esquema de trabajo elaborado, contempla una primera sección destinada a mostrar la dependencia de la economía argentina respecto del sector externo. Si bien la bibliografía sobre estos aspectos de la economía argentina es suficientemente frondosa, se trata en su mayoría de aspectos parciales de la misma. Es nuestro

objetivo proceder a su sistematización para luego poder relacionarlos fácil y ordenadamente con nuestro objeto de investigación primario.

La segunda sección se destinará a un análisis acabado de la inversión externa en nuestro país, a través de la cuenta de movimiento de capitales de la balanza de pagos de nuestro país en los últimos 25 años. Se intenta mostrar que el conjunto de los movimientos autónomos de capital no tiene un comportamiento predecible, si es que no se la desagrega en sus partes componentes. Se mostrará así que los movimientos de capital de largo plazo están determinados por variables esencialmente distintas de las de corto y mediano plazo, y aquellas que se superponen, muestran sensibilidades distintas según sea el movimiento de capital considerado.

Cierra la tesis un capítulo de conclusiones en don de se resumirán los principales resultados alcanzados.

Sin más, saludo a usted con mi mayor consideración

C A P I T U L O II

LA ECONOMIA ARGENTINA Y EL SECTOR EXTERNO

La presente tesis, con la que aspiro a obtener el título de Doctor en Ciencias Económicas, se refiere a las "Variables que Condicionaron los Movimientos Externos de Capitales Líquidos en la República Argentina en el período 1956/71, movimientos que adquirieron especial significación en 1967/69. Este tema se explicita en el Capítulo IV.

Tal como lo expresé en el escrito de presentación del Plan de Tesis - que figura en el Capítulo I - "no escapa la importancia del tema en términos de política económica de corto y mediano plazo. Determinar cuáles han sido las variables que condicionaron el ingreso de capitales líquidos desde el exterior, es lo mismo que determinar - ceteris paribus - cuáles son las medidas de política económica de las que dispone el gobierno para inducir un determinado comportamiento de los agentes que lo efectúan."

Compartiendo lo expresado en la resolución N° 328/Doctorado, consideré que una tesis para optar al título de Doctor en Ciencias Económicas, no debía constituir solamente una demostración de dominio del método objetivo de análisis lógico - que ha alcanzado mayor jerarquía que otros métodos para determinar la validez o falsedad de enunciados - con la finalidad de contrastar con la realidad empírica la hipótesis presunta de la que se parte, sino también que debían cumplirse los siguientes requisitos expresados en el punto 2 de la misma:

- "a) La proposición de soluciones concretas a problemas nacionales actuales;
- "b) El tratamiento específico de elementos o cuestiones que se vinculen con la solución de los problemas argentinos aludidos en el inciso a);
- "c) La formulación de nuevos aportes científicos y técnicos a ser utilizados en algunos de los casos anteriores."

Tal aporte debía constituir, pues, uno más para el conocimiento y solución de los problemas mencionados, especialmente el del crecimiento sostenido y equilibrado, con el mínimo de presiones inflacionarias y sin desequilibrios en las cuentas internacionales.

Por ello es necesario que manifieste cual fue la primera idea para el tema de tesis y el material acumulado para tal fin, y las razones por las cuales fue sustituido por uno menos ambicioso - utilizando el mismo material - pero constituyendo un eslabón para que otros investigadores completen el objetivo por mí trazado inicialmente.

La inspiración primigenia consistió en corroborar empíricamente la hipótesis corriente de que el proceso de crecimiento cíclico del período 1951/1966, sectorial y funcionalmente desequilibrado en cuanto a la distribución del ingreso, alternativamente, entre los distintos sectores - y consecuentemente la baja tasa de crecimiento, media, en el largo plazo, obedece al comportamiento del sector externo; y que aún el comportamiento de ese sector fue preponderante en el período de crecimiento ininterrumpido desde 1966 hasta 1972 - a pesar de insinuar un mejor manejo coyuntural que ha evitado períodos de recesión o estancamiento pero que no ha logrado eliminar la débil tasa de crecimiento en el largo plazo - dada la elevada participación del ahorro externo, su preponderante participación en el ingreso nacional en forma de dividendos, intereses y regalías girados y reinvertidos, y la pérdida de poder de decisión del país en el manejo de vitales instrumentos de política económica, como es el caso de la creación de dinero.

Mediante la aplicación de los métodos histórico, subjetivo, inductivo y tal vez con participación de creencias o convicciones personales, ese grado de sensibilidad de la economía argentina al Sector Externo, podría haberse intentado explicar detectando relaciones entre las variables que figuran en las series y gráficos que se agregan a continuación. En base a tales métodos la bibliografía existente que sostiene dicho enunciado de dependencia al sector externo es sumamente frondosa y conocida, pero no ofrece ninguna clase de garantías sobre su grado de validez, en la medida en que el mismo tenga la posibilidad de ser falseado por el método deductivo de análisis lógico y contrastación empírica, método que no podía ser omitido para la formulación de una tesis doctoral a esta altura del quehacer epistemológico.

El tema elegido requería elaborar series y confeccionar gráficos sobre las variables que podían estar involucradas en el problema, a fin de visualizar el proceso y formular algunas hipótesis provisorias sobre tal grado de dependencia. Por ese motivo - sobre todo en el caso del Producto Bruto - se hizo un agrupamiento por series de años de crecimiento, de estancamiento y de receso para el período considerado y, consecuentemente, también para el Balance de Pagos, utilizando la fórmula divulgada por la CEPAL, lo cual permitió un mayor grado de compración:

CONCEPTO	1951	1952	1953	1954	1955	TOTAL	1956	1957	1958	TOTAL	1959	1960	1961	TOTAL
EXPORTACIONES	1169,4	687,2	1125,1	1026,6	928,6	4937,5	943,8	974,8	993,9	1968,7	1000,6	1079,2	964,1	2044,9
SERVICIOS REALES Y FINANCIEROS (Neto).....	- 13,4	46,5	5,6	12,5	5,2	56,4	54,7	35,1	- 17,3	17,8	- 1,8	- 27,2	- 75,8	- 10,0
	1156,0	734,3	1130,7	1039,1	933,8	4993,9	998,5	1009,9	976,6	1986,5	998,8	1052,0	888,3	1944,9
MOVIMIENTO DE CAPITAL (No compensatorio).....	87,1	276,9	23,0	- 49,6	22,4	359,8	167,0	53,3	52,9	106,2	65,2	340,0	432,1	777,5
CAPACIDAD PARA IMPORTAR	1243,1	1011,2	1153,7	989,5	956,2	5353,7	1165,5	1063,2	1029,5	2092,7	1064,0	1392,0	1320,4	2719,1
IMPORTACIONES	1480,2	1179,3	795,1	979,0	1172,6	5606,2	1127,6	1310,4	1232,6	2543,0	983,6	1249,3	1460,3	2793,2
	- 237,1	- 168,1	358,6	10,5	- 216,4	- 252,5	37,9	- 247,2	- 203,1	- 450,3	80,4	142,7	- 139,9	- 10,0
TRANSFERENCIAS UNILATERALES	- 12,8	- 19,6	- 11,5	- 2,6	- 2,7	- 49,2	- 2,0	- 2,2	- 3,3	- 5,5	- 3,2	- 7,0	- 12,7	- 1,0
SALDO	- 249,9	- 187,7	347,1	7,9	- 219,1	- 301,7	35,9	- 249,4	- 206,4	- 455,8	77,2	135,7	- 152,6	- 1,0
PAGOS INTERNACIONALES	268,6	184,0	- 353,5	9,8	211,0	319,9	- 23,2	250,5	222,3	472,8	- 76,1	- 133,2	154,8	2,0
a) Variación de Reservas (1)	268,6	184,0	353,5	9,8	211,0	319,9	- 23,2	175,5	222,3	397,8	- 271,1	- 308,4	193,6	- 11,0
b) Capital compensatorio	—	—	—	—	—	—	—	75,0	—	75,0	195,0	175,2	- 38,8	13,0
c) Derechos especiales de Giro	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
d) Ajustes por cambios de paridad.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
ERRORES Y OMISSIONES	- 18,7	3,7	6,4	- 17,7	8,1	- 18,2	- 12,7	- 1,1	- 15,2	- 17,0	- 1,1	- 2,5	- 2,2	- 4,0

(1) Ingreso (-); Egreso (+)

Fuente: BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA: "El Balance de Pagos de la Republica Argentina" 1951/1958.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA: Memorias.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA: "El Balance de Pagos 1966/1971".

DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA

AÑOS 1951/1972

Cuadro N° 1

959	1960	1961	TOTAL	1962	1963	TOTAL	1964	1965	TOTAL	1966	1967	1968	1969	1970	TOTAL	1971	1972	TOTAL	TOTAL 1951-1972
300,6 1,8	1079,2 - 27,2	964,1 - 75,8	2043,3 - 103,0	1216,0 - 127,5	1365,5 - 150,8	2581,5 - 278,3	1410,5 - 297,2	1488,0 - 98,3	2898,5 - 395,5	1593,2 - 252,9	1464,5 - 233,9	1367,9 - 243,3	1612,1 - 258,0	1773,2 - 234,8	6217,7 - 970,0	1740,4 - 257,6	1935,0 - 264,6	3675,4 - 522,2	27.860,2 - 2.395,2
998,8 65,2	1052,0 340,0	888,3 432,1	1940,3 772,1	1088,5 28,9	1214,7 - 76,3	2303,2 - 105,2	1113,3 - 21,3	1389,7 - 100,3	2503,0 - 121,6	1340,3 - 170,7	1230,6 282,9	1124,6 214,3	1354,1 116,6	1538,4 413,7	5247,7 1027,5	1482,8 - 189,5	1670,4 - 58,6	3153,2 - 240,1	25.465,0 1.851,9
064,0 983,6	1392,0 1249,3	1320,4 1460,3	2712,4 2709,6	1059,6 1356,5	1138,4 980,7	2198,0 2337,2	1092,0 1077,4	1289,4 1195,0	2381,4 2272,4	1169,6 1124,3	1513,5 1095,5	1338,9 1169,2	1470,7 1576,1	1952,1 1694,1	6275,2 5534,9	1293,3 1868,1	1611,8 1895,0	2905,1 3763,1	27.316,9 28.001,9
80,4 3,2	142,7 - 7,0	- 139,9 - 12,7	2,8 - 19,7	296,9 4,8	157,7 - 0,2	- 139,2 - 5,0	14,6 - 2,3	94,4 - 12,4	109,0 - 14,7	45,3 - 3,2	418,0 - 3,0	169,7 - 4,0	- 105,4 - 4,3	258,0 - 3,2	740,3 - 14,5	574,8 - 3,4	- 283,2 - 4,0	- 852,0 - 7,4	685,0 119,4
77,2	135,7	- 152,6	- 16,9	301,7	157,5	- 144,2	12,3	82,0	94,3	42,1	115,0	165,7	- 109,7	254,8	725,8	578,2	- 287,2	- 865,4	804,4
76,1	- 133,2	154,8	21,6	308,3	- 164,0	144,3	- 14,2	- 83,0	- 97,2	- 23,7	- 414,8	- 159,5	111,3	- 259,8	- 722,9	559,0	- 284,7	843,7	836,5
271,1	- 308,4	193,6	- 114,8	340,3	- 147,2	193,1	111,5	- 15,7	95,8	4,7	- 479,8	- 57,3	259,9	- 185,0	- 462,2	383,2	- 161,7	215,1	354,0
195,0	175,2	- 38,2	136,4	32,0	- 16,8	- 48,8	- 125,7	- 67,3	- 193,0	- 28,4	65,0	- 102,2	- 150,4	- 133,7	- 321,3	131,0	381,6	512,6	328,6
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,8	58,8	58,8	47,1	59,7	105,8	165,6
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,8	1,8	2,3	10,5	8,2	10,0
1,1	- 2,2	- 2,2	- 4,1	6,6	6,5	- 0,1	1,2	1,0	2,9	- 18,4	- 0,2	- 6,2	- 1,6	5,1	- 2,9	19,2	2,5	2,7	32,1

SALDO DE LA CUENTA CORRIEN TE	CAPITAL MAS ORO Y DIVISAS			TRANSPERENCIAS UNILATERALES Y ERRORES Y OMISIONES	TOTAL
	CAPITAL	ORO Y DIVISAS	TOTAL		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
- 324,2	87,1	268,6	355,7	- 31,5	324,2
- 445,0	276,9	184,0	460,9	- 15,9	445,0
335,6	23,0	- 353,5	- 330,5	- 5,1	- 335,6
60,1	- 49,6	9,8	- 39,8	- 20,3	- 60,1
- 238,8	22,4	211,0	233,4	5,4	238,8
- 129,1	167,0	- 23,2	143,8	- 14,7	129,1
- 300,5	128,3	175,5	303,8	- 3,3	300,5
- 256,0	52,9	222,3	275,2	- 19,2	256,0
15,2	260,2	- 271,1	- 10,9	- 4,3	- 15,2
- 197,3	515,2	- 308,4	206,8	- 9,5	197,3
- 572,0	393,3	193,6	586,9	- 14,9	572,0
- 268,0	- 60,9	340,3	279,4	- 11,4	268,0
234,0	- 93,1	- 147,2	- 240,3	6,3	- 234,0
35,9	- 147,0	111,5	- 35,5	- 0,4	- 35,9
194,7	- 167,6	- 15,7	- 133,3	- 11,4	- 194,7
216,0	- 199,1	4,7	194,4	- 21,6	- 216,0
135,1	347,9	- 479,8	- 131,9	- 3,2	- 135,1
- 44,6	112,1	- 57,5	54,8	- 10,2	44,6
- 222,0	- 32,0	259,9	227,9	- 5,9	222,0
- 155,7	338,3	- 184,5	153,8	1,9	155,7
- 386,7	13,7	- 384,6	370,9	15,8	386,7
- 224,6	64,4	161,7	226,1	- 1,5	224,6

Déficit (+) Superávit

Ingreso (-) Egreso

Egreso (-) Ingreso

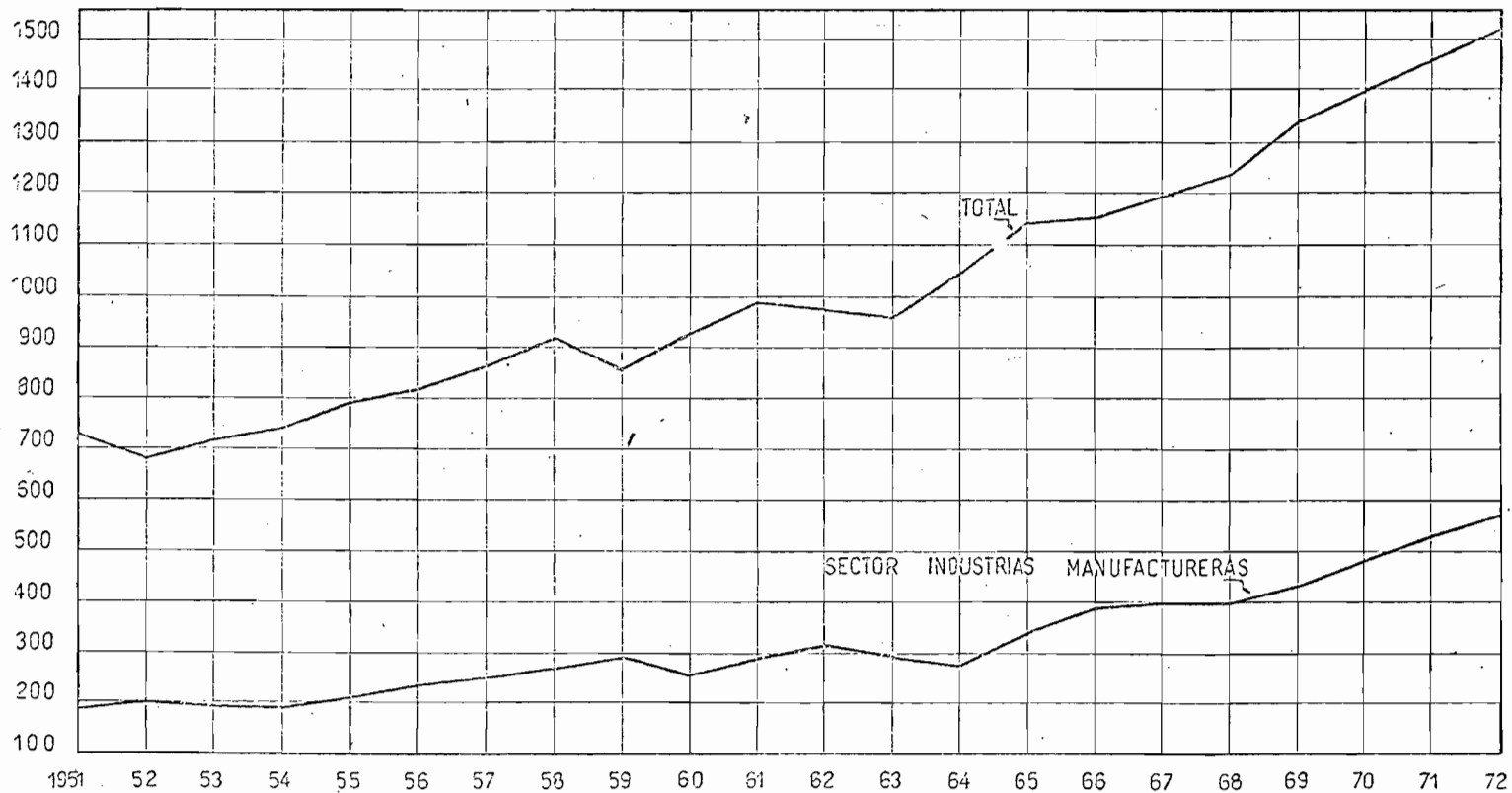
BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

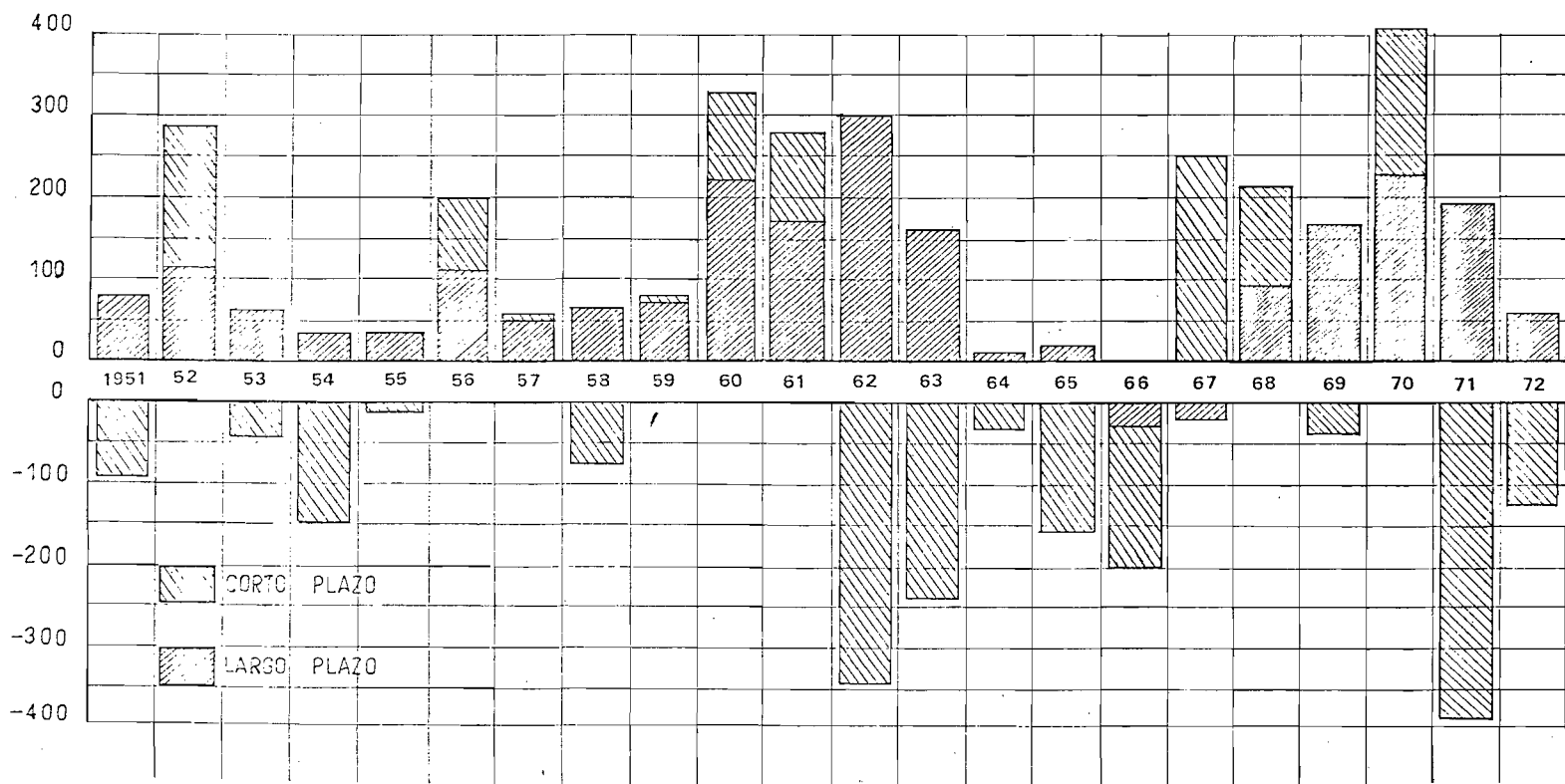
Memorias.

PRODUCTO BRUTO INTERNO AL COSTO DE FACTORES (en m\$n de 1960)



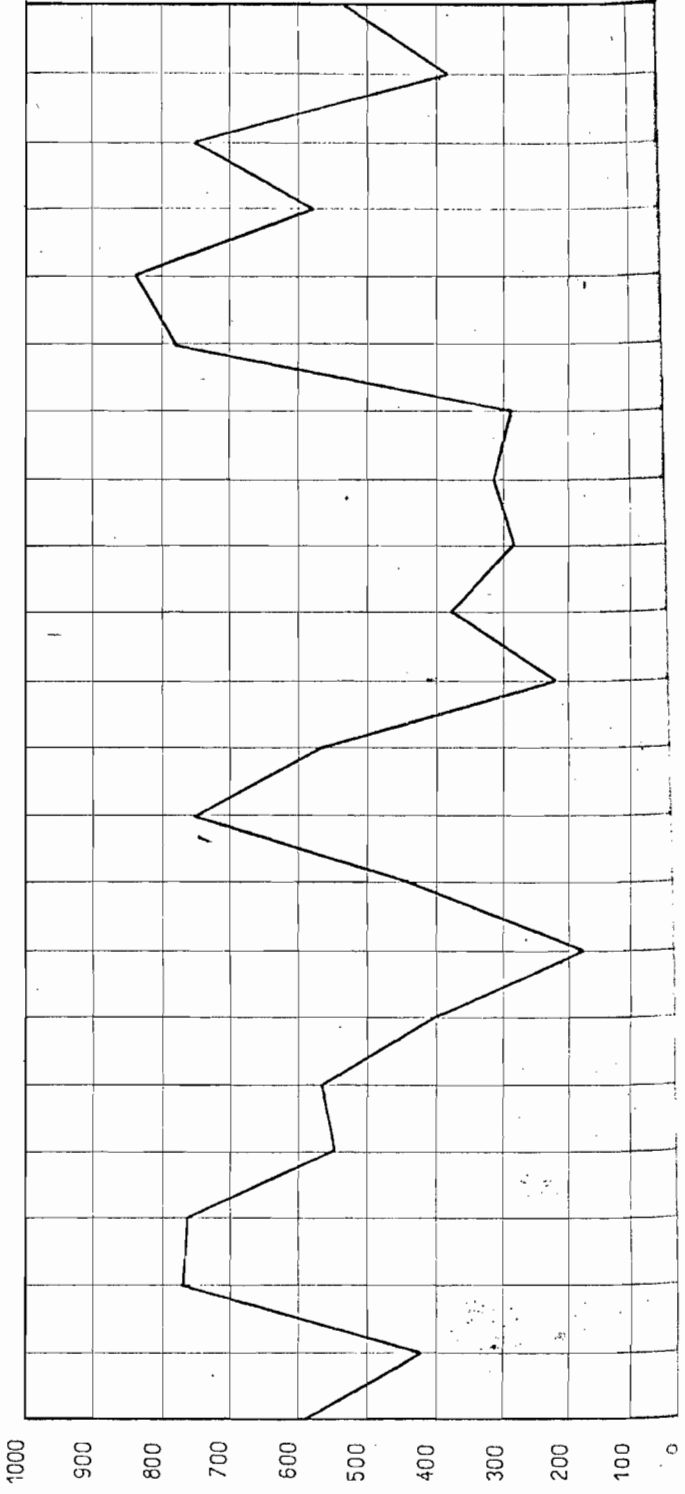
Fuente: Banco Central de la R. Argentina: El Origen del Producto y Distribución del Ingreso 1950/69 -Memorias 1970

MOVIMIENTO DE CAPITALES AUTONOMOS (Millones de dólares)



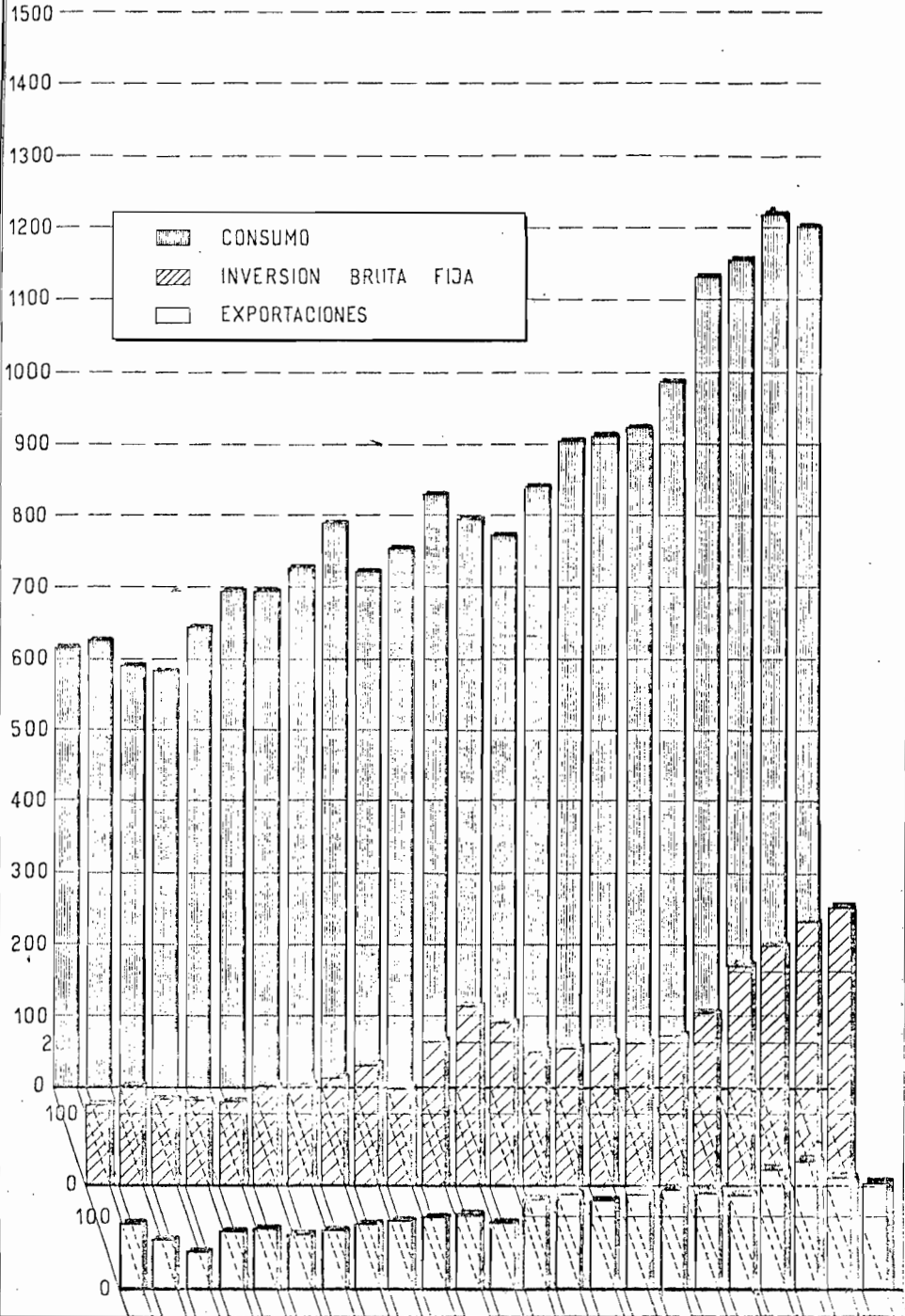
Fuente: Banco Central de la República Argentina. Memorias.

