

EL DOBLE MERCADO CAMBIARIO ARGENTINO (1971-76) ^(*)

Por Aldo A. Arnaudo y J. A. Bartolomei ^(*)

1. INTRODUCCION

Desde septiembre de 1971 hasta marzo de 1976, excepto un lapso muy breve durante 1975, existieron formalmente en la Argentina dos mercados de cambio. El análisis de esta experiencia exige el tratamiento de dos problemas diferenciados: primero, establecer si el sistema de mercados múltiples instrumentado tiene sustancialmente las características de un doble mercado cambiario como lo proponen sus sostenedores; segundo, en caso afirmativo, determinar la propiedad de su funcionamiento y su eficiencia operativa. Aun en el caso de que la primera condición no fuera satisfecha, es interesante determinar el grado de alejamiento respecto al patrón conceptual del doble mercado y explicar las causas concretas del fenómeno. Y este es el propósito del presente estudio.

(*) Los autores agradecen los comentarios recibidos de Oraldo Fernández, Horacio Arce, Juan C. de Pablo y José L. Machinea en las Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo organizadas por el Banco Central de la República Argentina (agosto de 1977). Para la preparación del presente trabajo se contó con la ayuda de una beca de investigación otorgada por el Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. Los apéndices que se mencionan en este trabajo y cuya publicación se omite pueden ser solicitados a los autores por los lectores interesados. (*) Universidad Nacional de Córdoba.

El doble mercado de cambios, tal cual fuera discutido por Fleming (1971), ha sido aconsejado o criticado por diversos autores 1/ en cuanto a su eficiencia en lograr ciertas metas de política económica. La característica esencial del sistema consiste en la clasificación de las transacciones internacionales entre transacciones corrientes y transacciones de capital, y su realización consecuente en mercados separados, las primeras con un tipo de cambio fijo y las segundas con un tipo de cambio libre. Si bien el tipo de cambio para las transacciones de capital (transacciones financieras) debe ser determinado por el mercado, no se estima incompatible su libertad con la presencia de intervención de la autoridad monetaria. Esta intervención puede resultar una necesidad en el caso de desequilibrios en el mercado de transacciones corrientes, utilizándose entonces el mercado de transacciones financieras para comprar o vender las divisas indispensables para subsanarlos.

La creación de un doble mercado financiero, y en particular de un mercado para las transacciones financieras con tipo de cambio fluctuante, tiene por finalidad eliminar las presiones sobre las reservas internacionales que podrían producirse por las fluctuaciones en el movimiento de capital a corto plazo. Al mismo tiempo se aislaría la balanza comercial de las variaciones en el tipo de cambio debidas a esa causa y haría innecesarias las restricciones al movimiento de capitales externos 2/. En el fondo el argumento reposa en el carácter cuestionable de las ventajas del ingreso irrestricto de capitales puramente especulativos.

Un elemento muy importante que afecta el aspecto especulativo de un doble mercado cambiario es el tratamiento de los intereses de los capitales transados en el mercado financiero, los cuales pueden ser derivados al propio mercado financiero o al mercado de transacciones corrientes. Salin (1971) ha argumentado que un doble mercado con canalización de intereses por el mercado financiero no elimina las desventajas del sistema de tipos de cam

bios fijos 3/ y que además requiere controles muy esmerados sin eliminar las posibilidades de fraudes. El principio es válido para una situación donde las discrepancias entre el tipo fijo y el variable son modestas, de modo que se aplica con mayor fuerza al caso cuando son considerables.

Existiendo un doble mercado, la intervención de la autoridad monetaria se desdobra. Por un lado, se mantiene la intervención en el mercado de transacciones corrientes para ubicar el tipo de cambio en el nivel fijo, o dentro de las pequeñas bandas de variación consideradas aceptables para que no pierda aquel carácter. Esta intervención tendrá un efecto inmediato sobre las reservas, que se incrementarán o reducirán en el volumen del desequilibrio en el mercado de transacciones corrientes. Por su parte, la intervención en el mercado de transacciones financieras puede asumir alguna de estas tres posibilidades. Primero, que no haya intervención, cualquiera sea la situación en el mercado de transacciones corrientes: los desequilibrios en este mercado se enfrentan con las reservas internacionales -con la indispensable condición de que tengan el suficiente volumen- y se transmiten como variaciones de la base monetaria. Segundo, que haya una intervención neutral, cuando la autoridad monetaria compra o vende divisas en el mercado financiero por un monto equivalente al desequilibrio en el mercado de transacciones corrientes. De ese modo la base monetaria permanece invariable y los excedentes o defectos se comercian en un marco más reducido que el correspondiente a un mercado único con tipos de cambio fluctuantes. Finalmente, cabe la intervención activa o discrecional con el objeto específico de influir sobre el mercado de transacciones financieras.

Las características de la intervención de la autoridad monetaria explican la hipótesis de sus sostenedores de que brinda una mayor independencia a la política monetaria. En efecto, la autoridad puede seguir una política de intervención neutral a los efectos de corregir un des

equilibrio en las operaciones corrientes sin necesidad de acudir a la intervención activa en un mercado único; si así lo desea, puede intervenir también activamente en los movimientos de capitales, creando un nuevo instrumento que actúa sobre la base monetaria y, en consecuencia, sobre la política monetaria interna. En alguna medida es utilizar una flotación parcial en lugar de una flotación total de los tipos de cambio.

La implementación de un doble mercado cambiario tiene dificultades de control que no existen en un mercado libre donde la regulación se hace mediante la intervención de la autoridad monetaria sobre el tipo de cambio. Administrativamente sólo se requiere el control sobre uno de los mercados, y el problema es entonces el de la elección entre el de transacciones corrientes o de transacciones de capital. Debe esperarse, en cualquier caso, que dificultades para lograr el cumplimiento de las disposiciones se agraven en proporción a la discrepancia entre los tipos de cambio en ambos mercados.

2. CREACION DEL DOBLE MERCADO CAMBIARIO

El año anterior a septiembre de 1971, cuando se crea el doble mercado cambiario en la Argentina, estuvo signado por graves dificultades en el sector externo y particularmente en el mercado cambiario. En la mente de las autoridades económicas argentinas estaba la idea de que el doble mercado paliaría o eliminaría dichas dificultades, idea entonces en boga al instalarse en algunos países europeos ^{4/} con problemas completamente diferentes, y era el momento cuando sus partidarios habían alcanzado el máximo de atención.

La balanza de pagos en cuenta corriente durante el último trimestre de 1970 y en los tres primeros de 1971 fue desfavorable y alcanzó en conjunto un saldo negativo cercano a 500 millones de dólares. El endeudamiento externo total se incrementó en una magnitud parecida. Sal-

vo el cuarto trimestre de 1970, cuando la inflación llegó a las cifras promedio de las décadas del cincuenta y sesenta, esto es, aproximadamente el 25% anual, en el año 1971 aumentó sustancialmente su velocidad con un mínimo del 13% trimestral y un máximo del doble de esa cantidad.

Con un sistema de tipos de cambio fijos y en un contexto de inflación y déficit en la balanza de pagos en cuenta corriente, las autoridades monetarias se vieron en figurillas para mantener el gobierno de la situación. Durante el tercer y cuarto trimestres de 1970, cuando la tasa de inflación no era tan alta, era baja la prima a término y existían fuertes expectativas devaluatorias, se incrementaron notablemente las operaciones de pase y así puede cifrarse el aumento de los préstamos y otras obligaciones del sector privado en unos 360 millones de dólares en el lapso comprendido entre el segundo trimestre de 1970 y el primero de 1971.

Suponiendo que las operaciones de pase hubieran sido una forma ventajosa de financiación del déficit en cuenta corriente, lo cual difícilmente sea cierto 5/, en el curso de 1971 fue prácticamente imposible que aportaran nuevos fondos al mercado de cambios y a lo sumo pudieron mantenerse en los niveles anteriores sin el problema adicional derivado de una eventual disminución. A pesar del ritmo inflacionario más rápido, las operaciones de pase se hicieron menos deseables debido al aumento de la prima a término -medida destinada a obtener divisas a término de los exportadores pero contraproducente para la rentabilidad de los introductores de capital a corto plazo- y a las devaluaciones efectuadas en el segundo y tercer trimestres de 1971. No obstante que estas últimas no lograron con toda seguridad compensar el deterioro del tipo real de cambio debido al proceso inflacionario, y por consiguiente podían esperarse nuevas devaluaciones, eliminaron sin más una gran parte de las expectativas de devaluaciones importantes (que es uno de los motivos más decisivos en los deudores internos para la realización de operaciones de pase). La autoridad monetaria tuvo que