RESERVAS INTERNACIONALES (Millones de dolares)



DEMANDA GLOBAL

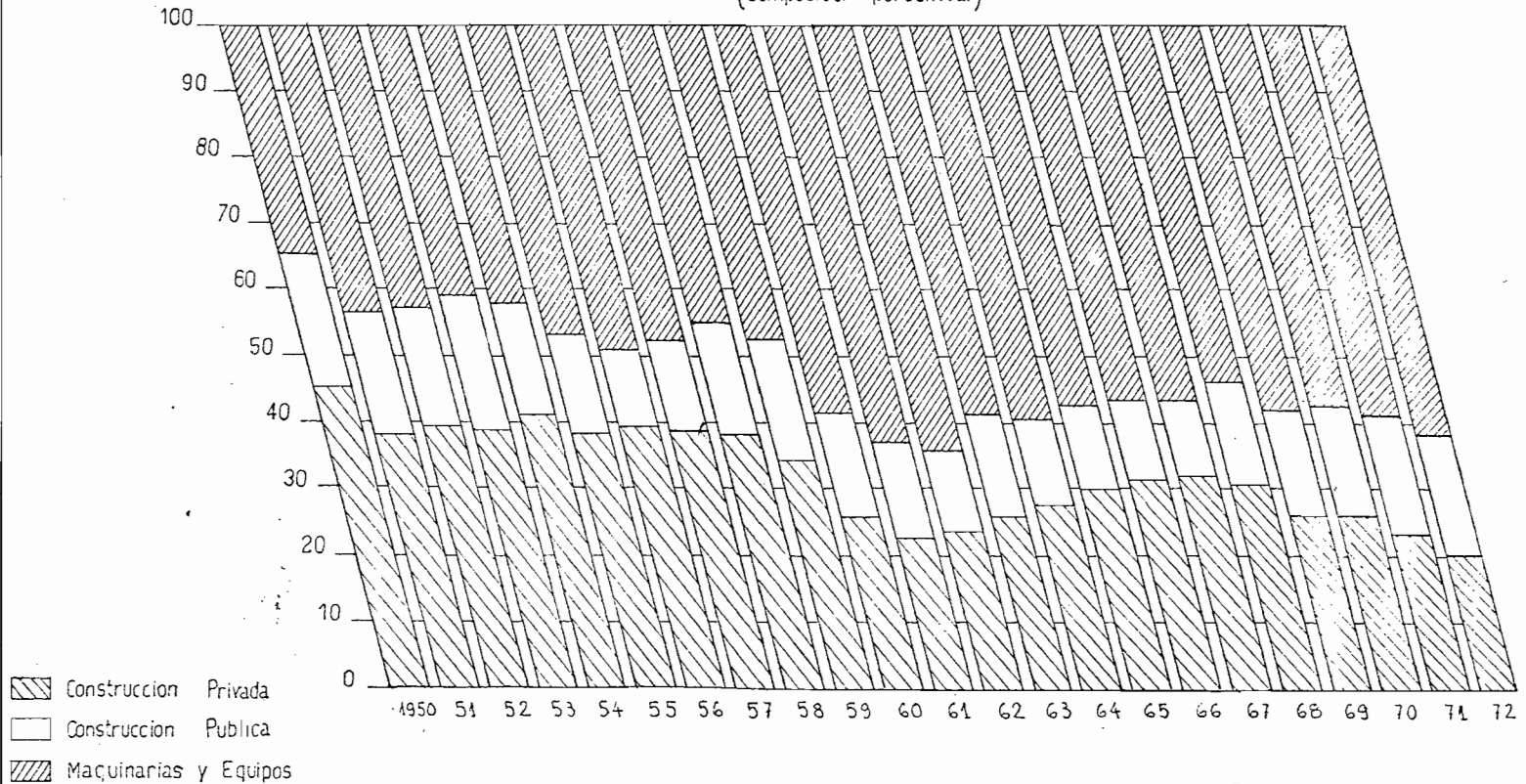
MILES DE MILLONES DE PESOS
DE 1960



INVERSION BRUTA FIJA

(Composicion porcentual)

Gráfico N° 6



Fuente: Banco Central de la R. Argentina. Boletín Estadístico.

INVERSION BRUTA

CONCEPTO	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	
CONSTRUCCION	<u>74,7</u>	<u>79,9</u>	<u>72,2</u>	<u>73,5</u>	<u>71,1</u>	<u>73,8</u>	<u>75,0</u>	<u>82,5</u>	<u>94,9</u>	
<u>PRIVADA</u>	51,1	53,8	49,4	47,7	48,2	54,0	58,5	61,3	65,6	
<u>PUBLICA</u>	23,6	26,1	22,8	25,8	22,8	19,8	16,5	21,2	29,4	
EQUIPO DURABLE DE PRODUCCION	<u>38,7</u>	<u>59,6</u>	<u>52,0</u>	<u>49,2</u>	<u>46,8</u>	<u>62,9</u>	<u>70,5</u>	<u>77,0</u>	<u>78,9</u>	
<u>EQUIPO DE TRANSPORTE</u>	7,7	18,5	15,3	15,7	12,4	15,3	18,6	27,5	18,8	
<u>MAQUINARIA Y OTROS</u>	31,0	41,2	36,7	33,5	34,4	47,6	51,9	49,5	60,1	
INVERSION BRUTA INTERNA FIJA	<u>113,3</u>	<u>139,5</u>	<u>124,2</u>	<u>122,7</u>	<u>117,8</u>	<u>136,7</u>	<u>145,5</u>	<u>159,5</u>	<u>173,8</u>	1
VARIACION DE EXISTENCIAS	- 13,1	8,3	1,4	12,0	9,9	6,7	-10,4	- 7,5	- 7,3	
INVERSION BRUTA INTERNA	100,2	147,8	125,6	134,7	127,7	143,4	135,0	152,0	166,6	1

INVERSION BRUTA INTELLECTUAL FIJA (Miles de millones de pesos de 1960)

Cuadro N° 3

1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
<u>82,5</u>	<u>94,9</u>	<u>72,2</u>	<u>87,3</u>	<u>91,3</u>	<u>82,2</u>	<u>76,9</u>	<u>82,5</u>	<u>85,4</u>	<u>90,3</u>	<u>98,0</u>	<u>114,1</u>	<u>125,6</u>	<u>138,7</u>
61,3	65,6	47,2	53,2	54,9	51,5	45,2	51,4	56,8	61,8	63,6	71,6	78,8	84,7
21,2	29,4	25,0	34,1	36,4	30,7	31,7	31,1	28,6	28,5	34,4	42,5	46,8	54,0
<u>77,0</u>	<u>78,9</u>	<u>65,3</u>	<u>100,6</u>	<u>151,1</u>	<u>138,5</u>	<u>110,2</u>	<u>125,0</u>	<u>131,4</u>	<u>133,6</u>	<u>137,0</u>	<u>150,1</u>	<u>179,8</u>	<u>182,0</u>
27,5	18,8	18,3	44,1	53,8	52,5	39,7	48,7	55,5	51,0	52,4	55,0	63,4	60,7
49,5	60,1	47,0	76,5	97,3	86,0	70,5	76,3	75,9	82,6	84,6	95,1	116,3	121,4
<u>159,5</u>	<u>173,8</u>	<u>137,6</u>	<u>207,9</u>	<u>242,4</u>	<u>220,7</u>	<u>187,0</u>	<u>207,6</u>	<u>216,8</u>	<u>223,9</u>	<u>235,0</u>	<u>264,2</u>	<u>305,4</u>	<u>320,7</u>
- 7,5	- 7,3	10,2	9,7	- 3,8	- 1,3	- 7,1	- 19,1	26,4	1,8	0,9	0,7	0,4	2,7
152,0	166,6	147,8	217,6	238,6	219,4	179,9	226,7	243,2	225,7	235,9	264,9	305,8	323,5

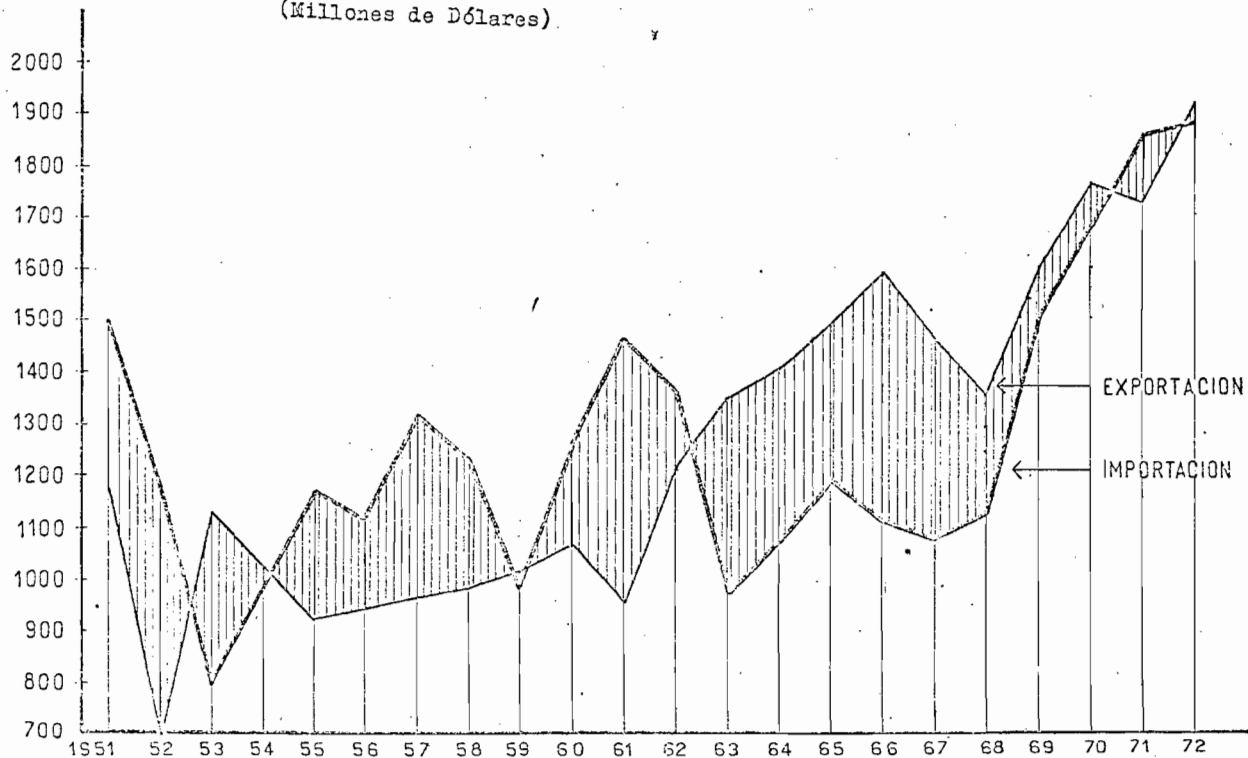
Fuente: Banco Central de la R. Argentina. Síntesis Estadística.

13

15

COMERCIO EXTERIOR

(Millones de Dólares)



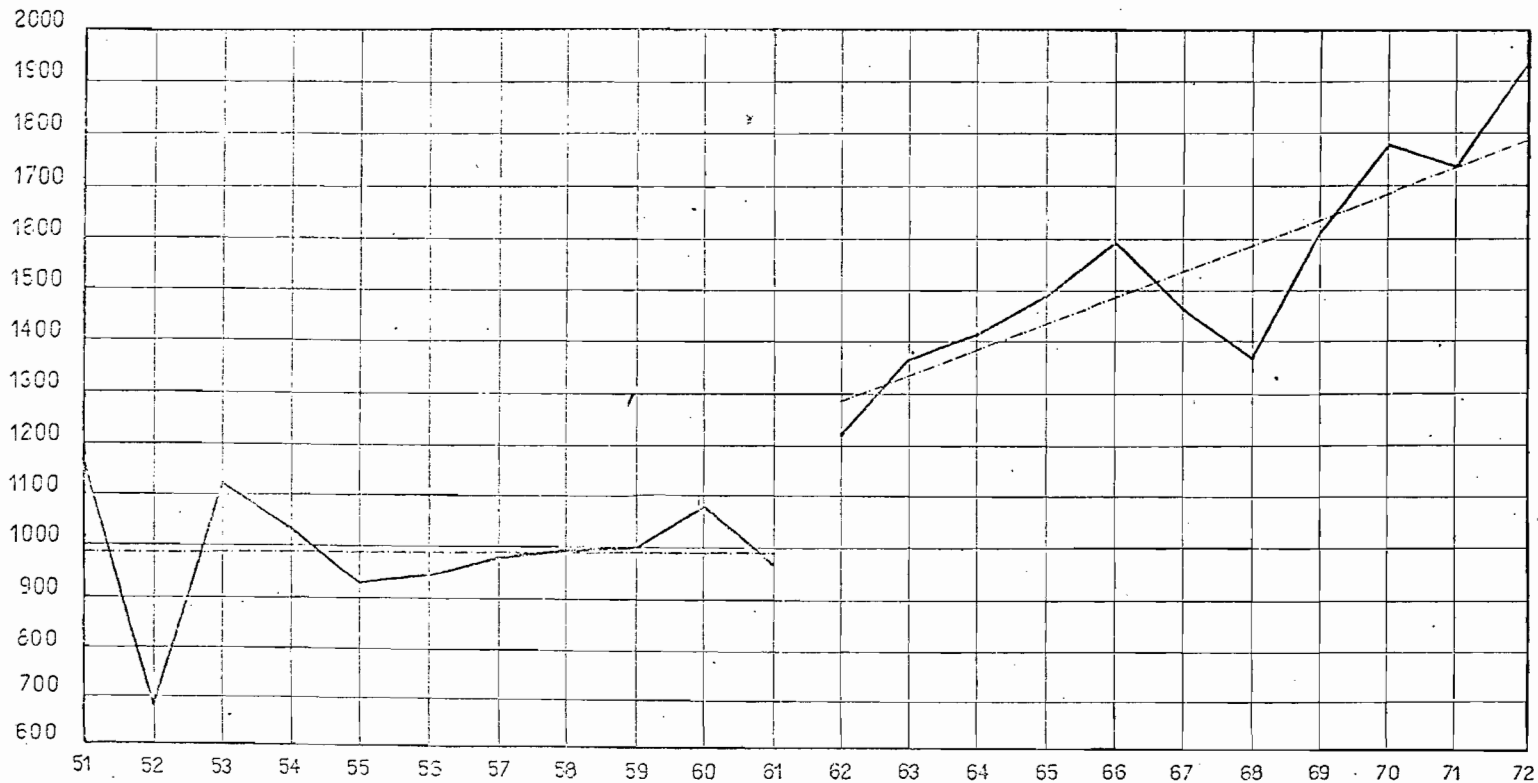
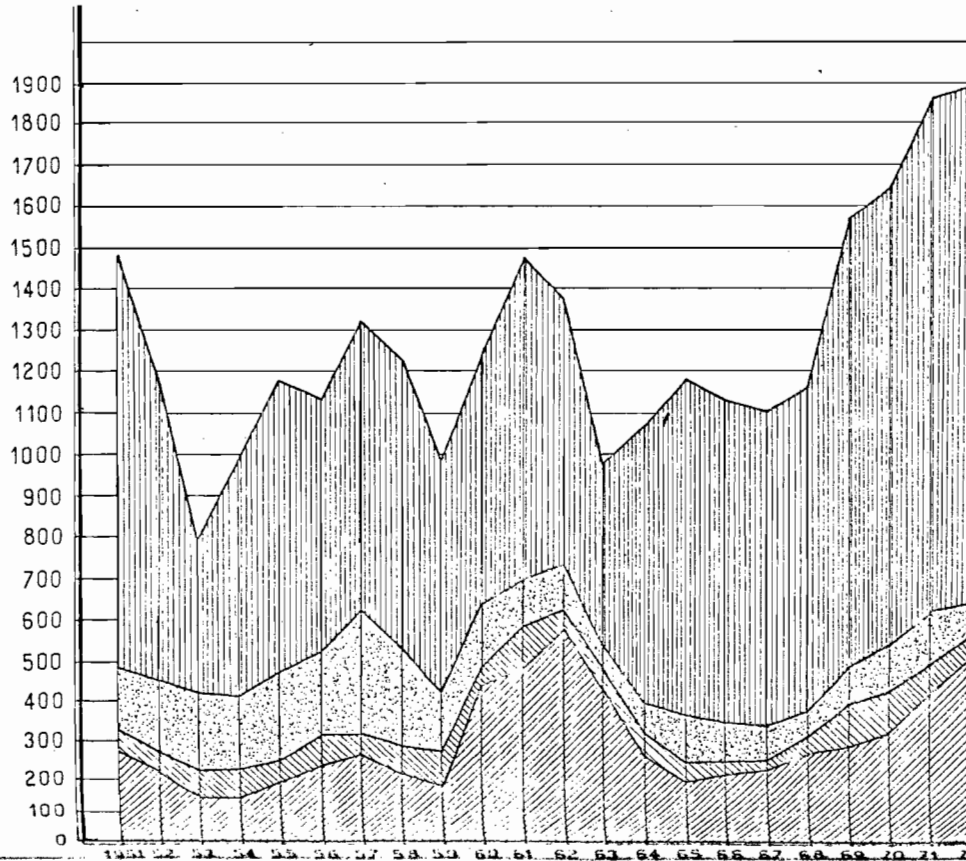
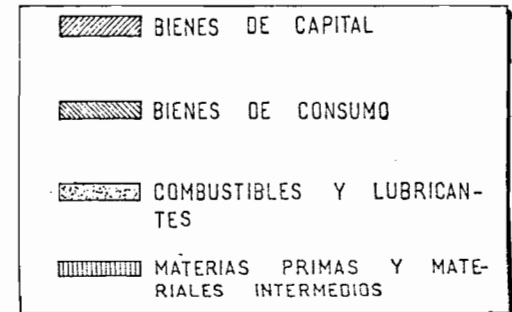
EXPORTACIONES ARGENTINAS
(Millones de Dólares)

Gráfico N° 9

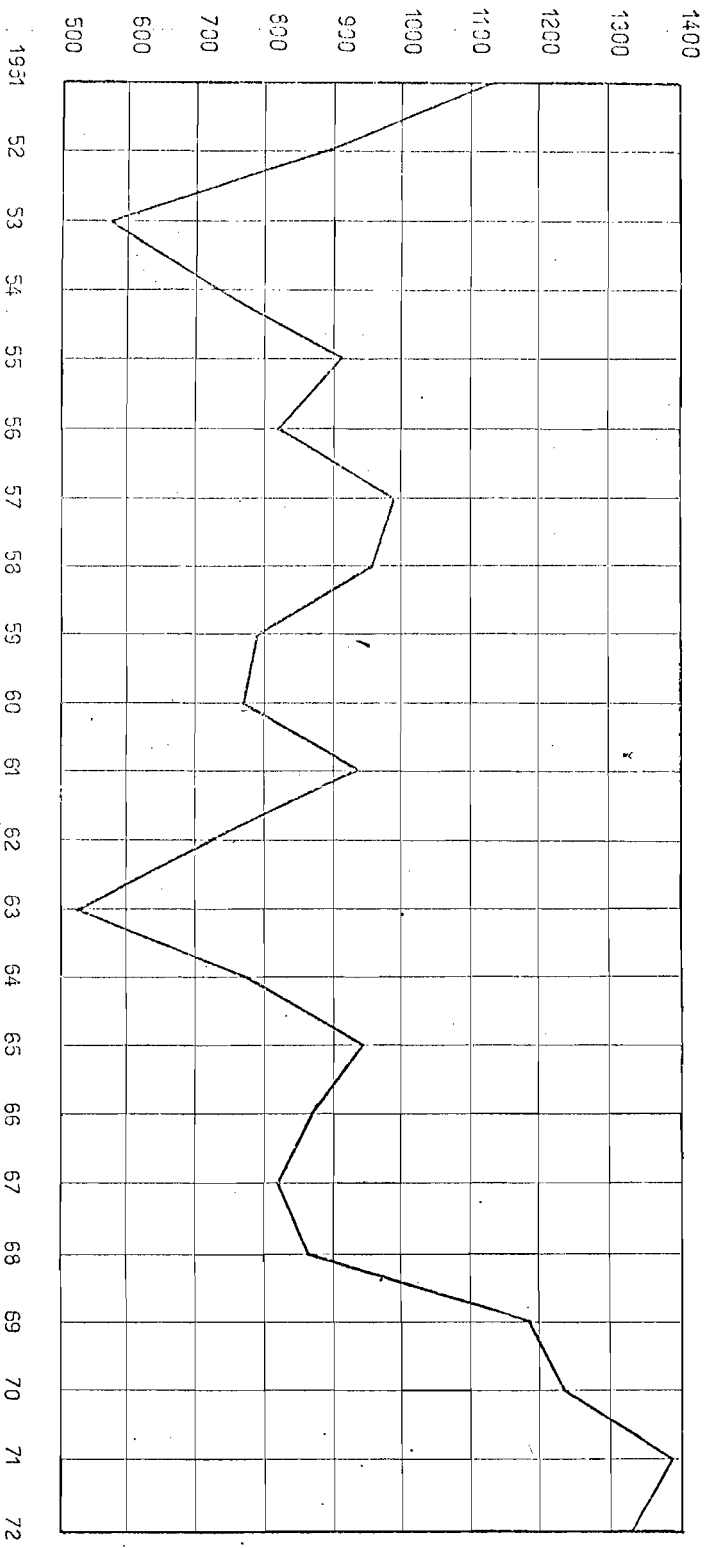


COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES

(Millones de Dólares)