acudir al capital compensatorio (préstamos al banco central o al gobierno de parte de prestamistas extranjeros) en lugar de su fuente anterior de operaciones de pase. El volumen de los préstamos compensatorios concretados en los tres primeros trimestres de 1971 estuvo en los alrededores de los 200 millones de dólares 6/.

Habría que agregar al comprometido panorama en el orden interno una situación muy problemática en el orden internacional. Sin entrar en detalles al respecto, el año 1971 se caracterizará por una gran incertidumbre en los mercados internacionales, especialmente por la flotación de los tipos de cambio de las monedas que hasta ese momento habían tenido un papel crucial en el orden mundial, la cual repercutió sobre los movimientos de capital de tipo especulativo. Es probable que la Argentina haya sido poco afectada por este último factor a causa de las particularidades de su mercado, mas no pudo evitar sus efectos psicológicos.

El Decreto N° 3.952 del 17 de septiembre de 1971 y la Circular R.C. N° 409 del Banco Central de la República Argentina del 20 del mismo mes establecieron el doble mercado cambiario. En el mercado comercial, con un tipo de cambio fijo 7/, se negociaban las divisas correspondientes a exportaciones, importaciones y servicios comerciales conexos (fletes, seguros y comisiones). En el mercado financiero, con un tipo libre de cambio, se realizaban las transacciones financieras y los demás movimientos de fondos desde y hacia el exterior, se comercializaba el 10% del producido de las exportaciones promocionadas 8/ y se cursarían las operaciones a término. No obstante la libertad del tipo de cambio, se facultó al Banco Central de la República Argentina para intervenir en el mercado financiero con el objeto de prevenir oscilaciones especulativas, sin contrariar empero la tendencia natural de las cotizaciones.

La implantación del doble **mercado cambiario**, contrariamente a la experiencia de otros países y las preocupa

ciones de sus sostenedores, no trajo mayores inconvenientes administrativos. Ello fue debido al ambiente tradicionalmente regulado que había tenido el mercado cambiario en el país; dicho ambiente no fue sustancialmente modificado durante el período más liberal de tipo de cambio único desde 1967 hasta 1971 ^{9/}, cuando se mantuvieron la mayoría de las disposiciones de control ya existentes. En consecuencia, con mínimos ajustes y adaptaciones, las disposiciones vigentes para el mercado único anterior se convirtieron en la legislación para el doble mercado.

Considerando exclusivamente la estructura formal del doble mercado cambiario argentino, se advierten ya ciertas particularidades con respecto al modelo conceptual que había sido desarrollado teóricamente. Por de pronto, se adoptó la versión según la cual los intereses de los capitales extranjeros -un criterio análogo se aplica a las inversiones en el extranjero realizadas por residentes argentinos, aun cuando el problema carezca de importancia práctica- se canalizan a través del mercado financiero. Esta no es la versión que tiene mayor efecto preventivo sobre los movimientos especulativos de capitales. Su introducción se justificaba, como se verá enseguida, por la gran discrepancia entre los tipos de cambio en el mercado comercial y financiero.

En segundo lugar, se determinó la negociación de divisas típicas del mercado comercial, como las correspondientes a exportaciones promocionadas, en el mercado financiero. La explicación lógica radicaría en el saldo negativo neto esperado en el mercado financiero debido al pago de intereses, amortizaciones, otras partidas financieras y eventualmente salidas de capitales mayores que el ingreso de nuevos capitales externos al país. Resulta dudoso, sin embargo, que esta haya sido la causa. Más probable es, como todo lo indicaba, que la moneda nacional en el mercado comercial estuviera notoriamente sobrevaluada.

Un peso sobrevaluado, y por consecuencia una discre

pancia importante entre la cotización oficial en el mercado comercial y la determinada libremente en el mercado financiero, fue la característica inicial del doble mercado cambiario en la Argentina. Hubiera correspondido, en consecuencia, una devaluación simultánea en el mercado comercial para comenzar así con cotizaciones más cercanas a los valores de equilibrio y dentro de los márgenes pequeños que presumiblemente deben existir en un doble mercado. No se hizo, pero aun si se hubiera hecho no se habría solucionado el problema del ajuste permanente necesario del tipo de cambio comercial para adaptarlo al ritmo del proceso inflacionario.

La discrepancia sustancial entre ambos tipos de cambio hizo que la negociación de una proporción de las exportaciones promocionadas en el mercado financiero tuviera el verdadero carácter de promoción, el cual evidentemente no existiría si dicha discrepancia consistía en unos pocos puntos porcentuales. No se sabe si originariamente pensado o producto de las circunstancias posteriores, dicho procedimiento se haría regla no solo para las exportaciones promocionadas sino para todos los rubros del mercado comercial, llevando a la devaluación encubierta. Esta discrepancia explica también la imposibilidad de derivar al mercado comercial los intereses del capital extranjero de corto plazo sin acordarle un subsidio de envergadura.

En tercer término, la inclusión de las operaciones de cambio a término en el mercado financiero constituyó un resabio del régimen anterior de mercado único de cambio con tipo fijo. Ahora, ellas difícilmente tendrían sentido en el caso de las transacciones del mercado comercial, a menos que se esperase una devaluación de una magnitud mayor que la discrepancia de las cotizaciones en ambos mercados. En el caso de las operaciones mismas del mercado financiero, el riesgo derivado de los cambios en las cotizaciones parecía suficientemente grande como para desalentar al sector privado bancario para tomarlas a su cargo. De cualquier modo, si se fuera a argumentar en

términos ortodoxamente teóricos, resulta una incongruencia la existencia de un mercado a término en un doble mercado, ya que en opinión de Day (1976) se trata de dos instrumentos sustitutos entre sí.

Finalmente, la autoridad monetaria se atribuyó el derecho de intervención en el mercado financiero para evitar fluctuaciones especulativas -con lo difícil que es de terminar ese calificativo en un ambiente inflacionario-, esto es, se reservó la intervención activa. Nada se dijo sobre la denominada intervención neutral necesaria para asegurar el equilibrio en el mercado comercial, dándose por entendido que también le estaba reservada de modo implícito.

En suma, el doble mercado cambiario argentino tuvo peculiaridades tales que lo apartaron del modelo teórico, así como su introducción se operó en un momento poco propicio para que cumpliera sus finalidades. Es más, puede suponerse que el propósito inmediato fue encontrar algún medio para resolver el problema de las devaluaciones en un contexto inflacionario, función que de ningún modo está llamado a cumplir el doble mercado.

Hecha esta primera incursión para determinar el grado de acercamiento entre el modelo teórico del doble mercado cambiario y su implementación concreta, con las conclusiones que quedan apuntadas, el segundo problema es establecer el grado de cumplimiento de sus funciones en la práctica. Aquí se debe abordar la cuestión desde la óptica de las funciones convencionales del doble mercado y accesoriamente las de otra naturaleza que también pudo haber satisfecho. Como las primeras son fundamentalmente el control de los movimientos especulativos de capitales, incluyendo las transferencias que pudieran realizarse a través de adelantar o retardar las operaciones en el mercado comercial ("leads and lags") 10/, y tales transacciones estuvieron en nuestro país determinadas por las tasas de interés y por el tipo de cambio esperado, el tema a considerar a continuación debe ser el de las influencias

de estos elementos especulativos sobre el mercado financiero.

3. DETERMINANTES DE LAS OPERACIONES EN EL MERCADO FINANCIERO

Si el mercado financiero, según la concepción ortodoxa, fuera alimentado exclusivamente por los movimientos de capitales y por los intereses que ellos redituán, los primeros determinantes del volumen de operaciones serían las tasas de interés interna y externa. El caso argentino tiene la particularidad de que los ingresos de capital podían asegurarse el tipo de cambio al egreso por medio de operaciones de pase y por ello la prima a término se agrega como tercer determinante.