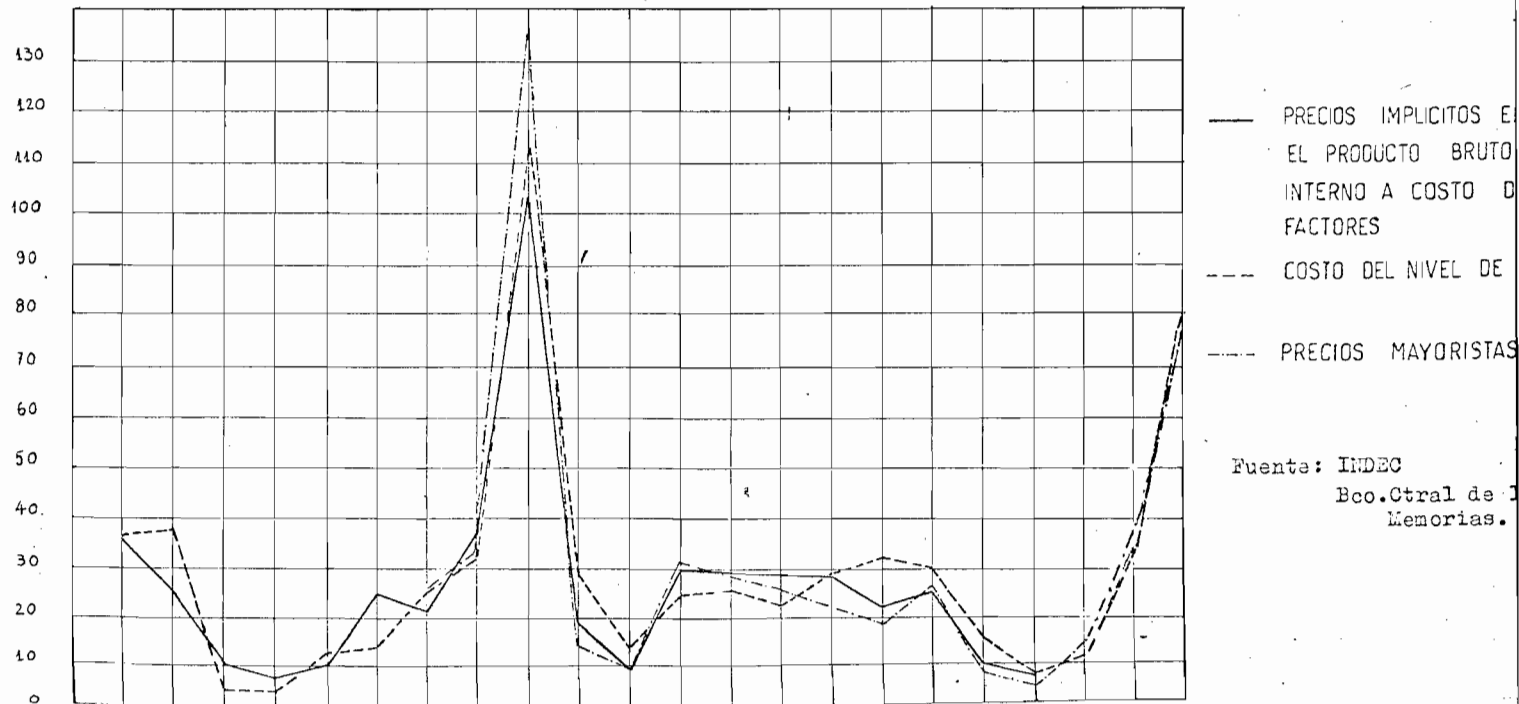


IMPORTACION DE BIENES DE UTILIZACION INTERMEDIA (Millones de dolares)



TASA DE INFLACION

(variacion porcentual)



COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES

Cuadro N° 4

CONCEPTO	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
BIENES DE CAPITAL	271,0	206,5	152,3	153,9	196,7	237,3	259,2	218,7	181,7	445,4	478,6	587,6	438,6	262,5	190,0	203,0	218,0	258,0	332,0
BIENES DE CONSUMO	69,5	76,6	74,7	90,0	69,4	76,8	59,8	61,1	23,7	28,9	49,0	52,2	31,9	45,0	60,0	48,0	46,0	45,0	69,0
BIENES DE UTILIZACION INTERMEDIA	1139,7	896,2	568,1	735,1	906,5	813,5	991,4	952,8	787,6	774,0	932,8	716,7	510,2	769,7	945,0	873,0	832,0	863,0	1175,0
a) COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES	153,9	178,0	193,6	181,0	203,2	250,7	317,5	251,4	209,5	156,0	129,7	91,6	57,4	83,7	114,0	108,0	93,0	81,0	101,0
b) OTROS BIENES DE UTILIZACION INTERMEDIA	985,8	718,2	374,5	554,1	703,3	562,8	673,9	701,4	578,1	618,0	803,1	625,1	452,8	686,0	831,0	765,0	739,0	779,0	1074,0
TOTAL	1480,2	1179,3	795,1	979,0	1172,6	1127,6	1310,4	1232,6	993,0	1249,3	1460,4	1356,5	980,7	1077,2	1195,0	1124,0	1096,0	1169,0	1576,0

Fuente: B.C.R.A. Memorias - Balance de Pagos

1970
365,0
82,0
1238,0
79,0
1159,0
1685,0

Cuadro Nº 5

AÑO	INDICE COSTO DE VIDA Nivel General (1) Indices, base 1960:100	INDICE DE PRECIOS MAYORISTAS Nivel General (2) Indices, base 1960:100	PRECIOS IMPLICITOS EN EL PRODUCTO BRUTO INTERNO AL COSTO DE FACTORES. Indices, base 1960:100 (3)
1951	11,8	11,0	12,5
1952	16,3	14,4	15,5
1953	17,0	16,0	16,9
1954	17,6	16,6	18,2
1955	19,8	18,1	20,1
1956	22,4	22,8	25,2
1957	28,0	28,2	30,5
1958	36,8	37,0	41,7
1959	78,7	86,4	84,3
1960	100,0	100,0	100,0
1961	113,7	108,2	189,6
1962	145,7	141,1	141,1
1963	180,7	181,6	180,5
1964	220,7	229,2	229,8
1965	283,8	284,0	293,6
1966	374,9	340,8	360,7
1967	483,7	428,0	449,0
1968	562,1	468,6	497,1
1969	604,7	497,6	535,0
1970	686,8	567,7	606,1
1971	925,3	791,9	825,4
1972	1.466,2	1.402,0	1.372,0

FUENTES: (1) y (2) elaborados sobre la base de datos del INDEC.

(3) Banco Central de la República Argentina. Origen del producto y distribución del ingreso.

Para encontrar los argumentos de un conjunto de funciones que permitieran fundar la hipótesis que constituía el tema elegido - que luego fue abandonado por los motivos que se darán, aunque quedó vigente para formular una serie de hipótesis científicas supuestamente valederas para el tema finalmente adoptado - parecía oportuno averiguar las argumentaciones que hubieren hecho anteriormente en favor de la conclusión de que la economía argentina es vulnerable en relación con las alternativas del sector externo, quienes se han ocupado del tema. No pude dejar de recordar a este respecto las palabras de Karl Popper (1):

"Entre los muchos métodos que puedo usar - que dependerán siempre desde luego del problema que se tenga entre manos - me parece que hay uno digno de ser mencionado (y que es una variante del método histórico que actualmente no está de moda): consiste simplemente en intentar averiguar qué han pensado y dicho otros acerca del problema en cuestión, por qué han tenido que afrontarlo, cómo lo han formulado y cómo han tratado de resolverlo. Esto me parece muy importante, porque es parte del método general de la discusión racional: si ignoramos lo que otros piensan o lo que han pensado, ésta tiene que acabar aún cuando uno de nosotros continúe contento hablándose a sí mismo".

Y en primer término correspondía recoger, en un resumen metodizado, la opinión de las autoridades del Banco Central de la República Argentina vertida en sus Memorias Anuales, ya que ella refleja en definitiva el desenvolvimiento de la economía y el manejo que se ha hecho de los instrumentos de política, con especial énfasis en los rubros que se consideran integrantes del Sector Externo.

Esas opiniones fueron sistematizadas en razón de las distintas metodologías con que en el transcurso de los veinte años considerados se han adoptado para su redacción. La síntesis se ha desarrollado respetando en lo posible - dada la necesidad de hacer una exposición coordinada y coherente - en los siguientes capítulos:

- 1) Oferta Global
- 2) Comercio Exterior y Balance de Pagos
- 3) Política Monetaria
- 4) Precios y Salarios
- 5) Demanda Global

Los números con que se inician los párrafos respectivos del resumen que sigue, corresponden a esos capítulos.

Las cifras correspondientes a las distintas variables económicas mencionadas en el resumen corresponden a los cuadros y gráficos que se

han incorporado en este trabajo, con sus fuentes respectivas. El cálculo

1951 - 1955

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

a) Introducción: El quinquenio 1951/55 corresponde a la segunda etapa del decenio cuya iniciación desde el punto de vista económico puede fijarse convencionalmente en 1946 con la reestructuración del sistema bancario y la nacionalización de los depósitos, y su término en 1955 con la adopción de una política que significa el debilitamiento paulatino de la intervención del Estado en operaciones comerciales internas y externas, de la facultad de fijar tipos de cambio, determinar el volumen de los recursos monetarios y su canalización a través de determinadas instituciones y actividades, de su influencia activa y permanente en la distribución de los ingresos.

2) El uso intenso en el primer quinquenio de las reservas acumuladas durante la guerra, que de 1700 millones de dólares descendieron a 450, principalmente por la nacionalización de servicios públicos y la repatriación de la deuda externa; la disminución de las exportaciones por la tendencia declinante de la producción agropecuaria y el debilitamiento de la demanda externa de alimentos con posterioridad a la cesación de las hostilidades; y el incremento de las importaciones para cubrir necesidades postergadas durante la guerra, fueron las causas principales del resultado negativo de los balances de pago de la República Argentina a partir de 1947. En 1949 el país llegó al estado de cesación de pagos por incumplimiento de créditos documentarios abiertos a favor de exportadores extranjeros, situación que pudo ser superada mediante un préstamo por 150 millones de dólares que el Banco de Importación y Exportación concedió a un consorcio de bancos locales con garantía del Banco Central.

La convicción de que la capacidad de pagos externa sólo podría recuperarse mediante un mayor volumen de producción exportable y una política selectiva de importaciones, determinó un cambio fundamental en la orientación económica del período 1951/1955 con relación a la del quinquenio anterior. La fijación anticipada de precios remunerados

tivos para la producción agraria; el apoyo crediticio amplio en las distintas etapas de la producción y distribución; el otorgamiento de permisos para la importación de equipos destinados a la mecanización de las tareas rurales y una mayor independencia de los exportadores para la libre negociación de las divisas, fueron algunas de las medidas destinadas a asegurar al productor rural una mayor participación en el ingreso generado por su propia actividad.

La nueva política produjo alternadamente variaciones significativas en el intercambio comercial, especialmente en 1953, año en el que una considerable producción agropecuaria y una estricta selección de importaciones provocaron un aumento de 353 millones de dólares en las reservas de oro y divisas. Sin embargo, en los otros años del período en consideración, diversas circunstancias impidieron conciliar el mantenimiento de un elevado nivel de actividad económica con resultados satisfactorios en el balance de pagos: la suba de precios de materiales críticos importados y la política del gobierno de asegurar su abastecimiento, con motivo de la guerra de Corea en 1951; los factores climáticos adversos, que redujeron los saldos exportables y obligaron a las autoridades a aplicar un plan de austeridad con efectos depresivos, en 1952; la caída de los precios de nuestros productos exportables en el mercado internacional en 1954. Pero en todos los años del período -con excepción de 1952- la mayor responsabilidad corresponde al hecho de que los mayores ingresos monetarios asignados al campo en virtud de la nueva política, no se transfirieron -por lo menos mientras no se producía el incremento de la producción- de los correspondientes al sector industrial, al trabajo o al Estado, pues seguía manteniéndose el tipo de cambio de 5 pesos por dólar para la importación de combustibles y de 7,50 para los demás abastecimientos, mientras el quebranto producido por la diferencia entre el precio asegurado a los productores y el obtenido por el IAPI en la negociación de las divisas era financiado mediante la expansión del circulante por el Banco Central.

Las circunstancias señaladas no permitieron, pues, en esos años, contar con un monto de divisas adecuado a las necesidades

crecientes de importación impuestas por el alto nivel de actividad industrial, nivel alcanzado y sostenido por una demanda para consumo privado sólo posible en virtud de una oferta de bienes con costos subsidiados por los tipos de cambio mencionados. Todo ello explica el déficit de 668 millones de dólares, el intercambio comercial del quinquenio 1951/1955, y el saldo del balance de pagos, que determinó una disminución de las reservas internacionales de 319,9 millones de dólares.

3) La política monetaria y crediticia siguió manejándose con los lineamientos fijados en la reforma de 1946, es decir, mediante la recepción de depósitos por los bancos por cuenta del Banco Central. Liberado en 1949 la obligación de mantener una relación porcentual entre el monto de los billetes y obligaciones a la vista y las reservas de oro y divisas, el Banco pudo atender ilimitadamente las demandas del sector público y los préstamos al sector privado a través del redescuento, según los cupos, destinos y bancos determinados por la Institución. Sólo en 1952, con la aplicación del Plan Económico, tan amplias facultades fueron deliberadamente contenidas a costa de los efectos depresivos en la actividad económica. Pero otros intentos de contención inflacionaria -mayor selección crediticia, financiación del déficit del presupuesto mediante colocación de títulos en las Cajas de Jubilaciones y desaliento de operaciones especulativas- fueron ampliamente neutralizados por la expansión monetaria provocada por los quebrantos en la comercialización de las cosechas, el financiamiento bancario de la construcción de viviendas, los subsidios al consumo de carne mediante reintegro de gastos a las empresas industrializadoras, y una serie de operaciones comerciales que, finalmente, produjeron un congelamiento de deudas del IAPI en los bancos oficiales por 27 mil millones de pesos. Tal congelamiento se convirtió en 1957 en el Bono de saneamiento Bancario mediante el cual el Gobierno Nacional se hizo cargo de dichas deudas para devolver a los bancos afectados un adecuado estado de liquidez.

Tal expansión monetaria, que impulsó intensamente la demanda de bienes y servicios, generó en 1955 un volumen de importaciones no susceptible de ser cubierto con los disminuidos saldos exportables, debiendo ser utilizados al máximo los márgenes de crédito fijados en los convenios bilaterales. Las dificultades que a partir de ese momen-

to surgieron para el aprovisionamiento de mercaderías fueron resueltas en 1956 mediante el Acuerdo Provisional de París, con Italia, Francia, Alemania, Inglaterra y Japón, que congeló dichos créditos para una refinanciación posterior y permitió la continuidad de las importaciones con cargo a las exportaciones corrientes del ejercicio.

1) En tal coyuntura de tendencias negativas para el balance de pagos, pero de satisfactorio crecimiento del Producto Bruto Interno -con excepción de 1952- a una tasa de 4,1 % en 1951 y 5,9% anual acumulativo en el trienio 1953/1955, la industria manufacturera, que por las necesidades de exportación ya anunciadas había cedido en 1953 a favor de la producción agropecuaria su mayor participación de los últimos años en la tasa global de crecimiento económico, recobró su fuerza expansiva en 1954 y 1955.

5) El volumen y estructura de la demanda de los bienes y servicios producidos, como consecuencia de las presiones inflacionarias generadas por la expansión de los medios de pago y la redistribución de ingresos por medio de subsidios, congelamiento de alquileres, regulación de precios y tipos de cambio alejados de la paridad real, determinaron que los bienes y servicios mencionados fueran absorbidos en 1950/1951 y en 1954/1955 más intensamente por el consumo privado; mientras que en 1952 la caída de la producción arrastró igualmente al consumo y a la inversión y en 1953 -recuperada la tasa de crecimiento económico después de la caída de 1952- el consumo y la inversión cedieron en favor de las exportaciones para compensar los resultados negativos del intercambio comercial del año precedente.

1 9 5 6

1) La devaluación de octubre de 1955, que fijó en 18 pesos por dólar el tipo de cambio para la comercialización de los principales productos; la implantación de un mercado libre para otras operaciones con el exterior y la liberalización del comercio de cereales, sustituyéndola de la financiación bancaria a través del IAPI, fueron las medidas iniciales del Programa de Estabilización y Restablecimiento Económico,

Tal comportamiento de los rubros del balance de pagos impidió que el mercado cambiario fuera presionado por la demanda, manteniéndose la cotización del dólar en el mercado libre dentro de los márgenes estrechos de la fluctuación. Se evitó así durante el año una presión adicional sobre los costos originada en oscilaciones cambiarias con posterioridad al impacto producido por la devaluación de 1955.

3) La política monetaria contribuyó, dentro de sus posibilidades, al programa de estabilización. Los medios de pago de particulares sólo crecieron un 16,7 % contra 17,5 % del año anterior. A pesar de que no había sido posible liquidar aún las existencias del IAPI a fin de reintegrar los descuentos otorgados para operaciones de dicho instituto, la liberación del comercio de granos y el refuerzo recibido por la Tesorería con el "Fondo de Restablecimiento Económico" -constituido por las retenciones a la exportación y los recargos a la importación- permitieron al sector público disminuir considerablemente su participación en la creación de capacidad adicional de compra. Los bancos comerciales, por su parte, asistidos adecuadamente por el Banco Central, compensaron ampliamente la retracción del sector público al no suspenderse totalmente el financiamiento bancario de la construcción de viviendas y apoyarse la expansión crediticia para atender necesidades adicionales creadas por los mayores costos emergentes de la devaluación y los aumentos salariales. Junto con la emisión producida por la compra de divisas por el Banco Central, los bancos, por vía del redescuento y el efecto multiplicador de los mayores depósitos, asumieron la responsabilidad de que los negocios se realizaran con un índice de liquidez adecuado para no afectar el volumen de la producción, teniendo en cuenta también la absorción de medios de pago que se venía operando en el sector privado con motivo de los fondos recaudados para constituir el "Fondo de Restablecimiento Económico".

1) La política monetaria señalada no fue suficiente por sí sola, con el manejo de la tasa de liquidez, para provocar un aumento del Producto Bruto Interno superior al 1,6 %, dados los factores climáticos adversos que afectaron la producción agropecuaria, y los paros obreros -con tres millones de jornadas laborales perdidas-

que impidieron que la actividad industrial mantuviera el elevado ritmo de crecimiento del año anterior, paros que culminaron con el incremento de los salarios nominales de convenio en diciembre con retroactividad a marzo del 40,6 %.

4) Frente al reducido incremento del Producto Bruto Interno, el propósito de mantener un estado de liquidez adecuado que se impuso la política monetaria, contribuyó, junto con los factores de inflación de costos ya señalados -devaluación e incrementos salariales-, para que los precios mayoristas se elevaran un 26 % con relación al año anterior, mientras el nivel del costo de vida sólo creció un 12,6 % en razón de mantenerse parcialmente los subsidios a determinados artículos de consumo.

5) En virtud de los límites impuestos por el débil crecimiento del Producto Bruto Interno, resultado concurrente de los factores positivos y negativos mencionados más arriba, que conformaron una determinada estructura de ingresos y de demanda, con relación al año anterior perdieron posiciones el consumo privado, la construcción pública y las inversiones en maquinarias y equipos, incrementándose en cambio la construcción privada en razón del financiamiento bancario que se ha señalado.

1 9 5 7 - 1 9 5 8

1) Durante el período 1957/1958 la actividad económica retoma su acelerado ritmo de crecimiento y lo hace a una tasa acumulativa anual para el producto bruto interno del 6,3 %, después de la pausa de 1956. A tal crecimiento contribuyen el sector agrícola -principalmente en 1958- favorecido por la liberalización del mercado de granos y el tipo de cambio más favorable, y la industria manufacturera, impulsada por la mayor demanda emergente de los aumentos salariales y la expansión de los medios de pago.

2) El intercambio comercial, afectado por la caída de los precios internacionales de nuestros productos de exportación, por el mayor costo de los combustibles con motivo del cierre del canal de Suez y por la influencia de las ventas realizadas por los Estados

Unidos de acuerdo con el régimen de la ley 480, arrojó un saldo desfavorable de 574,3 millones de dólares. También contribuyó a este resultado el ritmo creciente de las importaciones que se venía manteniendo desde 1955, a pesar de los permisos previos y las mayores restricciones impuestas en mayo de 1958. Si bien en 1956 la capacidad para importar pudo hacer frente a las demandas de importación por el aporte de capital privado de corto y largo plazo, tal corriente positiva fue perdiendo impulso y se convirtió en negativa en 1958. En tal forma, el elevado nivel de actividad económica que caracteriza el período en consideración, provocó una pérdida en las reservas internacionales de 397,8 millones de dólares.

No fueron ajenas a este desequilibrio las presiones y expectativas inflacionarias. Los importantes aumentos de salarios básicos de convenio decretados a fines de 1956 y mediados de 1958 -40,6 y 60 %- los nivelaron la relación entre los costos internos -algunos de ellos ya distorsionados por la cotización del dólar en el mercado libre- y los precios externos al tipo de cambio oficial; las autoridades debieron permitir, en la misma forma que ocurrió en el período 1951/1955, cada vez en mayor proporción la negociación en el mercado libre de las divisas provenientes de la exportación según el régimen de los aforos, sistema que había reemplazado al mecanismo inicial que absorbía en su origen el mayor volumen de divisas en el mercado oficial al tipo de 18 pesos por dólar.

3) La política monetaria acompañó sin resistencias, y fue uno de sus principales instrumentos, la expansión económica del período. Los medios de pago de particulares, superando los efectos positivos de las medidas de contención tomadas en 1956 y 1957 -que habían determinado solamente un incremento del 16,7 % y 12,3 % respectivamente- crecieron en 1958 un 46,1 %. El sector público, cuyos ingresos provenientes de las retenciones a la exportación y los recargos a la importación, habían decrecido como consecuencia de los ajustes requeridos por las necesidades del comercio exterior -a lo que se sumó la caída de la recaudación de los otros impuestos, con motivo del conflicto bancario, y los incrementos de sueldos en la administración pública- demandó al sistema bancario 27.000

millones de pesos. El sector privado, por su parte, a través de los bancos comerciales, impulsado también por las necesidades de los mayores costos y el volumen de la producción en ascenso, duplicó en 1958 los requerimientos del año anterior y participó en dicha creación con 25.000 millones. Tal expansión, que era el elemento eficiente para mantener en alto el nivel de actividad productiva, por otro lado, junto con la inflación de costos producida por el aumento de los salarios y la persistente devaluación debida a la mayor negociación de divisas en el mercado libre, determinaron un aumento en los precios mayoristas de 23,7 % en 1957 y 31,2 % en 1958, porcentajes en los que debe incluirse también la incidencia de la eliminación de los subsidios que venían distorsionando los precios de algunos artículos desde el período anterior.

5) El volumen de bienes y servicios producidos, resultado del alto nivel de actividad económica alcanzado a expensas de la reducción de las reservas internacionales y el endeudamiento externo, en un clima de intensas presiones inflacionarias de costos y de demanda, se canalizó simultáneamente con ritmo creciente hacia el consumo y la inversión, sin que la demanda para la exportación, a pesar de la disminución de las existencias de productos agropecuarios, proporcionara el volumen de divisas indispensable para hacer frente a las crecientes importaciones emergentes de la alta tasa de crecimiento del período. Las inversiones en elementos de transporte en 1957, en la construcción pública en los dos años, y el consumo privado, constituyeron los sectores en los cuales se concentró la mayor parte del incremento del producto total.

1 9 5 9

1) En 1959, como resultado de las medidas antiinflacionarias contenidas en el Programa de estabilización de diciembre de 1958 el Producto Bruto Interno cayó 5,8 %. El crecimiento de la producción agrícola y el avance importante en la explotación de petróleo, no pudieron compensar el deterioro de la producción ganadera, consecuencia de la liquidación de los plantales en los años anteriores, y la reducción de la producción industrial, debido a la disminución de la demanda de los sectores afectados por la devaluación y por los cambios en

gadas de los obreros metalúrgicos y textiles.

2) El intercambio comercial logró superar el importante saldo negativo de los cuatro ejercicios anteriores -que en conjunto osciló en los 1.000 millones de dólares-, y arrojó un superávit de 17 millones de dólares. Influyó en tal resultado la considerable disminución de las importaciones, como consecuencia del establecimiento de recargos y permisos previos, el debilitamiento de la demanda en la industria manufacturera y la utilización más intensa de las existencias acumuladas en el período de expansión anterior. La capacidad para importar logró, además, un apoyo adicional de capital autónomo por 35,2 millones de dólares. Frente a la disminución de las importaciones reales pudo obtenerse un saldo favorable de 77,2 millones de dólares en el balance de pagos. Dicho saldo y el endeudamiento con organismos oficiales y bancarios del exterior por 195 millones de dólares, permitió afrontar el pago de 36 millones de dólares de aportes a organismos internacionales y elevar el monto de las reservas en 271,1 millones de dólares.

Tal evolución del balance de pagos permitió la estabilización del peso en alrededor de 80 pesos por dólar en el mercado único creado a partir del 1° de enero, cotización que se mantuvo hasta el mes de abril de 1962, pero, como se verá en el análisis del próximo período, ya en 1961 con el apoyo del Banco Central, que debió vender divisas en un monto considerable, lo que hizo disminuir las reservas en 193,6 millones de dólares. Durante ese largo período el valor externo de la moneda dejó de influir negativamente en la formación de los costos. Pero el impacto inicial de la devaluación de diciembre de 1958, el aumento de los salarios básicos de convenio en un 66,9 %, la eliminación de subsidios y el reajuste de las tarifas de servicios públicos, hicieron ascender los precios mayoristas en 86,4 %.

3) La política monetaria en este período estuvo dirigida definitivamente a alcanzar uno de los objetivos básicos del programa: la estabilización monetaria. Expandidos los medios de pago en 23

sector agropecuario, por condiciones climáticas adversas, la industria manufacturera, la construcción y la explotación de minas y canteras, hicieron el mayor aporte a la tasa de crecimiento mencionada.

2) La inflexión de la tendencia está íntimamente ligada al aumento de las importaciones, que ascendieron en 1960 y 1961 a 1249,5 y 1460,5 millones respectivamente, contra 983,6 millones del año anterior. Tal volumen de importaciones, no fue la consecuencia de una mayor capacidad de pagos aportada por las exportaciones, que se mantuvieron en el promedio anual de los 1000 millones de dólares, sino de la importación de maquinaria y equipos con pago diferido, y el ingreso de capital líquido. Tal aporte, que ascendió a 772,1 millones de dólares, determinó en los dos años una capacidad para importar de 2712,4 millones de dólares, y permitió que el balance de pagos del período en consideración cerrara con un déficit de sólo 16,9 millones de dólares, dado que el superávit de 1960 fue absorbido totalmente por el déficit del año 1961. Tal déficit, el pago de las subscripciones a organismos internacionales y el ingreso de divisas en el Banco Central por 114,8 millones de dólares, ocasionaron un endeudamiento con organismos bancarios e instituciones oficiales del exterior, por 136,4 millones de dólares.