Los movimientos de capitales siguen la relación entre la tasa de interés interna y externa, habiendo entradas (salidas) según la primera supere (esté por debajo de) la segunda, tal como lo establecen los principios generales del arbitraje. Si el tipo de cambio no está asegurado y presenta fluctuaciones relativamente pequeñas, como ocurre en un mercado financiero libre en un contexto no inflacionario, las tasas de interés tendrán que ser corregidas por los cambios en el tipo de cambio. Las tasas esperadas de cambio en el tipo de cambio en el país y en el extranjero se restan, respectivamente, de las tasas de interés interna y externa, quedando así corregidos los valores para el arbitraje. En un contexto inflacionario probablemente los ingresantes de capital no están dispuestos a asumir el riesgo de las fluctuaciones (por lo común muy importantes) en el tipo de cambio y su seguro en el mercado a término (operaciones de pase) se hace imprescindible. Como queda dicho, la prima a término constituye el costo de dicho seguro.

Para el caso argentino, el Cuadro 1 registra el costo de los préstamos externos e internos, los primeros según se encuentren o no asegurados. Estos últimos solo tie

nen relevancia en los períodos de estabilidad de precios o estabilidad del tipo de cambio, o al menos cuando existe la expectativa de que ello ocurra. El costo de los préstamos internos se ha aproximado por la tasa de interés vigente en el mercado libre de aceptaciones, lo cual no significa necesariamente que es la tasa máxima obtenible en el país.

CUADRO N° 1

TASAS DE INTERES (%) PARA MOVIMIENTOS DE CAPITALES

Trimestre	Costo de los préstamos			Rendimiento real de las colocaciones		
	Externos		Internos	Externas	Internas	
	Con seguro 1/	Sin seguro 2/				3/
1971	IV	26.1		21.5	5.1	-10.0
1972	I	28.3		24.0	-2.3	-51.3
	II	27.7		24.5	0.2	-28.8
	III	27.2		25.1	0.6	-23.3
	IV	27.6		25.3	1.8	-13.8
1973	I	29.2		25.4	-17.8	-29.0
	II	30.9		25.1	-12.1	-26.7
	III	29.5	11.0	23.6	0.5	18.7
	IV	30.8	10.1	22.5	-4.4	20.1
1974	I	27.8	9.0	22.1	62.7	16.4
	II	30.7	11.4	20.6	-0.2	-8.4
	III	31.2	13.1	20.5	-14.9	-17.7
	IV	28.1	10.5	22.4	0.0	-21.1
1975	I	24.8		23.0	10.2	-42.2
	II	24.1		29.1	5.8	-58.6
	III	29.0		39.8	2.1	-90.0
	IV	34.4		52.7	4.7	-55.1

1/ Tasa de eurodólar a 90 días multiplicada por uno más prima a término a 90 días más dicha prima.

2/ Tasa del eurodólar a 90 días.

3/ Tasa de las aceptaciones a 90 días.

4/ Razón entre 1 más tasa del eurodólar a 90 días y 1 más el valor anual de la tasa de incremento trimestral del nivel de precios mayoristas en Estados Unidos, menos 1.

5/ Razón entre 1 más tasa de aceptaciones a 90 días y 1 más el valor anual de la tasa de incremento trimestral del nivel de precios mayoristas en Argentina, menos 1.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics y Ministerio de Economía. Informe Económico.

Un examen general del cuadro permite distinguir dentro del lapso considerado por lo menos tres períodos diferentes. En el primero, que va hasta el segundo trimestre de 1973, el costo de los fondos externos con seguro de cambio es sistemáticamente más alto que el costo interno, por lo cual no cabría esperar el ingreso de capitales externos. Si hubiera estado permitida la salida de capitales en forma legal, dado que la tasa real de interés interna era sustancialmente inferior a la tasa real externa, ese fenómeno se hubiera producido sin lugar a dudas. Ello resulta evidente de la comparación de las columnas de rendimiento de los activos colocados en el país y en el exterior.