La afluencia de capital privado en 1960 y 1961 y la disminución de reservas por 193 millones de dólares en 1961, permitieron la estabilidad del peso en el mercado cambiario, que fue la característica principal del período considerado, situación que se mantuvo hasta la crisis monetaria de abril de 1962 en que el Banco Central se vio obligado a suspender las ventas y dejar librada la cotización al juego de la oferta y la demanda sin intervención oficial. En síntesis, también en los dos años considerados la cotización del dólar dejó de ser un factor inflacionario en la formación de los costos internos.

3) Con la finalidad de superar el receso económico de 1959, se fijó como objetivo de la política monetaria dar a la economía un índice de liquidez compatible con las perspectivas del

de crecimiento fueron, tomando las variaciones de diciembre a diciembre, de 0,9 % para 1960 y 15,5 % para 1961. Si bien los precios se habían liberado de las presiones originadas en las devaluaciones persistentes y continuadas, después el impacto de la devaluación de diciembre de 1958, debieron absorber las emergentes de los aumentos de salarios de convenio, que ascendieron al 15,9 % en 1960 y 23,4 % en 1961.

El sector público no contribuyó fundamentalmente a la expansión de los medios de pago necesarios para alcanzar tal índice de liquidez, pues logró cubrir así todo su déficit con la mayor recaudación impositiva y la colocación de títulos nacionales, Bonos de Tesorería y Cédulas Hipotecarias. La compra de divisas por el Banco Central en momentos en que la oferta superaba a la demanda, pudo cubrir sólo en parte las necesidades de numerario de la plaza, frente a la contracción del sector público, por cuyo motivo la expansión del circulante en 1960 sólo fue del 21 %, es decir, relativamente casi la mitad de la creación del año anterior, y en 1961 del 0,7 %, cuando ya el Banco Central era un factor de absorción por la venta de divisas en el mercado. En consecuencia, los bancos privados quedaron con la mayor responsabilidad para atender, a través del efecto multiplicador de los depósitos, las necesidades adicionales de liquidez para hacer frente al aumento de los precios y promover la reactivación de la producción. La liberación de exigencias de efectivo mínimo, la utilización al máximo de las disponibilidades bancarias más allá de los límites autorizados y la transferencia de depósitos a plazo fijo por los bancos oficiales a los bancos particulares, contribuyeron a producir, a través de los mayores préstamos, las variaciones necesarias en la tasa de liquidez, de acuerdo con el objetivo antes señalado. Por tal motivo, en la creación de medios de pago de 1960 el sector privado participó con 27 millones, el sector externo con 19 mil millones y el sector público sólo con 11 mil millones. Y en 1961 el sector privado con 25 mil millones, el sector público con 4 mil millones, mientras el sector externo se constituyó en factor negativo con una absorción de 10 mil millones de pesos.

5) Los factores negativos que afectaron el valor y el volumen de las exportaciones -baja de los precios internacionales-

5) Los factores negativos que afectaron el valor

les de la carne y mayor consumo de cereales en 1961- impidieron que las mismas crecieran al mismo ritmo que el Producto Bruto Interno, en forma tal que los otros componentes de la demanda global -consumo e inversión- absorbieron el mayor volumen de bienes y servicios, especialmente la inversión bruta fija en maquinaria y equipos durables de producción, que generan un más elevado índice de importaciones, aunque constituyen un factor positivo en el proceso de producción de bienes en el corto plazo. Además, en 1961 las inversiones en el sector energético, en 1960 la construcción pública, con motivo de obras de infraestructura realizadas por empresas del Estado, participaron en forma intensa en la absorción de bienes y servicios producidos, mientras el consumo privado se mantuvo en los niveles y ritmo de crecimiento acorde con el incremento del Producto Bruto Interno.

1 9 6 2 - 1 9 6 3

La disminución progresiva de las reservas de oro y divisas que caracteriza el final del período cuya evolución se acaba de señalar continuó en los primeros meses de 1962 y provocó una nueva pérdida de 161 millones de dólares hasta el mes de abril, fecha en la cual se suspende el sostén de la cotización del dólar que se venía manteniendo con estrechas oscilaciones desde 1959. Abandonado al libre juego de la oferta y la demanda, la divisa norteamericana se cotiza a 114 pesos moneda nacional en mayo y a 154 pesos en diciembre.

1) La transferencia de ingresos que las sucesivas devaluaciones fueron provocando y la caída del índice de liquidez del mercado, como consecuencia del incremento de los costos y la absorción de circulante producida por la venta de divisas por el Banco Central, influyeron en el nivel de la producción del período en consideración, que en 1962 decreció en 1,8 % y en 1963 en un 3,6 %, o sea una tasa acumulativa decreciente del 2,7 % anual. La industria manufacturera y la construcción acusaron el mayor deterioro porcentual que no pudo ser compensado, para evitar la caída de la tasa global, por la explotación petrolífera y algunos signos positivos de poca significación en el sector agropecuario.

2) El cambio en la estructura relativa de los precios

en favor de los bienes exportables que la modificación paulatina del tipo de cambio llevaba aparejado, provocó un incremento en los ingresos por exportaciones -que ascendieron a 1216 millones de dólares en 1962- y una disminución de 220 millones de dólares en el monto de las importaciones de materias primas, productos intermedios y combustibles. El efecto conjunto de ambos factores alivió la tensión que el mercado cambiario sufría desde 1961 y hasta abril de 1962, pero no fue suficiente para pagar los bienes de capital que ingresaron al país en cumplimiento de contratos anteriores y para hacer frente a la corriente negativa de capital privado. Ello fue la causa de la considerable merma de las reservas de oro y divisas que acusó el balance de pagos de 1962, que ascendió a 340,3 millones de dólares.

3) La política monetaria, frente a tales tendencias de los rubros componentes del balance de pagos, no tuvo en sus manos los instrumentos adecuados para evitar el estado de iliquidez que afectaba a numerosas empresas y hacer compatible el mantenimiento de actividad económica, la estabilidad del tipo de cambio y un aceptable caudal de reservas, que había llegado ya a límites críticos. La expansión monetaria producida por obra del sector público -19^{mil} millones en 1962- se vio contraída a su vez por la absorción de circulante originada en la venta de divisas por el Banco Central -25 mil millones- y la institución no pudo en ningún momento actuar en el mercado en dirección contraria para mejorar el índice de liquidez y contribuir simultáneamente a la reposición de las reservas. Por otra parte, la expansión crediticia a través del sector privado, en una coyuntura de disminución de ventas, hubiera alentado -como ya estaba ocurriendo en muchas empresas- la desviación de los recursos hacia operaciones especulativas y colocaciones en divisas. A pesar de ello, para aliviar la situación, a mediados de año se reinplantó un régimen de redescuentos de emergencia a favor de empresas afectadas por un agudo estado de iliquidez que fuera consecuencia de circunstancias ajenas a su control.

No obstante la caída de la demanda por la transferencia de ingresos emergente de las devaluaciones sucesivas a partir de mayo y por la iliquidez mencionada, resultado de un incremento

de los medios de pago no equivalente al aumento de los costos, los precios mayoristas aumentaron 41,1 %, entre diciembre de 1961 y diciembre de 1962, por efecto de las mismas devaluaciones, de los importantes aumentos de los salarios nominales de convenio aprobados en 1961, de los nuevos aumentos salariales decretados en 1962 (24,8 %), y de la baja productividad resultante del alto porcentaje de capacidad ociosa en la industria. Consecuencia inevitable de la interacción de todos los factores señalados fue la caída de la producción, que hizo posible a su vez la reducción de las importaciones de materias primas y productos intermedios ya mencionada, y que afectó principalmente a la industria manufacturera con su consiguiente repercusión sobre el comercio y otros servicios.

1) Recién transcurrido el primer semestre de 1963 comenzó a observarse la inflexión de la tendencia con la reactivación de la construcción privada y la producción de automotores, tractores y máquinas agrícolas, pero no alcanzó a evitar que el producto bruto del año cayera en un 3,6 % con relación a 1962.

3) Tal reactivación se fortaleció y propagó ante la perspectiva que ya vislumbraba del resultado del intercambio comercial, que finalmente arrojó un superávit de 384,8 millones de dólares. El saldo favorable de 157,5 millones de dólares en el balance de pagos de 1963 permitió reducir el déficit del conjunto de los dos años considerados a sólo 144,2 millones de dólares. El citado déficit y la amortización de deudas a favor de organismos bancarios e instituciones internacionales, provocó una reducción de las reservas de oro y divisas por 193,1 millones de dólares.

El comportamiento de los rubros del balance de pagos de 1963 provocó una mayor oferta de divisas por parte de los exportadores, oferta que superó en varias etapas la demanda de la importación y de la ininterrumpida corriente negativa de capital privado de corto plazo. En tal situación el Banco Central pudo adquirir 177 millones de dólares para fortalecer sus reservas y cumplir con sus compromisos sin presionar sobre el mercado.

2) La política monetaria tuvo, en consecuencia, en

pulsada por el estímulo de una demanda eficiente y deliberadamente alentada por la expansión de los medios de pago, los aumentos salariales, y, finalmente, cuando al final del período crecen las expectativas inflacionarias, por la tendencia de las empresas a incrementar sus existencias a pesar de la disminución de la demanda.

2) El satisfactorio ingreso por exportaciones

-2898,5 millones de dólares- principalmente como consecuencia del mayor volumen de la producción agropecuaria,-con un embarque de 10 millones de toneladas de cereales en 1965- facilitó el pago de los servicios financieros y amortizaciones correspondientes a las importantes obligaciones contraídas en el exterior por el reequipamiento de los años anteriores, y permitió importar por valor de 2272,4 millones de dólares, en forma tal que la industria pudo contar con los abastecimientos de materias primas y productos intermedios requeridos por el ritmo creciente de la producción y la demanda, y reponer también las existencias utilizadas en 1963 con motivo de las severas restricciones a la importación que rigieron en ese año. Sin embargo, el cumplimiento estricto de las obligaciones exteriores determinó en 1964 la utilización adicional de reservas de oro y divisas por 111,5 millones de dólares.

En 1965 las autoridades debieron tomar determinadas decisiones destinadas a recuperar el equilibrio: la refinanciación de la deuda externa; la emisión de bonos para el pago de obligaciones y servicios con el exterior; los depósitos previos de importación; la limitación de compras de máquinas y equipos con planes de financiamiento externo de corto plazo y restricciones a determinadas transferencias de fondos, medidas todas que evitaron en ese año la utilización de reservas del Banco Central pero que contribuyeron a acelerar la corriente negativa del movimiento de capitales de corto plazo, que absorbió 143 millones de dólares en 1965. El balance de pagos del período arrojó un saldo favorable de 94,3 millones de dólares, que agregados a los 95,8 millones de utilización de las reservas -en las que se incluyen 2,8 millones de aportes a organismos internacionales- ~~se~~ determinaron una disminución de la deuda con

organismos oficiales y bancarios del exterior por 193 millones de dólares.

Visto la presión compradora en el mercado libre controlado de cambios, por efecto de tales factores, el Banco Central, entre 1964 y 1965, en su función reguladora, para evitar mayor drenaje de sus ya reducidas reservas, debió permitir sucesivas devaluaciones del peso, mientras que el deterioro en el mercado paralelo adquiría mayor significación, constituyéndose en uno de los principales determinantes de la inflación de costos, junto con las variaciones de los salarios básicos de convenio que se incrementaron 28 % en 1964 y 32,5 % en 1965.

3) Dichas presiones y expectativas inflacionarias se propagaron al circuito monetario. La expansión primaria del Banco Central significó un incremento de 39,5 % en 1964 y 25,9% en 1965. Complementada con la creación secundaria de los bancos comerciales la creación neta de medios de pago en los dos años considerados ascendió a 270 mil millones de pesos. El sector público, a cuyo favor se había ampliado el margen de colocación de títulos en el Banco Central en el mes de enero de 1964, fue el principal responsable de tal creación con el 75 % del total; el 10 % correspondió a la adquisición de divisas en el mercado por el Banco Central y sólo el 15 % al sector privado. El impulso que recibió la demanda por tan importante masa monetaria hizo posible la tasa de crecimiento del producto bruto interno. Dicho impulso perdió fuerza en 1965 por el aumento de las exigencias de efectivo mínimo, el menor requerimiento de la Tesorería -que utilizó en mayor medida los depósitos del Fondo Unificado- y los efectos absorbentes de los depósitos previos de importación, pero al reducirse el índice de liquidez hacia el fin del año, disminuyó también el ritmo de expansión de la actividad industrial.

4) En definitiva, considerando los dos años del período, el volumen de medios de pago creados, principalmente por la demanda del sector público, no fue representativo de un equivalente crecimiento de la producción real, a pesar de su elevada tasa de crecimiento, en forma tal que el exceso de demanda sobre la oferta de bienes

se trasladó a los precios, que soportaron también la presión de los mayores costos ya mencionada, como consecuencia de las devaluaciones y los aumentos de salarios. Los precios mayoristas subieron 26,2 % en 1964 y 23,9 en 1965.

5) Tal coyuntura de elevado ritmo de producción con fuertes presiones inflacionarias y un bajo nivel de seguridad en las reservas internacionales, por efecto de los hechos que se acaban de exponer, dio como resultado una distribución de ingresos y una estructura de demanda correlativa en virtud de la cual el incremento de los bienes y servicios fue absorbido en mayor proporción por el consumo particular, por la paulatina recuperación de la construcción privada después de la caída que sufrió en 1962/1963, y en menor medida por algunos sectores de la inversión bruta fija en equipos durables de producción.

1 9 6 6

En 1966 el Producto Bruto Interno declina en un 0,4 % después del período de expansión de los años 1964 y 1965. Tal deterioro fue consecuencia de la disminución de la producción agropecuaria por razones climáticas, de la industria manufacturera, por disminución de la demanda, y de la construcción pública, por dificultades de financiamiento. Estos resultados negativos no pudieron ser compensados totalmente con la mayor producción ganadera, el incremento de la extracción de petróleo y gas y la expansión de la construcción privada.

2) Debido a los mayores embarques de carne y subproductos ganaderos y a la existencia de productos agrícolas de la cosecha anterior, que compensaron la baja producción del año, las exportaciones alcanzaron su más alto nivel con 1593,2 millones de dólares. Tan alto volumen no pudo determinar, sin embargo, un significativo saldo favorable en el balance de pagos, suficiente como para incrementar en un monto satisfactorio las reservas en oro y divisas o para amortizar la deuda con organismos e instituciones bancarias internacionales en la misma proporción. Los compromisos por servicios financieros, la amortización de deudas privadas por importación de equipos con

pago neto -a pesar de haber sido parcialmente cubiertas con la entrega de los bonos externos-, y la persistente corriente negativa de capitales de corto plazo, absorbieron en gran parte ese potencial, que quedó reducido a 1169,6 millones de dólares. Aplicadas a dicho saldo las importaciones reales, por 1124,3 millones de dólares, el superávit del balance de pagos sólo ascendió a 42,1 millones de dólares. Dicho saldo y una disminución de reservas por 4,7 millones de dólares se destinaron a amortizar deudas con organismos internacionales por sólo 20,1 millones de dólares.

El mercado de cambios, favorecido por la oferta proveniente del elevado monto de las exportaciones, toleró en una primera etapa sin variaciones sustanciales en el precio de las divisas, no sólo la presión de las importaciones que se venían realizando con el mismo ritmo de años anteriores, sino también la adquisición por el Banco Central de 100 millones de dólares, importe que agregado a los ingresos provenientes del Fondo Monetario Internacional y la Tesorería de los Estados Unidos, permitió a dicha institución, finalmente, cumplir con sus propios compromisos sin mayor afectación de las reservas, que sólo se vieron disminuidas al finalizar el año en los 4,7 millones de dólares ya mencionados. Pero la presión compradora se fue acentuando a medida que transcurrió el ejercicio y a las necesidades de divisas para atender los elevados servicios financieros se agregó la demanda para afrontar la persistente tendencia negativa del movimiento de capitales de corto plazo, tendencia que recibió un mayor impulso cuando el incremento de los salarios básicos de convenio en un 36,4 % sumó un nuevo factor negativo para el mantenimiento del equilibrio entre los costos internos y el tipo de cambio, haciendo presumir a corto plazo nuevas devaluaciones. Tres devaluaciones sucesivas, por resoluciones de mayo, agosto y noviembre, representaron en el año un deterioro del 30 % en el valor externo de nuestra moneda.

3) El circuito monetario fue un factor de propagación de la inflación de costos emergente de la devaluación y el aumento de los salarios, y debió también acceder a las demandas directas del fisco, cuyo déficit fue el principal responsable de la expansión

primaria del Banco Central, con una extracción de 99 mil millones de pesos, que se sumó al aumento de la circulación por la adquisición de divisas por el Banco Central en el mercado de cambios. Debido, por su parte, a la ampliación de la capacidad prestable de los bancos comerciales, principalmente con motivo de tal expansión, los medios de pago de particulares crecieron en un 35 %, tasa superior al 26 % del año anterior. Además, la liberación de efectivos mínimos, la reducción de depósitos previos -cuyos equivalentes estaban esterilizados- y la disminución de la liquidez de los bancos a costa del incumplimiento de las exigencias legales sobre los nuevos depósitos, fueron los instrumentos mediante los cuales los bancos promovieron la utilización más intensiva de sus recursos prestables adicionales y contribuyeron mediante la ampliación de los préstamos a la actividad privada, a tan alta tasa de liquidez.

Sin embargo, el estímulo que en el período anterior proporcionaron los medios de pago adicionales para el crecimiento del Producto Bruto Interno, no actuó en el mismo sentido a pesar de su más elevada tasa de expansión; los precios mayoristas crecieron un 20 %.

5) La circunstancia de que las sucesivas devaluaciones determinaron aumentos de precios con anticipación a los aumentos de los salarios nominales y que estos a su vez fueran sólo suficientes para retrotraer el salario real al nivel del año anterior, provocó la caída de la demanda de bienes durables de consumo; la disminución de los ingresos del sector agropecuario como consecuencia de factores climáticos; la reducción de las inversiones públicas y la ausencia de incentivos para la inversión privada, determinaron una caída en el sector de Equipos y Máquinas durables de producción, la que a su vez arrastró la producción de industria siderúrgica; finalmente, las expectativas inflacionarias creadas por las sucesivas devaluaciones y el comportamiento de algunos rubros del balance de pagos, a pesar del elevado monto de las exportaciones, influyeron para que las empresas, contrariamente a lo sucedido en el año anterior, abandonaran la política de incrementar sus existencias, frente a la posibilidad

de un cambio radical en la política de ingresos, con fines de estabilización.

5) Las exportaciones absorbieron una mayor proporción del incremento de bienes dentro de los componentes de la demanda global, manteniendo la construcción privada el ritmo de crecimiento iniciado en el período anterior, en el marco de la declinación de los demás sectores de la inversión bruta fija. También el gasto público mantuvo la tasa de expansión del año anterior, mientras el consumo privado permaneció en el mismo nivel.

1967/70

1) La disminución del ritmo de la actividad económica en 1966; las presiones inflacionarias persistentes sobre los costos y sobre la demanda; los incrementos de salarios y la expansión de los medios de pago; constituyen el panorama previo en función del cual se instrumenta el Plan Económico de marzo de 1967, año en que la tasa de crecimiento retoma el ritmo ascendente con el 2,5%, siguiendo con el 4,6% en 1968, el 7,9% en 1969 y el 4,1 % en 1970.

El sector agropecuario y la construcción determinan inicialmente los impulsos que contribuyen a la inflexión de la tendencia en 1967, frente a la pausa que se mantiene en la industria manufacturera, limitada su producción por la necesidad de las empresas de reducir las existencias acumuladas y la menor demanda de los sectores productores de bienes durables de consumo. En 1968, frente a la caída de la producción agropecuaria, especialmente por el bajo rendimiento de las cosechas de algunos cereales de mayor significación, los incentivos para el crecimiento los aporta inicialmente el sector de la construcción, con su propagación inmediata al sector industrial en las ramas vinculadas con ella, y posteriormente a los otros sectores, que reciben a mitad del año el aliento adicional de los préstamos personales concedidos en virtud de la liberación parcial de exigencias de efectivo mínimo.

En 1969 la expansión se produce en todas las actividades, destacándose en su ponderación la industria manufacturera con 7,2%; el sector agropecuario muestra un incremento del 4,4% y la construcción de 4,3%.

1970 es el cuarto período consecutivo de expansión económica. El sector agropecuario crece 1,5%, como consecuencia de un crecimiento del sector agrario del 9,4% y una caída del sector pecuario del 6,4%. La industria manufacturera crece un 5,1% y la construcción 13,8%, fundamentalmente por el impulso de la construcción pública.

2) El sostenido nivel de exportaciones vigente desde 1962 recibió un impulso favorable en este período, aunque debilitado en alguna medida en

1968, como consecuencia de menores saldos exportables de cereales y el deterioro de alguno de sus precios, y por las dificultades surgidas en el comercio de carnes, compensado parcialmente por un incremento significativo en la exportación de productos no tradicionales. Este impulso que se observa en el período obedece a la evolución favorable de la demanda internacional en cereales y carnes, así como a la reanudación de los embarques de carne vacuna al Reino Unido. Asimismo, en algún momento, la menor oferta de otros países origina mejoras en los precios internacionales de algunos de nuestros productos tradicionales de exportación.

La corriente positiva de capitales privados que se restableció en 1967, aunque debilitada en 1969, como consecuencia del programa de estabilización, se vió reforzada con la colocación de títulos para obras públicas en el exterior, incrementándose así la cantidad de divisas disponibles en 1027,5 millones de dólares. Cubiertos los servicios reales y financieros, la capacidad para importar bienes de capital, de consumo y los combustibles y materias primas necesarias para el mantenimiento de la actividad industrial, ascendió a 6275,2 millones de dólares, cuya menor utilización dejó un saldo favorable de 740,3 millones de dólares. Amortizadas las deudas con organismos oficiales y bancarios del exterior por 321,3 millones de dólares, las reservas de oro y divisas se incrementaron en 462,2 millones de dólares.

3) El sistema monetario, en 1967 y 1968, en respuesta a los estímulos del balance de pagos y de la política crediticia, pudo crear los recursos indispensables para dar a la economía un índice de liquidez adecuado, que, además de provocar la baja de las tasas de interés bancario y extrabancario, permitió alcanzar dos objetivos del programa: 1) Atender normalmente el desenvolvimiento de la actividad productiva y las transacciones, sin depresión inmediata y con crecimiento adecuado después; 2) Evitar presiones inflacionarias por exceso de demanda. Así, mientras el primer objetivo recibió un significativo apoyo con los 118 mil millones de pesos con que contribuyeron a la expansión las compras de divisas en el mercado, y en 1968 del importante aumento de 358 mil millones de pesos en los préstamos bancarios, el segundo objetivo halló un importante respaldo en el comportamiento del sector público, que disminuyó sus demandas de circulante al Banco Central de 99 mil millones en 1966 a 64 mil millones en 1967 y a 38 mil millones en 1968, como consecuencia de la reducción de gastos y aportes a las empresas del Estado, el aumento de los ingresos, especialmente las retenciones a la exportación y los recargos de importación, y el mayor uso de recursos no inflacionarios por vía del Fondo Unificado, la colocación de títulos internos y externos para obras públicas y la emisión

Sin embargo, el panorama que acabamos de esbozar en lo referente al sistema monetario sufrió un cambio sustancial en 1969 y 1970. Si bien los medios de pago de particulares sólo se incrementaron en un 10,7% en 1969, la presión sobre el mercado de cambios y la salida de divisas que fue su consecuencia - por determinados hechos políticos que se produjeron en el mes de mayo - se tradujeron en una reducción de la liquidez que no tardó en reflejarse en un aumento de las tasas de interés extrabancarias. El riesgo de que los fondos provenientes de créditos bancarios presionaran sobre el mercado de cambios, o sobre la demanda de bienes determinó que en el transcurso del ejercicio se adoptaran estrictos criterios para la reducción del crédito. Por ese motivo las entidades financieras no bancarias expandieron su actividad a un ritmo superior al de los bancos comerciales, aumentando el ritmo de crecimiento de sus fuentes de fondos que fueron destinados a la financiación de la venta de automotores y de bienes de consumo durable. Crecieron consecuentemente las tasas de intereses cobrados por estas entidades y también las tasas del mercado de aceptaciones.

Simultáneamente el desequilibrio de la Tesorería fue 19,2% mayor que el del ejercicio anterior. El 37,3% del mismo fue financiado por el Banco Central; esta financiación al sector público compensó la mayor parte del efecto monetario contractivo que tuvieron las operaciones con el exterior. Las entidades bancarias utilizaron al máximo sus posibilidades financieras para hacer frente a la creciente demanda de fondos y compensar en parte los efectos contractivos del sector externo; para ello redujeron sus excedentes de efectivo mínimo, quedando en situación de déficit de encaje en el último mes del año. Además utilizaron en un gran volumen las liberaciones condicionadas de efectivo mínimo en una mayor proporción que la originada por el crecimiento de los depósitos bancarios, que significó una disminución de los encajes medios observados en 1968. El aumento de los depósitos en los bancos comerciales fue apreciable frente a la escasa variación de la base monetaria del Banco Central. La expansión secundaria, fundamentalmente a través de préstamos a empresas, fue posibilitada por los factores ya comentados: reducción de las reservas libres, mayor utilización de liberaciones de encajes y también por los préstamos otorgados por algunas de esas entidades con líneas de crédito en moneda extranjera recibidos del exterior, cuya cobertura a término realizaron en el Banco Central a la tasa de regulación del 4%.