En el segundo, que va aproximadamente desde la fecha arriba indicada hasta fines de 1974, existe relativa estabilidad en la economía argentina. Si bien no es del caso investigar las expectativas vigentes en ese entonces, los valores reales lo ilustran un tanto imperfectamente: las tasas de inflación son bajas en los tres primeros trimestres del período (tercer trimestre de 1973 al primer trimestre de 1974) y, a pesar de su elevación en los tres posteriores, el tipo de cambio permanece invariable 11/. En consecuencia, para quienes tuvieran expectativas de estabilidad (en los precios, o al menos en los tipos de cambio) el costo de los préstamos externos era mucho más bajo que el interno; la situación era contraria para quienes no tenían tales expectativas. En este aspecto, el movimiento esperable de capitales resultaba ambiguo. En cuanto hace a la salida de capitales, era difícil que ocurriera, pues la tasa interna resultaba superior a la externa.

En el último período, que se inicia cerca del primer trimestre de 1975, la situación fue sensiblemente favorable a la entrada de capitales externos de corto plazo, dada la diferencia entre las tasas de interés interna y externa. Es más; desde septiembre de 1975 la concreción de operaciones de pase traía en forma automática la concesión de un crédito bancario especial a una tasa de

interés inferior a la de mercado, una especie de subsidio que debía descontarse del costo de los préstamos externos.

La existencia de adelantos y retrasos en la liquidación de operaciones típicas del mercado comercial, esto es, relacionadas con importaciones y exportaciones, está condicionada por el tipo de cambio esperado: si se supone que el tipo de cambio habrá de crecer, se adelantarán las operaciones correspondientes a importaciones y se retrasarán las vinculadas con las exportaciones; si se espera que el tipo de cambio habrá de permanecer estable (en un ambiente inflacionario), se adelantarán las transacciones que tienen su origen en las exportaciones y se retrasarán las que tienen que ver con las importaciones 12/.

Una periodización similar a la que resulta de los movimientos de capitales, aun cuando por distintos motivos, es válida para los adelantos y retrasos de operaciones. En primer término, desde el último trimestre de 1971 hasta el segundo de 1973, la existencia del doble mercado cambiario y la enorme diferencia entre las cotizaciones del tipo de cambio en cada uno de ellos fueron utilizadas como mecanismo para efectuar devaluaciones encubiertas mediante el simple arbitrio de variar el porcentaje que se podría o se exigía comerciar en el mercado financiero. En tales circunstancias la formulación de las expectativas sería diferente a la existente en un mercado con un tipo de cambio fijo, cuando las devaluaciones por definición tienen carácter esporádico. En un doble mercado usado para devaluaciones encubiertas, las expectativas deberían conformarse de manera semejante a las de un mercado con tipo de cambio fluctuante o ajustable según el ritmo inflacionario.

Por consiguiente, el tipo de cambio esperado habrá de guardar relación con las devaluaciones que se van realizando y la tasa de inflación. Al analizar comparativamente ambas magnitudes se presentan dos dificultades importantes. Una, es prácticamente imposible determinar un

momento en el cual el tipo de cambio tenía un valor de "equilibrio" y a partir de ahí establecer los movimientos relativos de la tasa de inflación y los ajustes devaluatorios. Otra, desde 1971 en el caso de las exportaciones y desde 1972 en el de las importaciones, no existió un tipo de cambio uniforme para ambas ni para cada una de ellas, dividiéndose las primeras entre tradicionales y promovidas y las segundas entre comunes y suntuarias (incluso en diferentes grados), y por tanto no se puede establecer una única medida de las devaluaciones. Véase Cuadro N^o 2. Si existiera una vinculación aunque más no fuese cualitativa entre lo esperado y lo que iba aconteciendo, la observación de este cuadro, con las calificaciones mencionadas, permitiría concluir que en el último trimestre de 1971 y los dos primeros de 1972 no se habrían presentado expectativas devaluatorias, lo que sí habría ocurrido en los cuatro siguientes (tercer trimestre de 1972 a segundo trimestre de 1973). Durante el primer subperíodo inflación y devaluaciones corren paralelas; en el segundo prácticamente cesan las devaluaciones mientras continúa el proceso inflacionario.