Durante 1970 los recursos monetarios tuvieron en cambio un comportamiento expansivo principalmente en el último trimestre. Los medios de pago de particulares se incrementaron en un 22,4%. Las compras netas de

y contribuyeron a la expansión mencionada. Se retomó así, con significativo impulso la tendencia compradora interrumpida en 1969. Los bancos determinaron reconstituir sus reservas de efectivo, que habían descendido por debajo de las exigencias mínimas legales al finalizar el año 1969. De tal manera, en la mayor expansión de medios de pago de 1970 con relación a 1969, la participación que le cupo a cada sector cambió fundamentalmente en relación, respectivamente con el año anterior:

1969:	Banco Central	1,0 %	;	Bancos Comerciales,	26,4%
1970:	"	19,9 "	;	"	24,5%

4) La ausencia, a partir de 1967 - abril - de devaluaciones continuadas y persistentes y de aumentos salariales masivos, durante 1968 y 1969, después de los ajustes iniciales, eliminó las dos principales presiones de inflación de costos. Por otra parte, la creación del mayor porcentaje de los medios de pago a través de los bancos comerciales, para satisfacer las necesidades de la actividad privada, y la disminución de la participación del sector público, tendieron principalmente a crear incentivos destinados a obtener - al no existir oportunidades para inversiones especulativas - una mayor elasticidad en la oferta de bienes, eliminando así otro de los factores determinantes de la inflación; un exceso de demanda frente a una oferta demasiado rígida. Finalmente, los acuerdos concertados con importantes sectores empresarios y la liquidación de existencias evitaron que los mayores costos se trasladaran a los precios en su totalidad. Estos factores explican correlativamente, la evolución de las tasas de crecimiento de los precios mayoristas, de 25,7% en 1967 - que incluye el impacto de los ajustes iniciales de marzo -, 4,9% en 1968, 6,6% en 1969. En cambio, en 1970, el incremento fue del 14,1%, como consecuencia, fundamentalmente, de dos reajustes de salarios realizados en el año.

5) La política de ingresos y la política monetaria que se han esbozado conformaron una estructura de demanda del período considerado en virtud de la cual el incremento de los bienes y servicios disponibles fue absorbido en mayor medida, sobre todo en 1968 y 1969, por la inversión bruta fija, con 12,3 y 15,5% de aumento respectivamente, especialmente en la rama de la construcción pública; alcanzando también el consumo privado una significativa tasa de crecimiento, alentado durante el año por los mayores ingresos y los créditos al consumo.

Las exportaciones recibieron en 1969 y en 1970 un impulso sustancial, haciendo variar la tendencia decreciente que se había observado en los dos años anteriores, incrementándose en 16,9% en 1969. El consumo evolucionó durante el período en la siguiente forma:

1967: 2,4%

1968: 3,9%

1969: 6,7%

1970: 2,6%

A esta altura de la investigación aparecía ya la evidencia de que la corroboración de la hipótesis hubiera significado contar con un sistema de ecuaciones que describieran el funcionamiento de la economía argentina; resultaba, asimismo, evidente que el tema excedía el marco de las posibilidades de un trabajo de Tesis - incluso, por falta de información sobre algunas variables. Pero sobre la base del material recogido podía formularse un conjunto sistematizado de hipótesis - hipótesis verosímiles, según Barker (3), conjeturas genuinas, según Popper (4), que tengan suficiente grado de confirmación, según Carnap - con características de hipótesis genuinas o valederas, fundadas en adecuados elementos de juicio brindados por la experiencia.

Las hipótesis verosímiles, genuinas, serían las siguientes:

- I - La baja tasa media de crecimiento en el largo plazo, de la economía argentina y el proceso de crecimiento cíclico que la ha determinado, han estado ligados íntimamente al comportamiento del sector externo;
- II - En el corto y mediano plazo la balanza comercial no ofrece posibilidad de influir preponderantemente en la eliminación de esa dependencia, dada la actual estructura productiva interna y del comercio internacional, y el volumen de la deuda externa y de los servicios financieros que soporta el país;
- III - La cuenta Capital ha desempeñado en el período considerado, y tendrá que seguir desempeñando en el corto y mediano plazo, un rol fundamental para el crecimiento sostenido y equilibrado de la economía y una ^{no} distribución del ingreso;
- IV - El flujo de ahorro externo en el período considerado no ha sido idóneo para contribuir a revertir el proceso señalado en la hipótesis I.

Los elementos de juicio que ofrece no sólo el material contenido en las Memorias del Banco Central, sino la abundante literatura sobre el tema, sobredimensionarían en extremo este trabajo, por lo cual nos limitamos a señalar algunos que nos permiten, a nuestro juicio, asignar tal carácter de verosímiles a las hipótesis mencionadas, para poder pasar posteriormente a verificar la hipótesis que constituye el tema de la tesis contenida en el Capítulo IV: El Movimiento Externo de Fondos Líquidos.

Los elementos de juicio seleccionados son los siguientes:

I - DIAZ ALEJANDRO, Carlos. "Devaluación de la Tasa de Cambio en un País Semiindustrializado". (5)

- 1 - "Este esquema teórico es aplicado a las devaluaciones argentinas del período 1955/61, en las que se observara la aparente "paradoja de la mejora en el corto plazo del balance de pagos, "unida a una disminución en el nivel de la producción total.... "Ahora bien; en el mundo real se observan a veces devaluaciones que resultan en mejoras de balanzas de pago asociadas a una "disminución en el nivel de la producción total. Esta paradoja "puede explicarse al menos parcialmente por el efecto redistributivo causado por la devaluación." (Prólogo de Ana María Martirena Mantel, página XV)
- 2 - "La Balanza de Pagos de Argentina, desde 1948 hasta 1963, ha "presentado una tendencia deficitaria en la cuenta corriente "que ha actuado como freno principal sobre el desarrollo económico de la Argentina." (Pág. 38)
- 3 - "La propensión media a importar bienes ha venido declinando en "la Argentina a lo largo del siglo XX. Sin embargo, la economía "Argentina continúa dependiendo en gran medida de las importaciones, para funcionar uniformemente. En realidad se sugiere a "menudo que la disminución secular en la proyección media a "importar puede estar acompañada por un aumento en la vulnerabilidad de la economía nacional a circunstancias externas, ya "que las importaciones restantes son de una naturaleza tan estratégica para el proceso de producción que si no se consiguiera mantenerlas en niveles adecuados ocasionarían grandes "desajustes en la economía (Pág. 45)
- 4 - Funciones de Importación:
M = Importaciones totales
 M_K = Importaciones de bienes de capital
 M_O = Importaciones de bienes no de capital (de consumo, materias primas y productos intermedios)
W = Ingreso de salarios por asalariado
T = Ingreso no de salarios por no asalariado
Y = Producto Bruto Nacional
C = Consumo total privado y público
I = Formación de capital fijo bruto, privado y público.
P = Índice de precios de bienes importados divididos por precios de bienes industriales producidos internamente.

S = nivel de valor agregado al que son capaces de llegar las industrias que reemplazan a los bienes importados

$$M = - 2.553 + 0,42Y - 0,02P - 3,30 Q - 1,40 S \quad (1)$$

$$\cdot (0,18) \quad (2,75) \quad (0,84) \quad (0,41)$$

R = 0,82
d = 1,04

$$M_k = - 1,824 + 0,18Y + 0,04P - 1,79Q - 0,57S \quad (2)$$

$$\cdot (0,07) \quad (1,11) \quad (0,34) \quad (0,16)$$

R = 0,87
d = 1,65

$$M_o = - 907 + 0,25Y - 0,04P - 1,46 Q - 0,82 S \quad (3)$$

$$\cdot (0,14) \quad (2,03) \quad (0,64) \quad (0,31)$$

R = 0,70
d = 0,99

5 -"La declinación en la cuota argentina de las exportaciones mundiales de productos primarios sugiere la presunción, prima facie, de que las dificultades de oferta internas, más que las condiciones de la demanda mundial, dieron cuenta hasta 1962, de la declinación secular en el volumen de las exportaciones, Aún despues de tomar en cuenta las influencias exógenas, tales como las preferencias exógenas, tales como las preferencias para el Commonwealth Británico y la Ley Pública 480 de Estados Unidos, que han tendido a reducir los mercados extranjeros de la Argentina, la presunción prima facie proporciona la explicación básica más probable de la declinación que ha sufrido en los últimos años la cuota argentina en los mercados mundiales." (Pág.71)

II - HELBLING, Carlos Conrado: "Recesión y probable Depresión Económica Mundial". LA NACION, 13/12/74. (6)

1 -"Quienes pronosticamos hace uno o dos años el cariz que iría tomando la situación económica internacional, formulábamos un pronostico pesimista que se podía o no compartir. En la actualidad ese análisis prospectivo configura lamentablemente una triste realidad admitida aún por los líderes de los más importantes países del mundo".....

2 - "No me cabe señalar la actitud a adoptar en esta circunstancia en el plano nacional. De ser válidos mis supuestos, no hay dudas que todas las medidas que se adopten en el orden local para anticiparse a los acontecimientos económicos internacionales serán tiempo ganado. Puesto que la crisis económica y política internacional nos golpeará inevitablemente, tal vez no tan fuerte como a otros, pero sólo una atenuación nos es dable esperar."

III - OCEBI - "Modelo Econométrico de la República Argentina", págs.31 (7)

1 - Ecuación sobre Inversión de bienes nacionales:

$$I_t^n = 6.969,38 - 0,233039 P_t + 0,636674 I_t^m + 0,0888621 K_{t-1}$$

$$(23684,9) \quad (0,078712) \quad (0214596) \quad (0,021656)$$

$$R = 0,917563$$

$$d = 1,34557$$

P_t = Capacidad ociosa en el período t

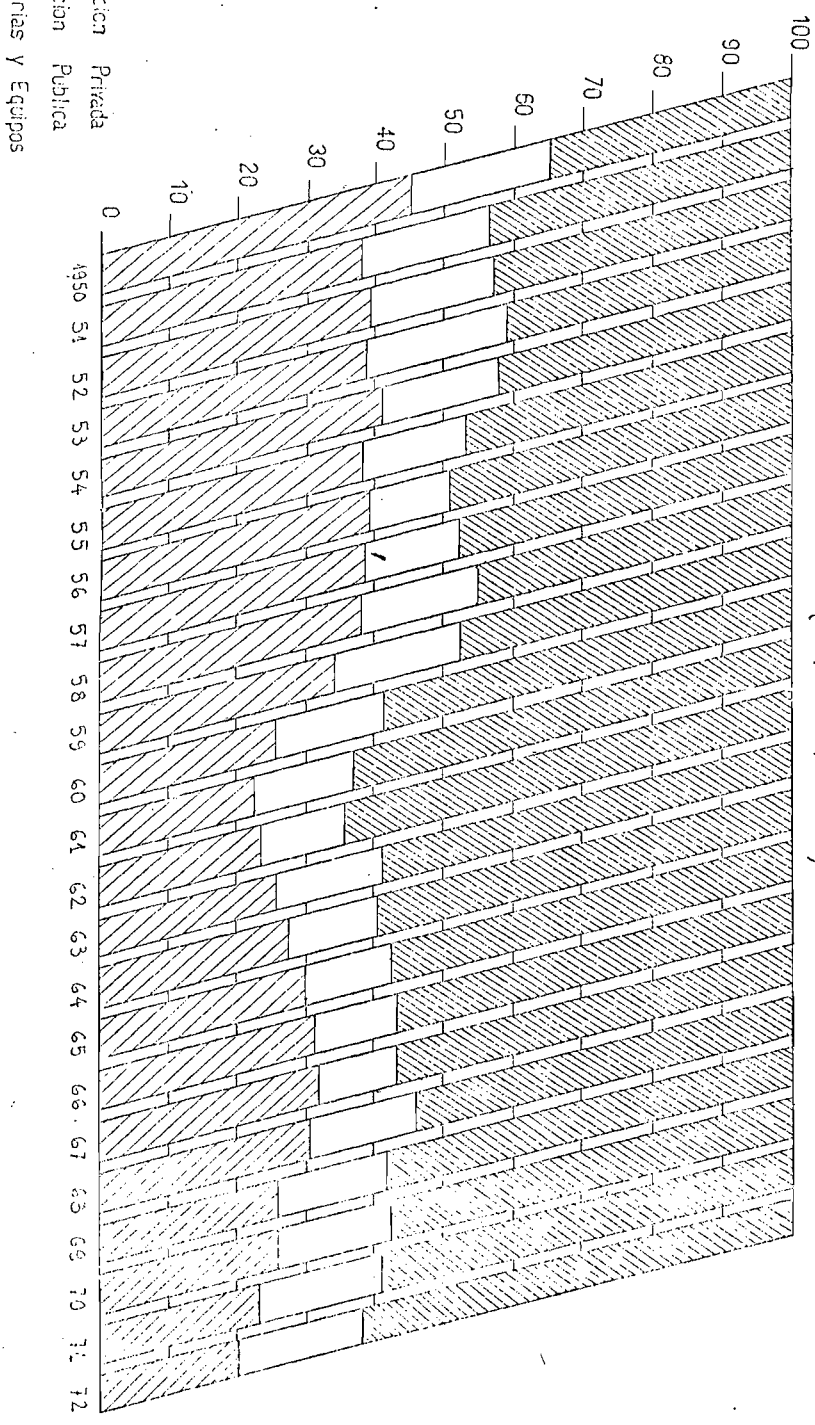
I_t^m = Inversión nacional de bienes de origen importado

K_{t-1} = Capital en el período t-1.

Es decir, se hace depender la inversión nacional de la inversión de bienes de origen importado.

Por otra parte, es de hacer notar que la inclusión de la inversión de bienes importados como argumento de la función de la Inversión en bienes nacionales, parece conveniente compararla con el análisis gráfico comparativo de la Composición de las Importaciones, la Inversión Bruta Interna Fija, y el movimiento de Capital Externo en la Argentina, gráficos que se agregan a continuación; de esta comparación surge que el volumen de inversión bruta fija en bienes de capital (maquinarias y equipos) está íntimamente ligada a la importación de bienes de capital y ésta a su vez al ingreso de capital de largo plazo:

INVERSION BRUTA FIJA
(Composicion porcentual)






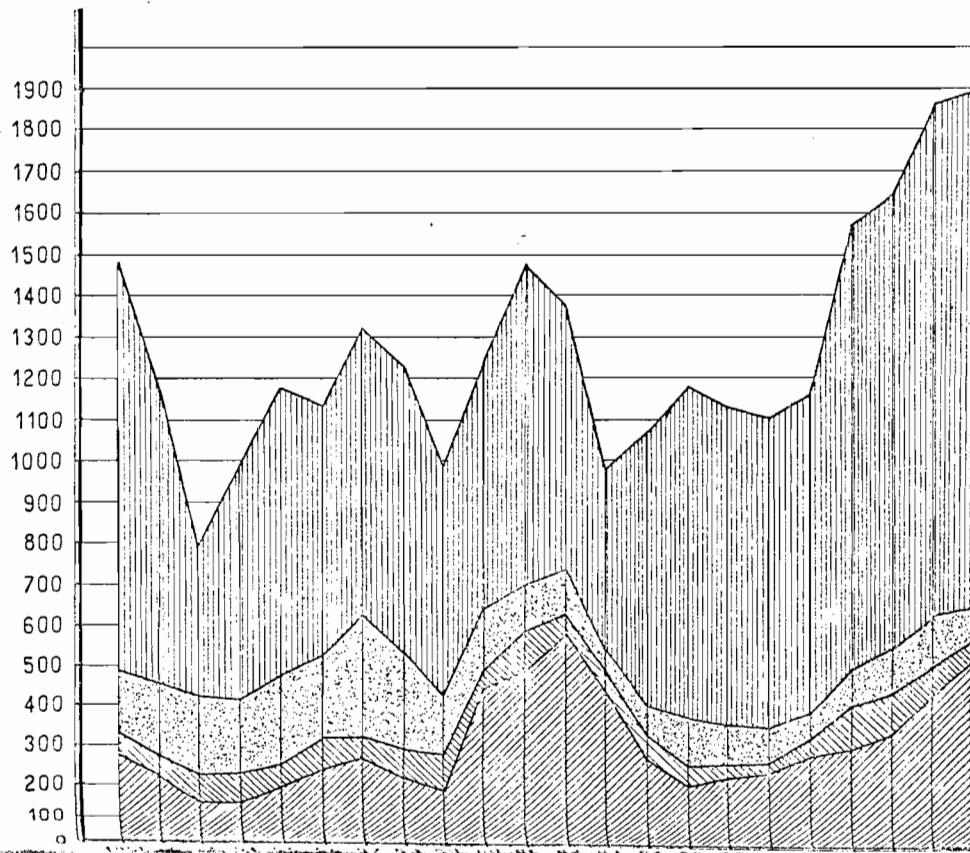
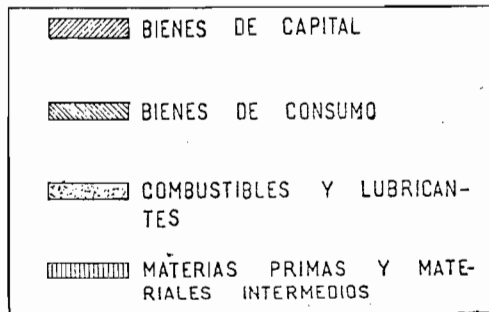
-  Construcción Privada
-  Construcción Pública
-  Maquinarias y Equipos

Gráfico N° 9.

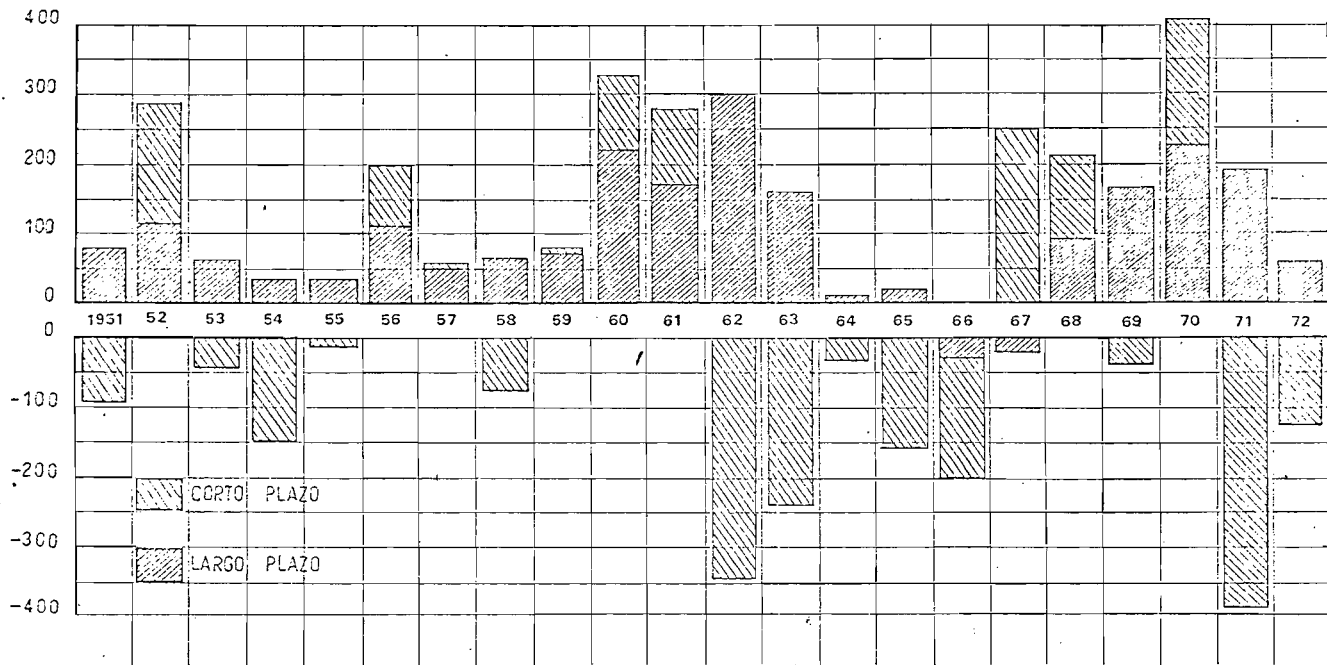


COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES

(Millones de Dólares)



MOVIMIENTO DE CAPITALES AUTONOMOS (Millones de dólares)



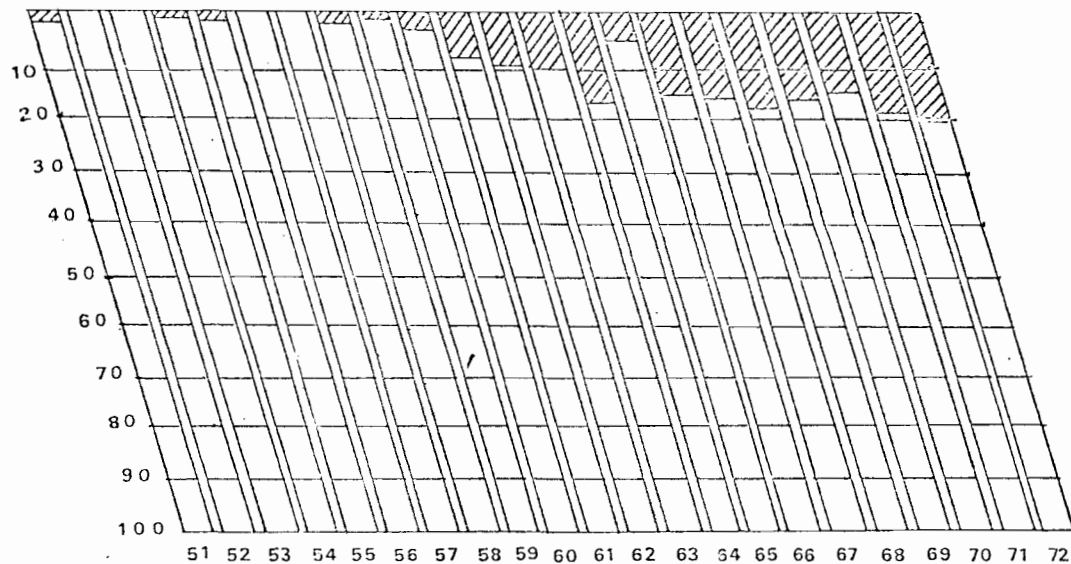
INCIDENCIA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS EN LAS EXPORTACIONES

A R O	(En millones de dólares)			Relación Porcentual II/I
	EXPORTACIONES	SERV. FINANCIEROS	SALDO	
	(I)	(II)		
1951	1.169,4	- 26,7	1.142,7	2,2
1952	687,8	- 1,6	686,2	0,2
1953	1.125,1	- 5,1	1.120,0	0,5
1954	1.026,6	- 16,6	1.010,0	1,6
1955	928,6	- 18,2	910,4	2,0
1956	943,8	- 12,4	956,2	- 1,3
1957	974,8	- 15,3	990,1	- 1,5
1958	993,9	- 26,4	967,5	2,6
1959	1.000,6	- 13,3	987,3	1,3
1960	1.079,2	- 38,7	1.040,5	3,6
1961	964,1	- 93,2	870,9	9,7
1962	1.216,0	- 135,4	1.080,6	11,1
1963	1.365,5	- 160,0	1.205,5	11,7
1964	1.410,5	- 259,9	1.150,6	18,4
1965	1.488,0	- 115,0	1.373,0	7,7
1966	1.593,2	- 272,0	1.321,2	17,0
1967	1.464,5	- 249,9	1.214,6	17,1
1968	1.367,9	- 267,7	1.100,2	19,6
1969	1.612,1	- 282,9	1.329,2	17,5
1970	1.773,2	- 283,7	1.489,5	16,0
1971	1.740,3	- 331,0	1.409,3	19,0
1972	1.935,0	- 383,7	1.551,3	18,2
	27.860,1	- 2.953,3	24.906,8	



Fuente: Banco Central de la República Argentina: Memorias Anuales.
Banco Central de la República Argentina: Balance de Pagos

1966/1971.

INCIDENCIA PORCENTUAL DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS GIRADOS SOBRE LAS EXPORTACIONES



Fuente: Balance de Pagos de la República Argentina.

 Servicios financieros girados
 Exportaciones Argentinas

V - BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA - MEMORIAS.- Algunos elementos de juicio que han sido extraídos de la Síntesis de las Memorias, incluida en este mismo trabajo.

1) PERIODO 1951/55

a) En 1949 el país llegó al estado de cesación de pagos por incumplimiento de créditos documentarios abiertos a favor de exportadores extranjeros, situación que pudo ser superada mediante un préstamo por 150 millones de dólares que el Banco de Importación concedió a un consorcio de bancos locales con garantía del Banco Central.

b) La convicción de que la capacidad de pagos externa sólo podría recuperarse mediante un mayor volumen de producción exportable y una política selectiva de importaciones, determinó un cambio fundamental en la orientación económica del período 1951/55 con relación a la del quinquenio anterior.

c) Diversas circunstancias impidieron conciliar el mantenimiento de un elevado nivel de actividad económica con resultados satisfactorios en el Balance de Pagos: la suba de precios de materiales críticos importados y la política del Gobierno de asegurar su abastecimiento con motivo de la guerra de Corea en 1951, la caída de los precios de nuestros productos exportables en el mercado internacional en 1954.

d) Diversas circunstancias no permitieron, en esos años, contar con un monto de divisas adecuado a las necesidades crecientes de importación impuestas por el alto nivel de actividad industrial, nivel alcanzado y sostenido por una demanda para consumo privado sólo posible en virtud de una oferta de bienes con costos subsidiados por los tipos de cambio mencionados. Ello explica el déficit de 668,7 millones de dólares del intercambio comercial.

e) Tal expansión monetaria, que impulsó, intensamente la demanda de bienes y servicios, generó en 1955 un volumen de importaciones no susceptible de ser cubierto con los disminuidos saldos exportables, debiendo ser utilizados al máximo los márgenes de crédito fijados en los convenios bilaterales. Las dificultades que a partir de ese momento surgieron para el aprovisionamiento de mercaderías fueron resueltas en 1956 mediante el Acuerdo Provisional de París.