Algunas veces se ha sugerido que un indicador de las expectativas de devaluación, en un régimen de tipos de cambio fijados por la autoridad, sería la evolución de las cotizaciones en el mercado paralelo. Esta proposición es objetable debido a las características principales de ese mercado, su reducida importancia cuantitativa, su relación con operaciones marginales (gastos de viaje no cursados por los mercados oficiales, transacciones al margen de las disposiciones cambiarias, atesoramiento de monedas extranjeras, etc.) y su gran sensibilidad a los movimientos especulativos. En el período bajo consideración existe una contradicción entre las expectativas resultantes del movimiento de los tipos de cambio en los mercados oficiales, que indicaban la suba, y los del mercado paralelo, que se mantuvieron constantes o bajaron.

CUADRO N° 2

INFLACION (%) Y TIPOS DE CAMBIO (% DE AUMENTO)

Trimestre	Tasa de inflación <u>1/</u>	Tipos de cambio				Mercado paralelo	
		Exportaciones		Importaciones <u>2/</u>			
		Tradicionales	Promocionales	Comunes	Suntuarias		
1971	IV	7,8	26,7	22,5	26,7	26,7	34,4
1972	I	26.6	23.0	22.2	23.0	23.0	6.4
	II	15.0	20.1	13.5	20.1	34.9	17.5
	III	13.0	4.6	4.6	4.6	9.5	16.6
	IV	9.8	2.3	2.3	2.3		-17.9
1973	I	15.3		4.0			1.6
	II	14.3		8.6			-5.6
	III	1.0		1.6			1.1
	IV	0.5					0.9
1974	I	1.2					10.7
	II	7.1					20.2
	III	10.0					25.5
	IV	11.6					17.6
1975	I	20.8	4.6	15.9	3.6	18.4	28.9
	II	32.9	60.6	55.4	61.4	56.6	86.9
	III	93.5	137.0	112.5	131.3	110.2	107.6
	IV	35.8	50.0	55.8	42.9	35.9	15.9

NOTAS:

1/ Según el índice de precios mayoristas.

2/ En el año 1975 se han tomado como importaciones comunes las de la Lista A de la Circular R.C. N° 519 del Banco Central de la República Argentina y como importaciones suntuarias las de la Lista C de la misma Circular.

FUENTES: Ministerio de Economía Informe Económico, Apéndice 2 (Tabla G) y TECHINT. Boletín Informativo.

Desde mediados de 1973 hasta mediados de 1974 la tasa de inflación se reduce hasta llegar prácticamente a la estabilidad; los tipos de cambio, empero, permanecen invariables durante todo el año 1974. Por esta circunstancia, los dos últimos trimestres de 1973 y los cuatro de 1974 pueden agruparse en un mismo período, caracterizado por tipos de cambios fijos, ahora tanto en el mercado comercial como financiero. El mecanismo de generación de expectativas es el correspondiente a un mercado único con tipos de cambio fijos, donde la tasa de cambio esperada en el tipo de cambio depende, en cuanto a su aparición, de una situación insatisfactoria en la posición externa (disminución de las reservas), y en cuanto a su monto, de la tasa de inflación desde que aquella situación se ha producido 13/. Sin embargo, en esta ocasión es probable que la cotización en el mercado paralelo haya sido un indicador más confiable del tipo de cambio esperado en los mercados oficiales que un nivel de precios reprimido en su alza. La disminución de las reservas, con su consiguiente resultado de la inevitabilidad de una devaluación, comenzó a producirse a partir del tercer trimestre de 1974. Aplicando aquel principio, las expectativas devaluatorias deberían haberse presentado desde mediados de 1974 en adelante.

En los cuatro trimestres de 1975 se adopta una política de tipos de cambio ajustables, volviéndose en forma descubierta a la política seguida en el primer período. Pero no solamente hubo frecuentes devaluaciones, grandes y pequeñas, para acompañar el proceso inflacionario, sino que el período se caracteriza por infructuosas modificaciones en la organización de los mercados 14/, sin eficazia alguna para resolver los graves problemas cambiarios existentes.