2) AÑO 1956

a) La devaluación de octubre de 1955, que fijó en \$ 18 por dólar el tipo de cambio para la comercialización de los principales productos; la implantación de un mercado libre para otras operaciones con el exterior y la liberalización del comercio de cereales, fueron las medidas iniciales del Programa de Restablecimiento Económico.

crear incentivos en sectores productivos vinculados con la exportación

desalentar la demanda en otros de elevados insumos importados - sin apelar a restricciones monetarias y crediticias capaces de producir un estado general de iliquidez con efectos depresivos en la economía - y provocar una corriente positiva de capitales externos.

b) En el mediano y largo plazo el programa perseguía una reasignación de los factores de la producción para alcanzar una etapa de crecimiento sostenido sin presiones inflacionarias ni desequilibrios en las cuentas internacionales.

3) PERIODO 1957/58

a) El intercambio comercial, afectado por la caída de los precios internacionales de nuestros productos de exportación, por el mayor costo de los combustibles con motivo del cierre del Canal de Suez y por la influencia de las ventas realizadas por los Estados Unidos de acuerdo con el régimen de la ley 480, arrojó un saldo desfavorable de 574 millones de dólares. También contribuyó a este resultado el ritmo creciente de las importaciones, que se venía manteniendo desde 1955 a pesar de los permisos previos y las mayores restricciones impuestas en mayo de 1958.

b) Si bien en 1956 la capacidad para importar pudo hacer frente a las demandas de importación por el aporte de capital privado de corto y largo plazo, tal corriente positiva fue perdiendo impulso y se convirtió en negativa en 1958. En tal forma, el elevado nivel de actividad económica que caracterizó el período en consideración, provocó una pérdida en las reservas internacionales de 397,8 millones de dólares.

c) El volumen de bienes y servicios producidos, resultado del alto nivel de actividad económica alcanzado a expensas de la reducción de las reservas internacionales y el endeudamiento externo, en un clima de intensas presiones inflacionarias de costos y de demanda, se canalizó simultáneamente con ritmo creciente hacia el consumo y la inversión, sin que la demanda para la exportación, a pesar de la disminución de las existencias de productos agropecuarios, proporcionara el volumen de divisas indispensable para hacer frente a las crecientes importaciones emergentes de la alta tasa decrecimiento del período.

d) Las inversiones en elementos de transporte en 1957, en la construcción pública en los dos años, y el consumo privado, constituyeron los sectores en los cuales se concentró la mayor parte del incremento del gasto total.

4) AÑO 1959

a) El intercambio comercial logró superar el importante saldo negativo de los cuatro ejercicios anteriores - que en conjunto osciló en los 1000 millones de dólares - y arrojó un superávit de 17 millones de dólares. Influyó en tal resultado la considerable disminución de las importaciones, como consecuencia del establecimiento de recargos y permisos previos, el debilitamiento de la demanda en la industria manufacturera y la utilización más intensa de las existencias acumuladas en el período expansivo anterior.

b) La capacidad para importar logró, además, un apoyo adicional de capital autónomo por 65,2 millones de dólares. Frente a la disminución de las importaciones reales pudo obtenerse un saldo favorable de 77,2 millones de dólares en el Balance de Pagos. Dicho saldo y el endeudamiento con organismos oficiales y bancarios del exterior por 195 millones de dólares, permitió afrontar el pago de aportes a organismos internacionales y elevar el monto de las reservas en 271,1 millones de dólares.

c) El impacto inicial de la devaluación de diciembre de 1958 y otras medidas de política económica internas, hicieron ascender los precios mayoristas en 86,4%.

d) El deterioro del Producto Bruto Interno se reflejó en una fuerte disminución porcentual del consumo y más intensamente de la inversión, recibiendo los impactos negativos más intensos el consumo privado y la construcción privada. Sólo la exportación, alentada por el mejoramiento de los precios relativos producidos por la devaluación, mantuvo su tasa de crecimiento con relación al año anterior, dentro de los rubros componentes de la demanda global.

5) PERIODO 1960/61

a) Transcurrido el año 1959, en que el énfasis se puso en la estabilidad, aún a costa de la caída del producto bruto interno, la economía reinicia su ritmo de crecimiento. La inflexión de la tendencia está íntimamente ligada al aumento de las importaciones. Tal volumen de importaciones no fue la consecuencia de una mayor capacidad de pagos aportada por las exportaciones, sino de la importación de maquinaria y equipos con pago diferido y el ingreso de capital líquido. Tal aporte, que ascendió a 772,1 millones de dólares, determinó en los dos años una capacidad para importar de 2712,4 millones de dólares.

b) Los factores negativos que afectaron el valor y el volumen de

las exportaciones - baja de los precios internacionales de la carne y mayor consumo de cereales en 1961 - impidieron que las mismas crecieran al mismo ritmo que el Producto Bruto Interno, en forma tal que los otros componentes de la demanda global - consumo e inversión - absorbieron el mayor volumen de bienes y servicios, especialmente la inversión bruta fija en maquinaria y equipos durables de producción.

6) PERIODO 1962/63

a) La disminución progresiva de las reservas de oro y divisas que caracteriza el final del período cuya evolución se acaba de señalar continuó en los primeros meses de 1962 y provocó una nueva pérdida de 161 millones hasta el mes de abril, fecha en la cual se suspende el sostén de la cotización del dólar que se venía manteniendo con estrechas oscilaciones desde 1959.

b) La transferencia de ingresos que las sucesivas devaluaciones fueron provocando y la caída del índice de liquidez del mercado, como consecuencia del incremento de los costos y la absorción de circulante producida por la venta de divisas por el Banco Central, influyeron en el nivel de producción del período en consideración, que en 1962 decreció en 1,8 % y en 1963 en 3,6%, o sea, a una tasa acumulativa decreciente del 2,7 % anual.

c) El cambio en la estructura relativa de los precios en favor de los bienes exportables que la modificación paulatina del tipo de cambio llevaba aparejado, provocó un incremento en los ingresos por exportaciones y una disminución en el monto de las importaciones, pero la diferencia no fue suficiente para pagar los bienes de capital que ingresaron al país en cumplimiento de contratos anteriores; ello fue la causa de la considerable merma de las reservas de oro y divisas que acusó el balance de pagos de 1962, que ascendió a 340,3 millones de dólares.

d) La política monetaria, frente a tales tendencias de los rubros componentes del balance de pagos, no tuvo en sus manos los instrumentos adecuados para evitar el estado de iliquidez que afectaba a numerosas empresas y hacer compatible el mantenimiento del nivel de actividad económica, la estabilidad del tipo de cambio y un aceptable caudal de reservas.

e) Consecuencia inevitable de la interacción de todos los factores señalados fue la caída de la producción, que hizo posible a su vez la reducción de las importaciones de materias primas y productos intermedios ya mencionados y que afectó...

ción. Los compromisos por servicios financieros, la amortización de deudas privadas por importación de equipos con pago diferido, a pesar de haber sido cubiertas parcialmente con la entrega de bonos externos - y la persistente corriente negativa de capitales de corto plazo, absorbieron en gran parte ese potencial.

c) Las expectativas inflacionarias creadas por las sucesivas devaluaciones y el comportamiento de algunos rubros del balance de pagos, a pesar del elevado monto de las exportaciones, influyeron para que las empresas, contrariamente a lo sucedido en el año anterior, abandonaron la política de incrementar sus existencias, frente a la posibilidad de un cambio radical en la política de ingresos, con fines de estabilización.

9) PERIODO 1967/70

a) La disminución del ritmo de actividad económica en 1966; las presiones inflacionarias persistentes sobre los costos y sobre la demanda, generadas por las sucesivas devaluaciones; los incrementos salariales y la expansión de los medios de pagos; constituyen el panorama en función del cual se instrumenta el programa económico de marzo de 1967, año en que la tasa reinicia ya su ininterrumpido ritmo de crecimiento.

b) El sostenido nivel de exportaciones vigente desde 1962 aportó al período 6217,7 millones de dólares. Agregados 1027 millones de dólares de capital autónomo ingresados en el mismo lapso, el país pudo hacer frente al pago de sus elevados servicios financieros por 1084,2 millones de dólares, y destinar 5534,9 millones de dólares a la importación de materias primas y bienes de capital destinados a mantener el ritmo de crecimiento que caracteriza a todo el período, e incrementar las reservas en 462,2 millones de dólares, reduciendo asimismo las obligaciones por capital compensatorio en 321,3 millones de dólares.

c) El programa de estabilización se vió reforzado durante 1967/68 con la colocación de títulos para obras públicas en el exterior, incrementándose así en la forma señalada la cantidad de divisas disponibles y la capacidad para importar bienes de capital, de consumo y los combustibles y materias primas necesarias para el mantenimiento de la actividad industrial.

d) El sistema monetario, en respuesta a los estímulos del balance de pagos y de la política crediticia, pudo crear los recursos indispensables para dar a la economía un índice de liquidez adecuado para atender el normal desenvolvimiento de la actividad productiva y evitar presiones inflacionarias por demanda excedente sobre todo en los sectores ligados

e) "Uno de los factores que afectan la expansión del comercio de los países en desarrollo, es el de las prácticas proteccionistas que en 1970 no sólo se han mantenido sino que en cierto modo se han visto alentadas, como en el caso de los Estados Unidos. Por otra parte, si-bien se considera que en las negociaciones celebradas en el seno de la Conferencia de Comercio y Desarrollo (UNCTAD) para establecer un sistema general de preferencias se han registrado avances, no se vislumbran en cambio hasta el presente, soluciones en cuanto al tratamiento de los productos agrícolas elaborados y semielaborados, materias primas industriales y manufacturas y semimanufacturas, de gran interés para los países en desarrollo.

"La Argentina expandió su comercio exterior a una tasa algo inferior a la del promedio de los países de su zona, destacándose que en este año los valores corrientes registrados fueron los más altos desde la posguerra, no obstante que algunos productos debieron enfrentar las dificultades propias de políticas proteccionistas."

1971/1972

- a) Crisis del Sistema Monetario Internacional.
- b) Incorporación del Reino Unido a la Comunidad Europea.
- c) Acuerdos políticos-comerciales entre países de economía de mercado y de economía centralmente planificada.
- d) Reducción de tasas de crecimiento con inflación en los países industriales.
- e) Menor expansión del Comercio Internacional de los países en desarrollo.
- f) Inestabilidad de los mercados cambiarios.
- g) "En el caso de la tasa de crecimiento las variaciones han estado asociadas con los desequilibrios en el sector externo que, como se expresara, ha actuado como factor restrictivo del proceso de expansión del Producto Bruto Interno. Tales desequilibrios se han manifestado como consecuencia de la lenta y fluctuante expansión de la capacidad para importar, frente a las necesidades de importación y las importantes obligaciones originadas en la deuda externa". "Informe Económico-Min. de Economía, 4º trimestre de 1972" página 3.

Las hipótesis III y IV, supuestamente legítimas en base a los elementos de juicio que se han aportado, insertas en la página 51, supone la necesidad de que la legislación y la política económica prevea y aplique, respectivamente, instrumentos adecuados para inducir el flujo de ahorro externo, tanto en lo que se refiere a volúmenes como a clases y destinos, lo cual "pari-passu" implica la necesidad de encontrar funciones que expliquen el comportamiento de los distintos rubros de la cuenta Capital del Balance de Pagos.

La función que explica, de acuerdo con el estudio analítico realizado en el capítulo IV, el comportamiento de uno de esos rubros - el "Movimiento Externo de Fondos Líquidos" - constituye el tema que es parte medular de esta tesis, y que fue elegido en razón del importante movimiento producido en el período 1967/71 y de los diversos juicios de valor emitidos por distintos medios sobre los efectos que el mismo tuvo sobre la economía argentina.

Sin embargo, previamente a ese estudio, se consideró indispensable introducir un breve capítulo con conceptos básicos sobre el Balance de Pagos, las distintas fórmulas conocidas, con la finalidad de propiciar una nueva fórmula de balance de pagos que sea idónea para la búsqueda de funciones vinculadas con los rubros de la Cuenta Capital.

CAPITULO III

EL BALANCE DE PAGOS

No es nuestro propósito introducir en este trabajo un extenso capítulo sobre Teoría de Balance de Pagos. Se trata solamente de señalar algunos conceptos básicos de la literatura corriente sobre el tema - extraídos generalmente del Manual de Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional -, para fundamentar una nueva forma de presentación que se propicia con vistas a obtener funciones de comportamiento de los distintos rubros de la Cuenta Capital, para ser utilizadas en el manejo de determinados instrumentos de política económica, una vez fijados los objetivos que la misma persigue.

Asimismo, fundamentar o propiciar una nueva forma de presentación, lleva implícita la obligación, por lo menos, de indicar someramente cuáles son las fórmulas usuales y sus respectivos fundamentos y orígenes.

1.- DEFINICIONES

El Balance de Pagos es un registro estadístico sistemático de todas las transacciones económicas entre los residentes de un país y los residentes del resto del mundo durante un período dado.

Por Transacción Económica se entiende, en sentido amplio, toda transferencia de bienes y servicios por un lado y de activos financieros (movimiento de capitales) por el otro, cualquiera sea la forma de pago.

Cada transacción aparece dos veces. Por ejemplo, si se exportan bienes concediendo un crédito al importador extranjero, se registra un crédito por los bienes exportados y un débito por igual monto en concepto de salida de capital. El crédito figura en la balanza comercial y el débito en la cuenta capital, que son dos partes integrantes del Balance de Pagos.

La Balanza Comercial registra las transacciones de bienes y servicios reales tanto visibles como invisibles (seguros, fletes, turismo, etc). La balanza comercial, junto con los Servicios Financieros (dividendos, intereses, regalías, etc), y las transferencias unilaterales (donaciones, pagos por reparaciones, indemnizaciones, etc.), constituye la CUENTA CORRIENTE del Balance de Pagos.

La Cuenta Capital registra todos los cambios netos en los activos y pasivos del país en cuestión, ocurridos en cada período contable. En este caso, a diferencia de lo que ocurre en las empresas, la cuenta Capital no representa un stock sino un flujo.

-El aumento de un activo (o disminución de un pasivo) representa salida de capital y un débito en la balanza de pagos. El aumento del

pasivo (o disminución del activo) representa una entrada de capital y un crédito en la Balanza de Pagos.

Una forma de justificar la igualdad de Débitos y Créditos de la Balanza de Pagos es expresando que un país no puede vender bienes por valor superior a los bienes que compra, a menos que al mismo tiempo esté acumulando reservas en oro y divisas, prestando en el exterior (capital de corto plazo) haciendo una donación, pagando una deuda previa, invirtiendo en el exterior (capital de largo plazo), todo lo cual representan débitos de la Balanza de Pagos. (8)

2. EL BALANCE DE PAGOS COMO HERRAMIENTA DE ANALISIS ECONOMICO

La nueva presentación que se propicia para el Balance de Pagos se relaciona íntimamente con el concepto de Balancede Pagos en su faz analítica.

Por teoría de balance de pagos se entiende la disciplina que tiene por objeto el estudio y análisis de las determinantes económicas del Balance de Pagos. Específicamente se ocupa del estudio y análisis de las medidas de política económica que logren y preserven el equilibrio externo. (8)

Pero debemos señalar que se ha producido una evolución en el concepto de Teoría de Balanza de Pagos, desde la concentración exclusiva en el análisis del sector externo hacia la visión y análisis del equilibrio interno y externo como un problema interdependiente de política económica (8).

Esta evolución puede ser dividida en tres períodos principales:

- a) La teoría clásica de comercio internacional consideraba el ajuste de la Balanza de Pagos como un mecanismo esencialmente automático, donde la intervención estatal es superflua e innecesaria. Dos sistemas monetarios son compatibles con este mecanismo automático de ajuste. Por un lado, el sistema no administrado oficialmente del patrón oro llamado "price-specie-flow mechanism" que regula el movimiento de oro en forma automática y que, a través de los flujos de oro induce cambios en las tasas de interés y niveles de precio de modo que el equilibrio externo es restaurado sin alteración de los tipos de cambio, aunque a costa de deflaciones "bárbaras y espantosas" (8). Por otro lado, el sistema del papel moneda inconvertible también automático, donde no existen paridades fijas ni puntos del oro y donde el valor relativo de las monedas está determinado por la demanda y oferta del mercado. El ajuste externo de un país deficitario es producido por la depreciación del tipo de cambio y no

- b) En segundo lugar, tenemos otra clase de mecanismo de ajuste automático, producto de las primeras aplicaciones de las teorías keynesianas del ingreso y el empleo al comercio internacional, materializadas a través del multiplicador y acelerador del comercio exterior. El rasgo característico de este período analítico es que el ajuste externo permanece automático y concentrado en lograr el equilibrio externo a través de cambios en los niveles de ingreso y empleo tales que resulten compatibles con la constancia de los niveles de precio, tipos de cambio y tasas de interés.
- c) El tercer período analítico es posterior a la Segunda Guerra Mundial y se caracteriza por considerar el problema de la Balanza de Pagos como un problema de política económica no independiente del equilibrio interno. El enfoque de la teoría es hacia el análisis de los efectos de instrumentos alternativos de política económica capaces de lograr simultáneamente los objetivos de equilibrio interno y externo.

En esta etapa, la teoría de la Balanza de Pagos utiliza, aunque no ya en forma automática, las herramientas analíticas desarrolladas en los dos períodos anteriores y lo que es más importante adquiere la flexibilidad necesaria como para ser aplicable a las condiciones económicas actuales de pleno empleo con inflaciones internas.

3.- LAS DISTINTAS FORMAS DE PRESENTACION DEL BALANCE DE PAGOS

Es precisamente con ese enfoque analítico - en función de la hipótesis de que se partió - que se propicia una nueva forma de presentación del balance de pagos; se considera que esta forma facilita el análisis de los efectos de instrumentos alternativos de política económica capaces, como hemos dicho más arriba, de lograr simultáneamente los objetivos de equilibrio interno y externo.

Previamente incorporamos los modelos de Balances de Pago utilizados alternativamente hasta la fecha.

PRESENTACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

La presentación del Banco Central de la República Argentina sigue las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional:

CONCEPTO	1971
(En millones de dólares)	
I - <u>MERCANCIAS</u>	- 129,1
1. Exportaciones	1.740,3
2. Importaciones	- 1.869,4
II - <u>SERVICIOS</u>	- 257,6
1. Servicios reales	- 1,7
2. Servicios financieros	- 255,9
III - <u>TRANSFERENCIAS UNILATERALES</u>	- 3,4
IV - <u>MOVIMIENTO DE CAPITALS</u> (No compensatorios)...	- 189,5
1. Sector Privado.....	- 331,5
a) Largo plazo	66,1
b) Corto plazo	- 397,6
2. Sector Público	128,4
a) gobiernos locales.....	3,1
b) gobierno nacional	125,3
3. Sector Bancario	13,6
V - <u>ERRORES Y OMISIONES</u>	19,2
VI - <u>PAGOS INTERNACIONALES</u>	- 560,4
1. Reservas Internacionales (Variación).....	- 384,6
2. Movimiento de capitales (Compensatorios)...	- 131,0
a) Banco Central de la República Argentina. -	64,7
b) Gobierno Nacional	- 66,3
3. Asignación de derechos especiales de giro.. -	47,1
4. Ajuste por cambio de paridad.....	2,3

NOTA: El presente esquema se ha elaborado con el propósito de facilitar el análisis de las transacciones con el exterior. En el apéndice estadístico se agrega el cuadro resumen y tablas complementarias del balance de pagos de 1971, preparadas sobre la base del "Manual de la Balanza de Pagos" del Fondo Monetario Internacional.

En el apéndice estadístico la Memoria del Banco Central de la República Argentina contiene una presentación alternativa del Balance de Pagos:

P A R T I D A	1971		
	Crédito	Débito	Saldo
(Millones de dólares)			
A - <u>MERCANCIAS Y SERVICIOS</u>	2.215,2	2.601,9	- 385,7
1. Mercancías	1.740,3	1.869,4	- 129,1
2. Fletes y seguros sobre embarques internacionales	125,2	- -	125,2
3. Transportes diversos	94,6	149,8	- 55,2
4. Viajes	92,5	112,8	- 20,3
5. Ingresos y egresos provenientes de inversiones.....	17,7	273,6	- 255,9
6. Transacciones del Gobierno no incluidas en otras partidas.....	95,9	62,3	33,6
7. Servicios diversos	49,0	134,0	- 85,0
B - <u>TRANSFERENCIAS UNILATERALES</u> .....	.	.	- 3,4
8. De carácter privado .....	.	.	.
9. Gubernamental .....	.	.	.
C - <u>CAPITAL Y ORO MONETARIO</u>	14,5	- 356,4	370,9
10. Privado a largo plazo	66,1	-	66,1
11. Privado a corto plazo	- 400,6	- 3,0	- 397,6
12. Gobiernos locales	3,1	-	3,1
13. Gobierno Nacional	126,7	1,4	125,3
14. Autoridades monetarias	216,7	- 378,2	594,9
15. Instituciones bancarias diversas	2,5	23,4	- 20,9
D - <u>ERRORES Y OMISSIONES</u> .....	.	.	19,2

PRESENTACION INTRODUCIDA POR C.E.P.A.L EN SUS INFORMES ANUALES SOBRE AMERICA LATINA Y UTILIZADA EN LAS PRIMERAS PUBLICACIONES DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y FINANZAS "INFORME ECONOMICO" ()

C O N C E P T O	1971
(En millones de Dólares)	
I - <u>CAPACIDAD PARA IMPORTAR</u>	1.293,2
1. Exportaciones de Bienes	1.740,3
2. Servicios reales y financieros (neto).....	- 257,6
3. Movimiento de capitales (No compensatorio)..	- 189,5
II - <u>IMPORTACIONES</u>	-1.859,4
III - <u>TRANSFERENCIAS UNILATERALES</u>	- 31,4
IV - <u>DEFICIT DEL BALANCE DE PAGOS</u>	579,6
V - <u>PAGOS INTERNACIONALES</u>	550,4
1. Variación de las Reservas Internacionales...-	384,6
2. Movimiento de capitales (Compensatorio).....-	131,0
3. Asignación de Derechos Especiales de Giro...-	47,1
4. Ajuste por cambio de paridad.....	2,3
VI - <u>ERRORES Y COMISIONES</u>	19,2

Esta presentación tiene la ventaja de expresar la capacidad para importar bienes que tiene un país haciendo uso del saldo de divisas provenientes de sus exportaciones, descontando el monto de divisas destinadas al pago de servicios, más o menos el monto de divisas provenientes del movimiento de capitales (autónomos, no compensatorios o no acomodantes).

Por otra parte, permite conocer lo que hemos llamado "déficit" es decir, el exceso de demanda autónoma de cambio extranjero, con respecto a la oferta autónoma, incluyendo las transacciones en cuenta corriente y las de capital autónomo. Ese déficit es el que se cubre con la variación de las reservas internacionales y el movimiento de capitales compensatorios, destinados a cubrir el déficit.

PROPUESTA DE PRESENTACION DE BALANCE DE PAGOS ALTERNATIVA (9)

75

CONCEPTO		1961
En millones de Dólares		
1.-	<u>OPERACIONES CORRIENTES</u>	360,1
1.1	<u>INGRESOS</u>	990,2
1.1.1	Importaciones.....	964,1
1.1.2	Servicios	26,1
1.2	<u>EGRESOS</u>	1.350,3
1.2.1	Importaciones corrientes.....	932,7
1.2.2	Intereses y Utilidades.....	101,9
1.2.3	Amortizaciones de capital.....	300,8
1.2.4	Otros.....	14,9
2.-	<u>OPERACIONES DE CAPITAL</u>	9,1
2.1	<u>INGRESOS</u>	562,5
2.1.1	Capital a largo plazo.....	562,5
2.2	<u>EGRESOS</u>	553,4
2.2.1	Importaciones de Bienes de Capital.....	527,6
2.2.2	Aportes a Instituciones Internacionales	25,8
3.-	<u>OPERACIONES CON RESERVAS MONETARIAS Y CAPITAL A CORTO PLAZO</u>	351,0

El autor de esta alternativa de presentación de balanza de pagos la fundamenta en esta forma:

"Las amortizaciones de capital han sido presentadas en todos los modelos de balanza de pagos elaborados hasta la fecha como un rubro de la cuenta de capital. Es decir, siguiendo un criterio financiero, se considera dicha amortización como un pago para cancelar un pasivo a favor de residentes extranjeros. Desde ese punto de vista es correcta su contabilización bajo la cuenta enunciada. Pero, en cambio, si se utiliza el concepto de "Operaciones Corrientes", se justifica plenamente la nueva ubicación propuesta. Además esta innovación tiene un sentido práctico al involucrarla como pago corriente comparándola con los recursos de la misma naturaleza. Si, por ejemplo, un país solicita un préstamo al extranjero para financiar

"el equipo de capital necesario para su desarrollo industrial, tendrá que obtener, después de un proceso de maduración de la inversión, los recursos corrientes suficientes para afrontar no sólo los intereses de la deuda, sino también la respectiva cuota de amortización.

"La división de las importaciones, dentro de una balanza de pagos, en Importaciones corrientes (bienes de consumo e intermedio) e Importaciones de Bienes de Capital no es una idea nueva, pero lo que sí es original, en cierta medida, es su ubicación. Se ha tenido en cuenta para la clasificación mencionada la naturaleza propia del bien y su durabilidad, por carecerse, como es obvio, de un conocimiento cierto sobre la utilización final del mismo.

"La mencionada división, especialmente en lo que se refiere a la Importación de Bienes de Capital, tiene una relevancia fundamental como fuente de información para las economías que se encuentran en proceso de desarrollo. Es necesario señalar que un desajuste en el balance comercial en comunidades en proceso de desarrollo, se puede justificar, en ciertos casos, cuando la importación de bienes instrumentales supera el déficit del balance señalado. El dato sobre el "quantum" de bienes de capital tiene importancia para lograr una noción inmediata sobre la gravitación que tiene ésta en la formación de capital y además para analizar el grado de vulnerabilidad exterior por el lado de las importaciones. Este hecho se presenta en muchos países latinoamericanos, inclusive la Argentina."

"En nuestro modelo se toma la cuenta Capital a Largo Plazo en un sentido de entrada bruta de capital; es decir, sin deducirlo, como aparece en el Balance del Fondo, las amortizaciones de capital ni las cuotas de aporte a instituciones internacionales, considerando aquí a estas últimas como un egreso de capital.

"Otro concepto que se debe dilucidar, en el modelo propuesto, es el referente al título 3, operaciones con reservas monetarias y capital a corto plazo que no coincide, totalmente, con el contenido de las cuentas de la balanza del Fondo. Aquí se agrupan el oro monetario y el capital a corto plazo sin distinguir si éste es oficial o privado, como hace el I.M.F. porque esta distinción carece de interés para nuestro objetivo. También a este rubro se lo ha separado en un título especial que ya está determinado por la suma algebraica de los otros dos, mostrando cómo las Operaciones corrientes y Operaciones de capital han contribuido a incrementar o utilizar las reservas y el capital privado a corto plazo.

"La idea general que ha guiado la confección de este trabajo consistió

to en reunir los datos, pero de tal modo que se puedan confrontar:

"1º) Los ingresos provenientes de las exportaciones de bienes y servicios (Ingresos Corrientes) con los pagos realizados por importaciones de bienes de consumo o intermedios - Importaciones corrientes - intereses y Utilidades y amortizaciones de capital (Egresos corrientes)

"2º) La entrada de capital a largo plazo (Ingresos de capital) con los pagos por importaciones de bienes de capital y aportes a instituciones internacionales (Egresos de Capital)."

- - - -

PRESENTACION DEL BALANCE DE PAGOS (QUE SE PROPICIA PARA EL ESTUDIO ANALITICO DE LOS RUBROS DE LA CUENTA CAPITAL).

Aceptada la hipótesis de que la Cuenta Capital es una variable relevante, en el corto y mediano plazo, para alcanzar tasas de crecimiento satisfactorias sin fuertes presiones inflacionarias, en un contexto de política económica de transferencia progresiva de ingresos, la observación gráfica permite formular una nueva hipótesis:

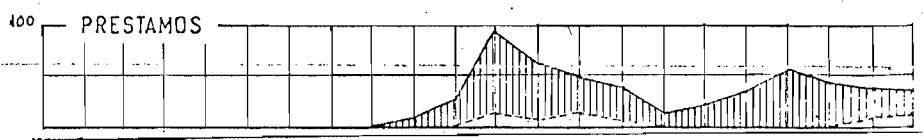
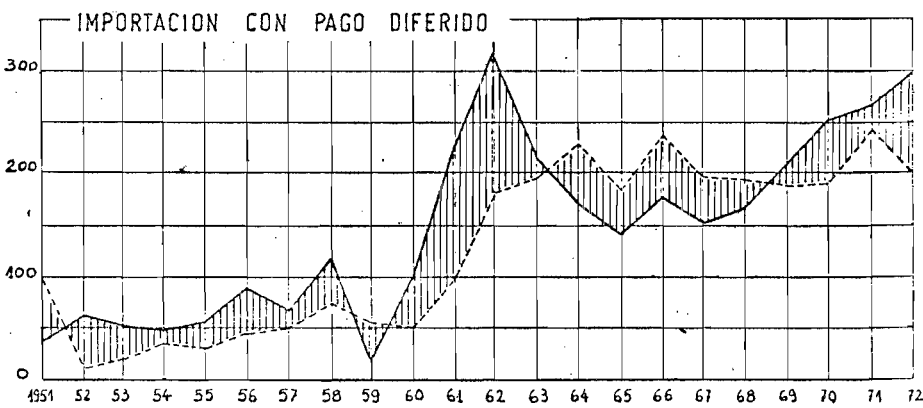
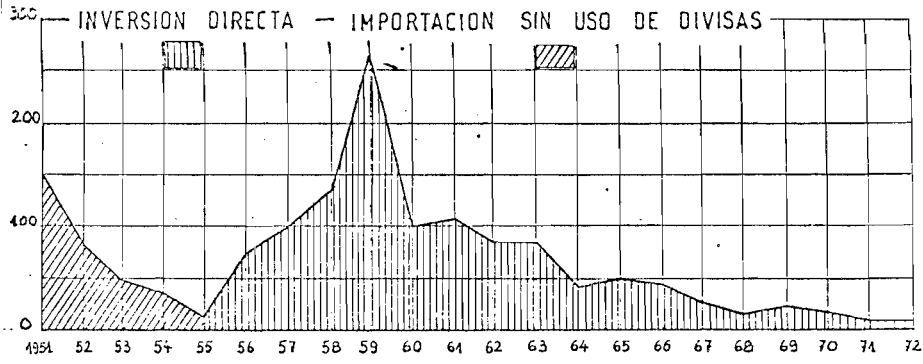
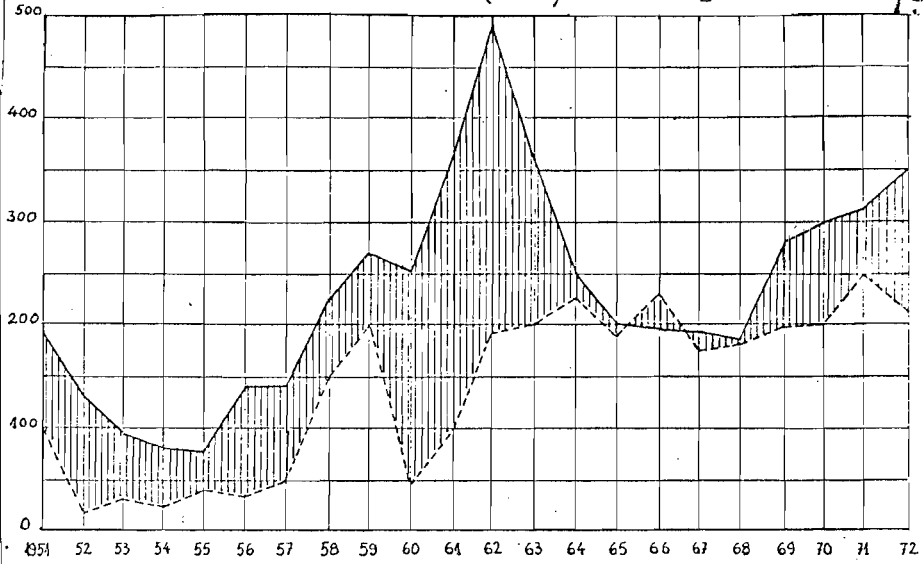
V - El conjunto del movimiento de Capital no tiene un comportamiento predecible, si es que no se lo desagrega en sus partes componentes. El movimiento de capital de largo plazo está determinado por variables esencialmente distintas de las de corto y mediano plazo, y aquellas que se superponen muestran sensibilidades distintas según sea el rubro de capital considerado.

Si en la hipótesis IV se ha aceptado que el capital incorporado en el período considerado no ha sido idóneo para resolver los problemas estructurales que ligan íntimamente el crecimiento con el sector externo, y dentro de éste con la cuenta Capital, esta nueva hipótesis requiere la presentación del Balance de Pagos en forma tal que facilite el análisis de cada uno de los rubros. Ello permitirá determinar las funciones de comportamiento de cada uno de ellos, y, en consecuencia, los instrumentos de política económica o las decisiones institucionales que estimulen su ingreso o les resten incentivo.

A continuación de los gráficos se explicita la presentación que se propicia. Con independencia de la distribución de los rubros, es decir, de su estructura - que es lo que interesa para nuestro objetivo - se ha hecho alguna modificación en el agrupamiento de los años con relación al cuadro N° 1, que figura a fs. 9: el año 1956 se incorpora al grupo 1957/58; el año 1959 se incorpora al grupo 1960/61; el año 1966 se incorpora al grupo 1964/65. Este reagrupamiento se ha hecho con la finalidad que cada subgrupo corresponda aproximadamente a cada uno de los gobiernos que se han sucedido. El autor ha pensado que para quien tenga interés en hacer un análisis de la interdependencia de los hechos políticos y económicos puede tener alguna utilidad y contribuir a dilucidar una antigua controversia entre los políticos y los economistas sobre si la estabilidad económica es condición para la estabilidad política o si la estabilidad política es condición indispensable para el crecimiento económico.

CAPITAL PRIVADO A LARGO PLAZO (TOTAL)

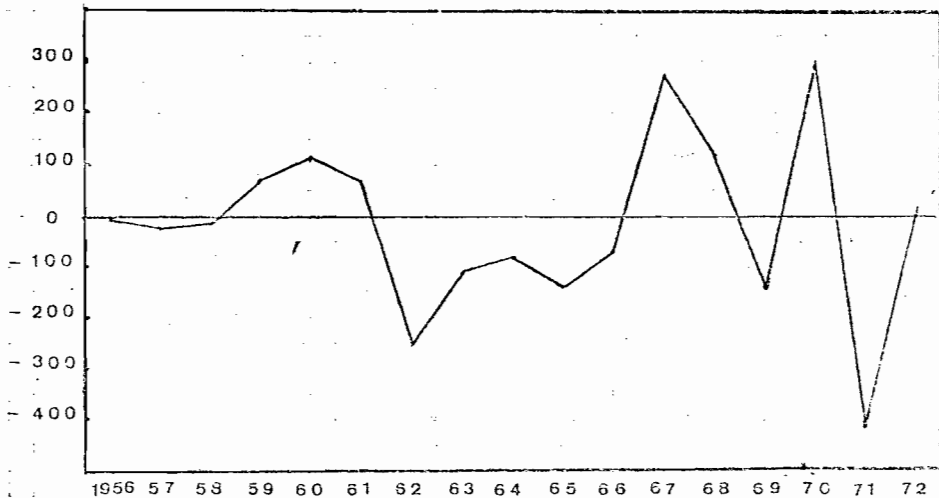
Ingreso
Egreso



MOVIMIENTO EXTERNO DE FONDOS LIQUIDOS

Gráfico N° 14

(Millones de Dólares)



Fuente: Banco Central de la R. Argentina - Memorias.

Años 1956 a 1959 estimación sobre contenido de las Memorias en el Capítulo Movimiento de Capitales.

C O N C E P T O	1951/55	1956/58	1959/61	1962/63	1964/66	1967/70	1971/72	TOTAL
CUENTA CORRIENTE								
Exportaciones.....	4937,5	2912,5	3043,9	2581,5	4491,7	6217,7	3675,4	27.860,2
Importaciones.....	5606,2	3670,6	3693,2	2337,2	3396,7	5534,9	3763,1	28.001,9
Saldo del <u>COMERCIO EXTERIOR</u>	- 668,7	- 758,1	- 649,3	- 244,3	- 1055,0	- 602,8	- 87,7	- 141,7
Servicios reales	146,5	132,8	94,4	137,9	159,1	114,2	192,5	553,1
Saldo de la <u>Balanza Comercial</u>	- 522,2	- 625,3	- 554,9	- 106,4	- 895,9	- 797,0	- 107,8	- 416,4
Servicios Financieros: Inter. y Utilidades... ..	- 90,1	- 60,3	- 199,2	- 140,4	- 414,3	- 840,7	- 589,5	- 2.334,5
Regalías.....	---	---	---	---	75,4	- 243,5	- 125,2	- 618,8
Total de la <u>CUENTA CORRIENTE</u>	- 612,3	- 685,6	- 754,1	- 34,0	- 446,2	- 287,2	- 609,9	- 2.536,9
TRANSFERENCIAS UNILATERALES	- 49,2	- 7,5	- 22,9	- 5,0	- 17,9	- 14,5	- 7,4	- 119,4
CUENTA CAPITAL								
Capital no Compensatorio.....	359,8	273,2	837,3	- 105,2	292,3	1027,5	- 248,1	1851,9
Capital compensatorio.....	---	75,0	331,4	49,0	- 221,4	- 318,2	520,8	338,6
Total de la <u>CUENTA CAPITAL</u>	359,8	348,2	1168,7	- 56,2	70,9	709,3	272,7	2190,5
I - Endeudamiento	59,6	168,3	934,3	109,2	- 142,0	13,5	638,7	1797,6
a) Importaciones con Pago Diferido.....	6,6	65,2	274,3	171,3	- 224,0	109,7	129,6	532,7
b) Préstamos.....	73,5	142,4	478,4	123,3	- 84,6	- 124,2	706,9	1315,7
c) Créditos de Proveedores.....	- 24,5	- 19,3	65,0	- 185,4	10,6	81,0	142,1	- 376,7
d) Empréstitos.....	---	---	---	---	25,1	196,0	- 12,2	208,9
e) Anulación de contratos petroleros.....	---	---	---	---	130,9	- 87,4	- 43,5	---
f) Nacionalización empresas de electricidad.	---	---	116,6	---	---	0,4	---	117,0
II - Inversión Directa	353,9	26,4	95,4	149,7	- 38,7	78,8	21,0	686,5
a) En Bienes y Equipos.....	12,7	17,4	212,0	149,7	68,0	40,4	21,0	541,2
b) Importaciones sin Uso de Cambio.....	275,2	9,0	---	---	---	---	---	284,2
c) Nacionalización empres. de electricidad.	---	---	-116,6	---	---	---	---	- 116,6
d) Otras.....	66,0	---	---	---	- 126,7	38,4	---	22,3
III - Créditos Concedidos por Exportaciones	- 49,7	41,7	- 29,9	- 28,7	17,0	- 120,0	66,6	- 103,0
IV - Movimiento de Fondos líquidos	---	132,3	244,9	- 358,7	- 300,2	767,7	- 422,6	63,4
V - Aportes a Organismos Internacionales	---	40,5	- 78,0	- 25,5	- 49,8	- 30,7	- 31,0	- 256,3
PAGOS INTERNACIONALES								
I - Variación de Reservas	- 319,9	- 374,6	385,9	- 193,1	- 100,9	461,7	- 216,1	- 354,0
II - Derechos Especiales de Giro	---	---	---	---	---	58,8	106,8	165,6
III - Ajuste por Paridad Internacional	---	---	---	---	---	- 1,8	---	- 1,8
Total <u>PAGOS INTERNACIONALES</u>	- 319,9	- 374,6	385,9	- 193,1	- 100,9	518,7	- 109,3	- 190,2
RESERVA Y COMISIONES	- 18,2	- 29,7	- 5,8	- 0,1	- 15,5	- 2,9	21,7	- 32,1

La fórmula que se propicia no contiene variantes fundamentales en los capítulos de la CUENTA CORRIENTE y PAGOS INTERNACIONALES.

En el capítulo correspondiente a la CUENTA CAPITAL, en cambio, se formula el Balance con la siguiente clasificación:

I - Endeudamiento

- a) Importaciones con Pago Diferido
- b) Préstamos
- c) Créditos de Proveedores
- d) Empréstitos
- e) Anulación Contratos Petroleros
- f) Nacionalización de empresas de electricidad

II - Inversión Directa

- a) En Bienes y equipos
- b) Importaciones sin Uso de Cambio
- c) Nacionalización de Empresas de Electricidad
- d) Otras.

III - Créditos concedidos por Exportaciones

IV - Movimiento de Fondos Líquidos

V - Aportes a Organismos Internacionales

Esta estructura respeta los rubros que han jugado en el período considerado - 1951/1972 - debiendo tenerse en cuenta que algunos de ellos son transitorios, tal el caso del rubro "Anulación de Contratos Petroleros". Debe añadirse, con respecto a este rubro que las cifras contenidas en el Balance que antecede, no reflejan exactamente el monto del endeudamiento existente a fin de 1972, porque se ha contabilizado el endeudamiento por lo efectivamente pagado en el período considerado; lo contrario hubiera significado un análisis de los contratos de anulación y de las indemnizaciones fijadas, análisis que no tenía relevancia a los fines que se persiguen.

En cuanto al rubro "Movimiento de Fondos Líquidos" se lo ha independizado del Capítulo Endeudamiento y del Capítulo Inversión Directa, en razón de no figurar desagregada la información proporcionada por el Banco Central en lo que se refiere a esos rubros, así como tampoco se proporciona la proporción que en dicho movimiento tiene el atesoramiento o desatezoramiento de residentes nacionales.

Una de las ventajas que podría ofrecer esta estructura sería la de seguir a través del Balance de Pagos la evolución del Endeudamiento externo, objetivo que se conseguiría plenamente si la información sobre el Movimiento de Fondos Líquidos se ofreciera en la forma que hemos señalado. Veamos un ejemplo: Dado que la evolución de la deuda externa, según cifras oficiales

no se extiende al inicio del período considerado - 1951 -, tomamos el dato proporcionado por "Argentina - Síntesis Económica y Financiera N° 1", OCECI, página 80, al 31/12/55, según el cual la Deuda Externa ascendía a 575 millones de dólares. Según el balance que figura en la página 80, el endeudamiento del período 1951/1955 ascendió a 55,6 millones de dólares, es decir, la deuda a principios de 1951 ascendería a 519,4 millones de dólares. El endeudamiento en el período considerado :1797,6.

Se supone a los fines de este ejemplo - en virtud de que no existe desagregación por parte del Banco Central, que el saldo del rubro "Movimiento de Fondos Líquidos", al 31/12/72, es totalmente endeudamiento. Con este supuesto podemos hacer el siguiente cálculo según la fórmula propuesta de Balance de Pagos:

	<u>Mill. de Dólares</u>
- Endeudamiento al 1/1/51	519,4
- Endeudamiento del período 1/1/51 al 31/12/72, según Balance de Pagos proporcionado por el Banco Central en sus Memorias	1797,6
- Saldo en el país del rubro "Movimiento de Fondos Líquidos", considerado a los fines de este ejemplo como endeudamiento en su totalidad.....	63,4
<u>Total Endeudamiento externo al 31/12/72.....</u>	<u>2380,4</u> (1)

Debe tenerse en cuenta que en este cálculo figuran tanto las deudas del Sector Público como las deudas del Sector Privado que han sido contabilizadas por el Banco Central.

Podemos hacer una comparación con las cifras contenidas en el Boletín Estadístico del Banco Central sobre la deuda Externa:

	<u>Mill. De Dól.</u>
<u>Sector Público:</u>	
- Total Obligaciones con el Exterior al 31/12/72, según Boletín Estadístico Febrero 1973, página 71..	3.045,9
<u>Sector Privado:</u>	
- Deuda del Sector Privado al 31/12/67, según Boletín Estadístico del Banco Central, (Relevamiento), febrero de 1968.....	825,3
- Incremento de la Deuda del sector privado en el período 1968/1972, según información contenida en el Informe Económico, Cuarto Trimestre del año 1972, Ministerio de Economía (nota página 6) ..	822,4
	<u>1.647,6</u>
<u>Total endeudamiento externo al 31/12/72</u>	<u>4.693,5</u> (2)

Como puede apreciarse, existe una diferencia de 223,1 millones de dólares entre la estimación (1), y las cifras proporcionadas por el Banco Central en sus Boletines Estadísticos (2).

Esta diferencia puede obedecer a varias causas:

- a) Que el sector privado, al informar al Banco Central, incluya como deudas con el exterior, deudas realmente contraídas, pero cuyas divisas han sido negociadas en el mercado paralelo;
- b) Que el sector privado al informar al Banco Central, incluya como deudas con el exterior, divisas propias de distinto origen, ingresadas también por el mercado paralelo.
- c) Que en el rubro "Movimiento de Fondos Líquidos", se hayan compensado egresos de residentes nacionales, reduciendo en esa forma el saldo deudor; se trataría de inversiones líquidas de nacionales en el exterior, que estarían reduciendo en el Balance de Pagos, en la estimación considerada, el saldo deudor existente en dicho rubro.

El ejemplo propuesto persigue únicamente el objetivo de señalar la ventaja de la estructura propuesta, en la medida en que la información del Banco Central se produzca más desagregada en el rubro "Movimiento de Fondos Líquidos".

Debemos reiterar, sin embargo, que la estructura propuesta fundamentalmente persigue el objetivo de presentar la Cuenta Capital desagregada en sus rubros componentes, con fines de análisis.

Esta tesis no podría encarar el análisis de todos los rubros propuestos, pero haciendo un aporte a la finalidad propuesta, en el capítulo siguiente se realiza un estudio analítico sobre uno de esos rubros - Movimiento de Fondos Líquidos -, elegido en virtud de los juicios que se han emitido en los últimos años sobre los importantes movimientos producidos en dicho rubro.

CAPITULO IV

LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES LIQUIDOS

Desde los primeros intentos de análisis del problema de los movimientos de capitales de corto plazo estos fueron vinculados con las tasas de cambio a término y la especulación en los mercados de cambio. El "locus" clásico en la materia figura en la obra de Keynes "A Tract on Monetary Reform" (), quien en 1924 suministró una teoría completa acerca de los movimientos de este tipo de capitales; su principal causa la atribuía a la existencia entre los distintos países de diferenciales en las tasas de interés, que suponía debían ser compensadas por los valores de la tasa de cambio a término: en los casos en que las tasas a término se apartaran en cierta medida de los valores de paridad de interés aparecerían los arbitrajistas que enviarían al exterior sus capitales en busca de mayor rentabilidad.

Keynes vió también con claridad que existían pocas posibilidades de que las tasas de cambio a término se ajustaran realmente a su paridad de interés y ello lo atribuía a dos razones principales:

- 1º) Al hecho bastante común de que en general los mercados financieros no son libres ni competitivos y de que este tipo de operaciones suele estar concentrado únicamente en manos de bancos o de otras instituciones financieras autorizadas que pueden llegar entre sí a acuerdos tácitos para mantener las tasas de cambio a término a niveles tales que les permitan obtener beneficios superiores a los normales;
- 2º) Los montos limitados de capitales fluctuantes disponibles para este tipo de operaciones no serían suficientes para que los niveles de las tasas a término alcanzaran la paridad de interés.

Otros factores de discrepancia han sido tenidos en cuenta por otros autores. Tal el caso de Sinzig (11), que señala la existencia de operaciones especulativas y operaciones de cobertura del comercio internacional, la falta de operaciones equilibradoras de arbitraje debido a la desconfianza en las instituciones financieras autorizadas, la inestabilidad política y social de algunos países implicados y las expectativas e imposición de restricciones a un mercado libre de cambios.

Los trabajos posteriores a esas obras pioneras en este campo son muchas y relevantes. El interés despertado se debe principalmente a los importantes problemas de política económica vinculados con la estabilidad del mercado de cambios que plantea la existencia de un mercado de futuros.

En este capítulo plantearémos un modelo simplificado que provea el fundamento teórico de las relaciones empíricas que buscamos para explicar satisfactoriamente el flujo de capitales de corto plazo que se produjo en la Argentina entre los años 1956 y 1972.(1)

Este modelo que planteamos es una versión simplificada de los presentados por S.C. TSIANG (12), y S. W. Black (13).

Suponemos la existencia de un país A que tiene relaciones con el resto del mundo, que denominamos E, relaciones que se manifiestan en transacciones que cubren los rubros usuales del Balance de Pagos. Puesto que lo que acá lo que nos interesa es analizar el comportamiento de los flujos de capitales líquidos admitiremos como racional el supuesto de que los individuos que intervienen en este tipo de actividades quieren maximizar el beneficio que pueden obtener de las mismas. Estas actividades corresponderán esencialmente a operaciones de arbitraje de interés cubierto y operaciones de especulación a término.

En el modelo consideraremos primero las operaciones de arbitraje que se originan en los diferenciales de interés entre A y E. Definimos las siguientes variables:

α = tasa corriente de cambio en el país A, que indica el número de unidades de moneda nacional necesarias para adquirir una unidad de moneda extranjera (que suponemos puede ser homogeneizada para todo E).

λ = tasa de cambio futuro de A, con iguales características que α .

r_A = tasa de interés que se percibe en las operaciones financieras corrientes del país A. Dicha tasa correspondería a un período de tiempo equivalente al computable para las operaciones a término.

r_E = tasa de interés que se percibe en las operaciones financieras corrientes del exterior correspondiente al mismo período de r_A .

En el período inicial 0 el individuo que realiza la operación de arbitraje cambia en A una unidad de moneda extranjera por α unidades

(1) La elección del año 1956 como inicial de la serie obedece al hecho de que en ese año la Argentina se incorpora al Fondo Monetario Internacional y dispone la apertura de un mercado libre de cambio para operaciones financieras - al margen del mercado oficial con cambios fijos de 18 pesos por dólar -, en el cual la cotización del dólar osciló entre un mínimo de 28.30 y un máximo de 45.60 moneda nacional.

des de moneda nacional, que luego invierte en A a la tasa r_A , obteniendo en el período $t = 1$ la cantidad $\alpha (1 + r_A)$.

En el mismo período 0 el individuo vende a término a la tasa λ la cantidad de moneda nacional $\alpha (1 + r_A)$ y obtiene al cabo del período 1 un monto de moneda extranjera igual a:

$$\frac{\alpha}{\lambda} (1 + r_A)$$

Si ese mismo individuo hubiese decidido realizar la inversión en el exterior hubiera obtenido al final del período 1 la suma $(1 + r_E)$ de moneda de E. Por consiguiente, su decisión de realizar la operación de arbitraje se mantendrá en tanto

$$\frac{\alpha}{\lambda} (1 + r_A) > (1 + r_E) \quad (1)$$

6

$$\frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_E)} > \lambda \quad (2)$$

en cuyo caso habrá un flujo de ingreso de capitales en el país A. En cambio en el caso de que

$$\frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_E)} < \lambda \quad (3)$$

el flujo se dará en sentido opuesto.

De esta manera tendremos que el flujo de ingresos de capitales líquidos al país A, originado en operaciones de arbitraje, y que denominaremos K_L será una función del siguiente tipo:

$$K_L = f \left(\frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_E)}, \lambda \right) \quad (4)$$

$$\frac{\partial K_L}{\partial \alpha} > 0$$

$$\frac{\partial K_L}{\partial \lambda} > 0$$

$$\frac{\partial K_L}{\partial \lambda} < 0$$

$$\frac{\partial K_L}{\partial r_E} < 0$$

es decir, que se espera ingresos de capitales líquidos en el caso de aumentos de la tasa de cambio corriente α y de la tasa interna de interés r_A . Por el contrario, incrementos en la tasa a término λ y en la tasa externa de interés tendrán como consecuencia una salida de esos capitales.

Si tomamos ahora en cuenta las operaciones de tipo especulativo se observa que las mismas se originan en las expectativas que los individuos tienen respecto del valor que tendrá la tasa de cambio corriente al final del período t . Si se piensa que tal tasa esperada de cambio, que denominaremos β será superior a la tasa actual de cambio a término λ o sea que

$$\beta > \lambda \quad (5)$$

se comprará cambio futuro a la tasa λ esperándose obtener un beneficio de su venta. En el caso contrario, es decir, si

$$\lambda > \beta \quad (6)$$

se venderá cambio futuro a la tasa λ .

Sin embargo, si bien se supone que la actividad especulativa se da en el mercado de futuros la relación requerida entre el tipo de cambio corriente y el de futuros, se dará a través de operaciones de arbitraje de interés⁽¹⁾ y habrá ingreso de capitales si

$$\frac{\alpha}{\beta} (1 + r_A) > (1 + r_E)$$

o, lo que es lo mismo:

$$\frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_E)} > \beta \quad (7)$$

(1) VANĀK, Jaroslav, "Comercio Internacional. Teoría y Política Económica". (14)

y egresos en el caso contrario, es decir,

$$\frac{\alpha}{\beta} (1 + r_A) < (1 + r_B)$$

6

$$\frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_B)} < \beta \quad (8)$$

De este modo tenemos que la función total de ingresos de capitales líquidos será:

$$K_L = f \left(\frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_B)}, \lambda, \beta \right) \quad (9)$$

donde:

$$\frac{\partial K_L}{\partial \beta} < 0$$

En el caso de un mercado a término que se aproxima a las condiciones competitivas, con la transferencias de capitales abiertas en ambas direcciones entre A y B es sabido que deberá tender a producirse la igualdad ⁽¹⁾

$$\lambda = \frac{\alpha (1 + r_A)}{(1 + r_B)} \quad (10)$$

y las diferencias entre la tasa de cambio corriente y la tasa de cambio a término deberán reflejar justamente las diferenciales de interés existentes entre A y B. Pero en general las tasas a término suelen compensar sólo de manera muy parcial los diferenciales de interés existente entre ambos países; las imperfecciones del mercado financiero, la existencia de costos de transacciones, la incertidumbre, la fijación de tasas a término en el mercado oficial de futuro con fines de influenciar el flujo de fondos líquidos, el conocimiento imperfecto, los controles oficiales sobre movimientos de capitales, son parte de los elementos explicativos que nos ayudan a comprender por qué se siguen produciendo movimientos de capitales líquidos originados en operaciones de arbitraje de interés cubierto e influenciadas por los valores de la tasa de cambio futuro.

A este respecto es útil reproducir las consideraciones contenidas en la Memoria del Banco Central correspondiente al año 1971, explicativas del importante eflujo de capital líquido:

"Por su parte, el movimiento de capitales no compensatorios determinó un egreso neto de dólares 189,5 millones, motivado principalmente por la salida neta de capitales líquidos del sector privado, que ascendió a dólares 405,6 millones. Este egreso de capitales, en especial de corto plazo, se concretó no obstante las facilidades con que contaron las empresas en materia de pases financieros, y estuvo influido tanto por las expectativas con respecto a la evolución del tipo de cambio de nuestra moneda, como por el nivel relativo de las tasas de interés internas comparadas con las que regían en el exterior.

Y más adelante agrega:

"La salida de este tipo de capitales estuvo influida principalmente por factores especulativos, ante las expectativas en torno a la evolución de los tipos de cambio, tanto en el orden interno como en el internacional, comportamiento que en alguna medida fue posibilitado por la expansión del crédito registrada en el año. Además, en el segundo semestre gravitó también la circunstancia de que el costo del dinero tomaba en el exterior con seguro de cambio resultaba superior al del mercado interno."

Parece por lo tanto correcto simplificar nuestra expresión (9), reduciéndola a la siguiente:

$$K_L = f(\lambda, \beta) \tag{11}$$

donde β , que teóricamente representa la tasa corriente de cambio esperada para el período t, funcionará empíricamente como un indicador respecto de las expectativas sobre el curso futuro de las cotizaciones corrientes.

Para ilustrar con un ejemplo lo que acabamos de decir transcribimos el que pone Horacio Núñez Milana, inserto en el trabajo de Ana María Mantreña Mantel ⁽¹⁾ (8):

(1) Aunque, como se verá más adelante, la tasa esperada de inflación no es en la Argentina un buen indicador de la tasa de cambio esperada, pues el coeficiente de correlación del movimiento de capitales líquidos y la evolución de los precios mayoristas no ha dado resultado satisfactorio; resultado confirmado por largos períodos de tiempo de cambio.fijo a pesar de altas tasas de inflación (1959/61), (1973/74)

"como ejemplo, tomamos un país con inflación crónica del 30% anual y con diferencial de intereses del 10% [$\theta = 30\%$ y $(i_A - i_B = 10\%)$]. En este caso la prima del cambio futuro en equilibrio será del 20% anual aproximadamente. Los especuladores comprarán cambio futuro, pues esperan una devaluación del 30% en tanto que la prima defuturo es del 20%. Los arbitrajistas venderán cambio futuro, comprando simultáneamente cambio presente porque les conviene invertir en el exterior, ya que al vencimiento de sus contratos ganan un margen del 20% (la prima del cambio futuro) que supera lo que se pierde por diferencial de intereses. O sea, con estos, el país con una tasa de inflación superior a la diferencial de intereses tendrá una constante salida de capital a corto plazo.

"Con estos elementos estudiados, es inmediato deducir que si un gobierno desea evitar cambios en los movimientos netos de capital debido al arbitraje y a la especulación y al mismo tiempo no desea recurrir a prohibiciones institucionales, debe tratar de mantener la siguiente relación entre ambas tasas de interés: $i_A = i_B + \theta_t^e$ "

Corroboración Empírica

En la corroboración empírica correlacionaremos sucesiva y alternativamente la variable dependiente - movimiento de fondos líquidos - con las siguientes variables independientes, a fin de determinar el indicador de expectativas que más satisfaga la realidad:

- 1) Tasa anual de cambio a término.
- 2) Relación Cambio de Paridad/Cambio Mercado Libre.
- 3) Variación de las reservas internacionales.
- 4) Serie de precios mayoristas.
- 5) Coeficientes anuales de dispersión que existen anualmente entre los valores que asumen mes a mes los tipos de cambio del mercado paralelo del dólar y el promedio anual.
- 6) Variación anual de las reservas internacionales.

Las series consideradas son las siguientes:

VARIABLE

DEPENDIENTE

VARIABLES

INDEPENDIENTES

AÑO	MOVIMIENTO DE FONDOS LIQUIDOS (mill. u/s)	RELACION CAMBIO DE PARIDAD Y CAMBIO MERCADO LIBRE (1956-100)	TASA ANUAL DE CAMBIO A TERMINO	VARIACION RESERVAS INTERNACIONALES (millones u\$s)	COEFICIENTE DE DISPERSION DEL DOLAR PARALELO	PRECIOS AL POR MAYOR NIVEL GENERAL (Indices: base 1960=100,0)
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
1956	- 1,8	100,0	16,6 (3)	23,2	4,16	22,8
1957	- 21,8	110,3	11,5 (3)	- 175,5	2,58	23,3
1958	- 10,0	109,7	26,2 (3)	- 222,3	13,81	37,0
1959	70,0	153,0	1,2 (2)	271,1	7,75	36,4
1960	109,4	175,0	9,1 (2)	308,4	0,24	100,0
1961	65,0	196,7	15,3 (2)	- 193,6	0,49	108,3
1962	- 249,1	175,6	34,9 (1)	- 340,3	23,23	141,1
1963	- 109,2	183,2	26,5 (1)	147,2	5,24	181,7
1964	- 90,3	217,4	21,5 (1)	- 111,5	19,92	229,2
1965	- 146,2	224,7	15,3 (1)	15,7	23,94	284,0
1966	- 69,4	236,7	20,4 (1)	- 4,7	15,99	340,8
1967	262,6	186,6	8,0 (1)	479,8	23,57	428,0
1968	110,9	198,1	3,25 (1)	57,3	0,19	469,2
1969	- 143,2	202,4	6,50 (1)	- 259,9	0,95	497,6
1970	295,5	201,4	6,0 (1)	185,0	33,72	587,7
1971	- 405,6	181,0	22,0 (1)	- 333,4	208,93	791,9
1972	2,6	144,3	22,0 (1)	167,1	123,65	1.401,8

FUENTES:

- a) Banco Central de la República Argentina. Memorias. Balances de Pago.
- b) TECHINT.- Boletines Informativos.
- c) (1) Banco Central de la República Argentina. Memoria año 1971, página 138.
- c) (2) Techint. Boletín Informativo N° 126, marzo/abril 1962 (Calculado tomando en cuenta las diferencias de cotización entre contado y a término).
- c) (3) Calculado s/diferencia de cotización entre diciembre de los años t y t-1 (Merc paralelo) Techint N° 189.
- d) Banco Central de la República Argentina. Memorias. Balances de Pago.
- e) Los valores de los coeficientes de dispersión fueron calculados de acuerdo con la siguiente expresión:

$$D_S = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n x_i^2 - \frac{1}{n} \left(\sum_{i=1}^n x_i \right)^2}$$

- f) Calculados sobre datos de INDEC.

Correlacionamos en primer lugar la serie de Movimiento de Fondos Líquidos (K_L) para 1956/72, considerada como variable dependiente, con la tasa anual de cambio a término. El resultado obtenido fue el siguiente:

$$K_L = 160,420 - 11,484 \lambda \\ (3,740)$$

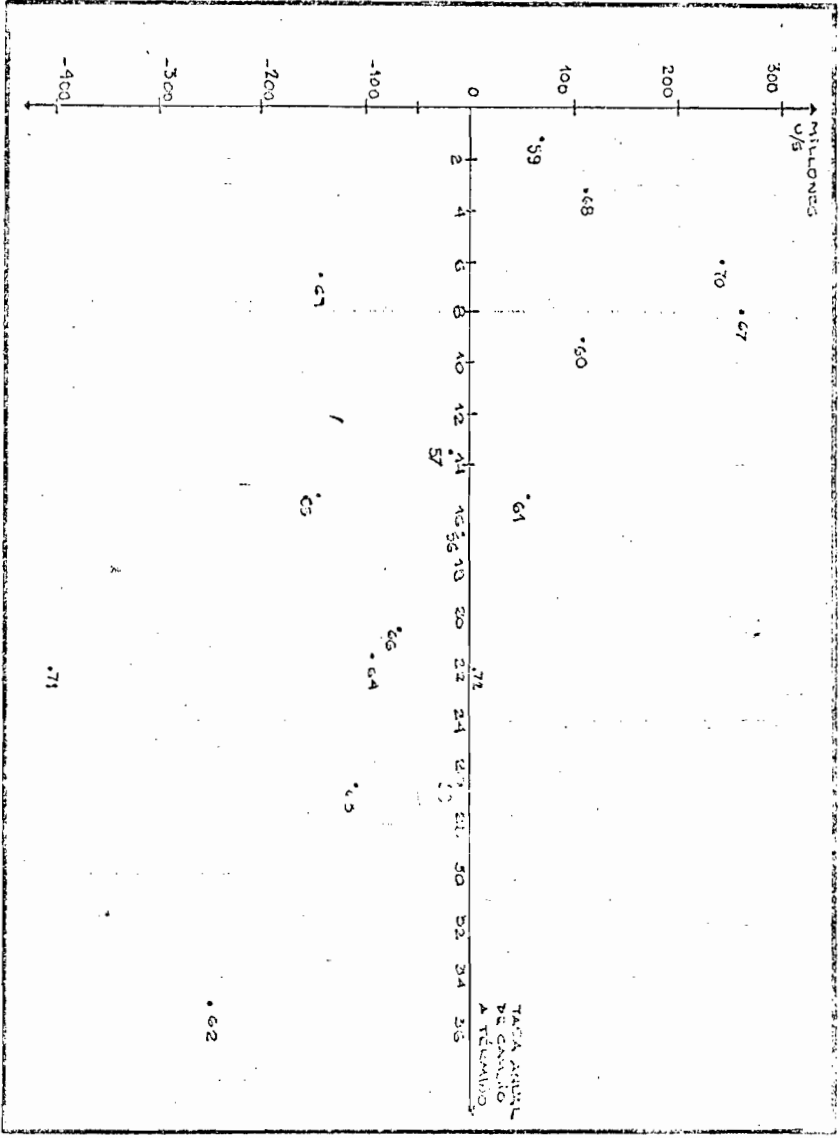
$$R^2 = 0,386$$

$$t_\lambda = - 3,070$$

$$d = 3,045$$

Como puede observarse de este resultado la relación entre ambas variables tiene el signo esperado y el coeficiente de λ es significativamente distinto de 0. Sin embargo, observando el diagrama de dispersión puede notarse que el año 1971 muestra un comportamiento anómalo respecto de los restantes valores de la serie y que puede ser la causa de los valores relativamente bajos obtenidos en el coeficiente de correlación:

Gráfico Nº 14



Anteriormente, en la página, se han transcripto las consideraciones que hacen las autoridades monetarias en la Memoria del Banco Central, sobre este importante movimiento de capital líquido en el año 1971.

Eliminando el año 1971 de nuestra regresión se obtuvo el siguiente resultado:

$$K_L = 156,204 - 9,926 \lambda$$

(3,128)

$$R^2 = 0,418$$

$$t_\lambda = -3,173$$

$$d = 2,477$$

Es decir se obtiene un resultado que mejora al anterior; aumenta el nivel de significación del coeficiente de la variable λ .

El siguiente problema que se presentó fue encontrar la variable empírica adecuada que representara las expectativas vigentes que se correspondieran con la variable β de nuestro modelo empírico ^{+ teórico}. En este sentido se plantearon varias hipótesis que fueron sucesivamente corroboradas. En primer lugar se consideró como variable la relación entre el cambio de paridad y el cambio del mercado libre (I_P). El resultado obtenido fue el siguiente:

$$K_L = 27,369 - 0,266 I_P$$

(1,099)^P

$$R^2 = 0,004$$

$$t_{I_P} = -0,242$$

Los resultados demuestran una falta de correlación entre ambas variables, manifestada en el bajo valor de R^2 y en la falta de significación del coeficiente de regresión, lo que podría resultar llamativo ya que "a priori" cabría esperar que este fuera un buen indicador de las expectativas internas.

Sin embargo, debemos tener presente los serios problemas metodológicos que tiene implícita la construcción de un índice de poder adquisitivo y la experiencia empírica, que ha demostrado que la teoría de la paridad del poder adquisitivo no ofrece una explicación satisfactoria del tipo de cambio. Recordemos que el primer tipo de críticas se relaciona con las dificultades generales de construcción de numerosos índices y el problema de la elección de ponderadores adecuados para los precios de cada país. La segunda crítica se basa en la idea de que el índice supuesto pre-supone que el tipo de cambio debe dar un equilibrio apropiado de las cosas

tas comerciales, con independencia de eventuales variaciones de precios

Otro indicador probable del curso de las expectativas podría ser la tasa interna de inflación, que de alguna manera podría estar indicando expectativas de devaluación. Considerando la serie de precios mayoristas (P_M), obtuvimos los siguientes resultados:

$$K_L = -8,656 - 0,032 P_M \\ (0,126)$$

$$R^2 = 0,004$$

$$t_{P_M} = -0,254$$

Resulta claro que tampoco esta variable resulta significativa para nuestros propósitos. Este resultado es concordante con lo expresado por Aldo A. Arnaudo y José A. Bartolomei (): "Las expectativas de devaluación no serán iguales a las expectativas de inflación, pudiendo existir en el corto plazo un ambiente latente de devaluación independiente del proceso inflacionario."

La siguiente variable que consideramos fué el Coeficiente de Dispersión que existía anualmente entre los valores que asumían mes a mes los tipos de cambio en el mercado paralelo del dólar y el promedio anual. Esta variable implicaría suponer que cuanto mayor fueran las fluctuaciones que se produzcan en el año en el dólar paralelo, tanto mayor será la actividad especulativa que se llevará a cabo, y que se reflejará en los movimientos de fondos líquidos. Utilizando esta variable (D_S) se obtuvo el siguiente resultado:

$$K_L = 25,189 - 1,495 D_S \\ (0,721)$$

$$R^2 = 0,223$$

$$t_{D_S} = -2,072$$

$$d = 2,248$$

Puede apreciarse que el coeficiente de regresión de esta variable ya resulta ser significativamente distinto de 0, a un nivel de 5%, y ya pareciera ser un indicador aceptable para nuestros fines.

Sin embargo, se hizo un intento adicional para tratar de mejorar el resultado anterior, considerando las variaciones anuales de las reservas internacionales. A este respecto también cabe acotar la consideración que hacen Aldo A. Bernaudo y José A. Bartolomei en la obra citada: "Las decisiones sobre ajustes periódicos del tipo de cambio, si bien son de carácter discrecional y están influidas por otras variables económicas y

políticas, sin una terna al volumen de reservas internacionales. La posición a término como anticipadores inmediatos para su realización.

El siguiente es el resultado de la correlación entre los movimientos de capitales líquidos y la variación de reservas internacionales (V_R):

$$K_L = -19,715 + 0,530 V_R$$

(0,126)

$$R^2 = 0,539$$

$$t_{V_R} = 4,191$$

$$d = 1,894$$

Visto que estas dos últimas variables demostraron ser las más significativas se llevaron a cabo regresiones múltiples, incluyendo en una de ellas la tasa de cambio a término. Los resultados fueron los siguientes:

$$K_L = 164,671 - 9,813 \lambda - 1,016 D_S$$

(3,714) (0,636)

$$R^2 = 0,637$$

$$t_\lambda = -2,642$$

$$t_{D_S} = -1,596$$

$$d = 2,883$$

$$K_L = 78,057 - 6,238 \lambda + 0,408 V_R$$

(3,507) (0,137)

$$R^2 = 0,755$$

$$t_\lambda = -1,778$$

$$t_{V_R} = 2,976$$

$$d = 2,68$$

Ambos resultados resultan realmente aceptables y las variables consideradas han mostrado un adecuado nivel de significación, con lo cual quedaron corroboradas las hipótesis enunciadas en el modelo teórico de que las principales variables explicativas del movimiento de capitales eran la tasa de cambio futuro y las expectativas especulativas internas.

La segunda ecuación, que es la que da mejor resultado, llega a explicar hasta un 75% de esos movimientos de capital, quedando un 25% no explicados por nuestras variables. Ese 25% puede corresponder a movimientos de capitales líquidos que constituyen inversión directa y no a

movimientos especulativos o de arbitraje

CONCLUSIONES

Las conclusiones de este estudio serían las siguientes:

- 1) Los movimientos externos de fondos líquidos producidos en la República Argentina en el período considerado, pueden clasificarse en:
 - a) Movimientos de Corto Plazo de tipo especulativo o de arbitraje;
 - b) Inversiones Financieras Directas.

- 2) Los resultados obtenidos demuestran que el 75% del Movimiento Externo de Fondos Líquidos responden al grupo a), y los argumentos relevantes de la función serían: la tasa de cambio futuro, el nivel de reservas internacionales y el coeficiente de dispersión del tipo de cambio en el mercado paralelo del dólar con relación al promedio anual. El 25% restante respondería a inversiones directas, de tipo financiero, supuesto por otra parte aceptable si se tiene en cuenta que el propio Balance de Pagos presentado por el Banco Central en el anexo correspondiente a "Capital Extranjero de Corto Plazo", en el rubro "Movimiento de Fondos Líquidos" hace la siguiente aclaración: "comprende movimientos de capital de plazo no individualizado". Es obvio que los argumentos de una función que explique el movimiento de este tipo de fondos líquidos estarán más íntimamente ligados a los argumentos de las funciones de Inversión Directa en Bienes y Equipos, ya que presumiblemente vienen en apoyo de los mismos, o a los argumentos de una función que explique las inversiones financieras directas como sería la compra de acciones de una empresa ya existente.

- 3) Resulta evidente que para la inducción del movimiento de fondos líquidos de corto plazo, para corregir situaciones de coyuntura, la tasa de cambio futuro y la consiguiente intervención del Banco Central en el mercado de futuro con fines de regulación, es el instrumento más ágil, dado que la variación de las reservas o la modificación del tipo de cambio en el mercado paralelo, pueden depender de factores exógenos o de la utilización de instrumentos de política con efectos no deseados sobre otras variables del sistema, como sería el caso de una devaluación masiva.

- 4) Con relación a la conveniencia o inconveniencia de incentivar mediante el uso de instrumentos de política, el ingreso de fondos líquidos, las conclusiones serían las siguientes:

- a) Fondos Líquidos de corto Plazo de tipo especulativo o de arbitraje.

Antes de emitir opinión personal sobre el punto transcribiremos dos de las opiniones extremas:

"No debe fomentarse de ninguna manera, y mucho menos mediante el recurso de la subdevaluación de la moneda, la introducción de capitales de corto plazo, que provocan innumerables inconvenientes. Entran cuando no se los requiere y salen cuando se los necesita, arrastrando en su actitud capitales genuinos. Se trata de ingentes sumas de capitales especulativos multiplicados durante los últimos años como consecuencia del desequilibrio del balance de pagos de los Estados Unidos, que no tienen el propósito de radicarse definitivamente en un país determinado, sino que se trasladan de una economía a otra en busca de la obtención de réditos y seguras diferencias. En relación con este problema se considera un grave error el aceptar, como ha sucedido desde el año 1970, operaciones de pases financieros por los cuales se asegura el tipo de cambio a los capitales que se introducen al país. De este modo por un lado se favorece la entrada de capitales "volátiles" y también se posibilita que las empresas extranjeras transformen saldos de sus cuentas con las casas matrices que para peor en un principio tuvieron un costo muy inferior al del interés corriente de plaza, equivaliendo introducir en el país capitales con privilegios especiales frente a los capitales nacionales."

- 2) ANA MARIA MARTINEZA MANTEL.- "Teoría y Política de la Balanza de Pagos". Instituto Torcuato Di Tella, 1969, Versión Preliminar, página 114.

"Los objetivos de una política de cambio futuro pueden ser diversos:

- I) Atraer capitales a corto plazo para financiar déficits externos temporarios, dando tiempo a que otras fuerzas automáticas o inducidas corrijan problemas externos estructurales. En este sentido la política de cambio futuro es un instrumento de corto plazo. No puede ser considerada como sustituto de las medidas necesarias para el equilibrio de largo plazo de la balanza de pagos;
- II) En un sistema de tipos de cambios fijos, ayudar a mantener un cierto nivel de reservas cambiarias;
- III) Responder a ataques especulativos contra la moneda doméstica que dan origen a primas intrínsecas sobre el cambio extranjero futuro estimulando el arbitraje de intereses hacia el exterior;
- IV) Inyectar liquidez en el mercado interno como política substitutiva al cambio de efectivos mínimos bancarios o a operaciones de mercado abierto. Este objetivo refleja la experiencia argentina de 1968, cuando se dispuso que el Banco Central interviniera en el mercado de cambio a término, toda vez que la prima de 180 días tendiera a exce-

"exterior se encontraron con la posibilidad de obtener créditos a un costo aproximado del 15% lo que presionó sobre las tasas del mercado de aceptaciones."

El contenido de las memorias del Banco Central revela que en varias oportunidades la conducción económica ha considerado idóneo el instrumento de tipo de cambio futuro, como instrumento de corto plazo para hacer frente a situaciones de coyuntura que afectan el índice de liquidez o el nivel de reservas internacionales. Así, por ejemplo, leemos en la Memoria del año 1969:

"La presión sobre el mercado de cambios y la salida de divisas se tradujeron en una reducción de la liquidez, que no tardó en reflejarse en el aumento de las tasas de interés bancario. En esas circunstancias la política monetaria del Banco Central se orientó a lograr un mejoramiento de la situación cambiaria actuando sobre las primas de futuro, lo que derivó en toma de obligaciones en el mercado a término. Ello se hizo sin alterar los programas trazados originariamente sobre expansión de la base monetaria, tanto por redescuentos y adelantos a los bancos comerciales, como por créditos al Gobierno Nacional, de manera que las medidas adoptadas para restablecer el equilibrio en el mercado de cambios no interrumpieron el proceso de desarrollo. El grado de fluidez monetaria así alcanzado no provocó por otra parte un mayor drenaje de las reservas internacionales." (Pág. 2)

Y más adelante agrega:

"El efecto monetario de las operaciones con el exterior, que fue contractivo por m\$ 42,6 mil millones, representó un cambio de tendencia con respecto a lo acontecido en los años anteriores. En 1963 la expansión alcanzó a m\$ 43,5 mil millones.

"Aquella contracción hubiera sido aún mayor de no haberse visto atemperada, a partir de mayo, por el impacto indirecto que, sobre la liquidez interna, tuvo la regulación de la tasa de cambio a término a un nivel (4%) inferior al de equilibrio, fijada con el fin de evitar el encarecimiento de los préstamos tomados en el exterior cuyo costo estaba subiendo en momentos en que la tasa de interés interna descendía." (pág. 43)

Y finalmente, luego de otras consideraciones, termina:

"La tasa de regulación a un nivel menor que el de equilibrio tuvo efectos semejantes a la tasa de refinanciamiento de la banca central ordinaria, en decir, expansiva, evitando en este caso un efecto con-

tractivo equivalente a una buena parte de los compromisos a término asumidos por el Banco Central." (pág. 44)