Del análisis de las características y de las condiciones para los movimientos de capital y para las transacciones comerciales canalizadas por el mercado financiero se desprende que en gran medida tiene secuencias comunes y, por lo tanto, es posible determinar períodos ho

mogéneos para ambos. Con ese objeto se distinguirá un primer período de devaluaciones encubiertas (último trimestre de 1971 a segundo trimestre de 1973), un segundo período de tipos de cambio fijos en ambos mercados (tercer trimestre de 1973 a cuarto trimestre de 1974) y un tercer período de tipos de cambio ajustables (los cuatro trimestres de 1975). Esta separación quizás pudiera hacerse más exacta en cuanto a las fechas si se dejara de lado la utilización del trimestre como período de referencia y se introdujera otro más corto en su lugar.

4. OPERACION DEL DOBLE MERCADO CAMBIARIO

A. Período de devaluaciones encubiertas

La implementación del doble mercado arrancó, de entrada, sujeto a las condiciones estructurales ya discutidas, con dos dificultades sumamente serias que habrían de condicionar su desenvolvimiento futuro. Primero, se inició con una disparidad muy grande entre la cotización del mercado comercial fijada por la autoridad monetaria y la cotización libre en el mercado financiero. La primera fue establecida en \$ 5 por dólar; la segunda ascendió en el mismo mes de septiembre de 1971 a \$ 6.48 y luego pasó en diciembre del mismo año a \$ 8.45. Era lógico que la diferencia entre ambas cotizaciones aumentara en mayor proporción que la tasa inflacionaria por el sistema de que una parte de las operaciones de exportación e importación habría de ser vendida en el mercado financiero: si el tipo de cambio efectivo (una media ponderada entre el tipo fijo y el variable) debía moverse con el mismo o pa-recido ritmo que los precios internos, la cotización en el mercado financiero crecería mucho más que la tasa de inflación. Eso explica, a más de la posibilidad de una so-brevaluación inicial del peso, el hecho del aumento tan rápido del tipo de cambio en el mercado financiero durante 1971.

La canalización de una parte de las exportaciones e importaciones por el mercado financiero, frente a diferencias sustanciales entre las cotizaciones, exige en el mercado comercial compras no inferiores a las ventas si no se quiere incurrir en pérdidas de gran envergadura. Tal es lo que ocurrió en el último trimestre de 1971, cuando las ventas en el mercado comercial superaron a las compras en 155.8 millones de dólares e implicaron para la autoridad monetaria una pérdida por el equivalente en moneda nacional de un monto cercano a un 30% de esa cantidad 15/. En los meses siguientes la pérdida desapareció con la eliminación del déficit en el mercado comercial, pero la necesidad de esa desaparición constituyó desde entonces una restricción a la política cambiaria.

A comienzos del año 1972 la cotización en el mercado financiero seguía en aumento y solo la intervención del Banco Central la mantuvo en algo más de \$ 9 por dólar, fijándola y sosteniéndola poco después en \$ 9.98 por dólar. Desde entonces el doble mercado fue doblemente intervenido, tanto el comercial como el financiero. Las dos cotizaciones habrían de utilizarse en forma sistemática de ahí en adelante para producir devaluaciones mediante el simple recurso de cambiar las proporciones de divisas cursadas por cada mercado. Estas devaluaciones encubiertas satisficieron el doble condicionamiento: el ritmo de inflación y el equilibrio en el mercado comercial. En efecto, el sistema funcionó correctamente al lograrse el segundo (incluso se registraron superávit luego de los dos trimestres iniciales) y al acompañar los tipos efectivos de cambio aproximadamente el ritmo inflacionario 16/, tal como se observa en el Cuadro N° 2. Como consecuencia de este último fenómeno no se dieron mayores oportunidades de retrasar o de adelantar las operaciones comerciales con el exterior 17/.

En las filas pertinentes del Cuadro N° 3 pueden verse los saldos de las operaciones en el mercado comercial y en el mercado financiero y, por lo tanto, su repercusión sobre la posición externa de contado. En ningún momento

se dio, como lo pretendían quienes abogan por una política de intervención neutral por parte de la autoridad monetaria, una compensación ni algo que se le pareciera entre los dos mercados. Por el contrario, esos valores se sumaron para incidir sobre las reservas oficiales, con saldo positivo en algunos momentos y con saldo negativo en otros, aumentándolas o reduciéndolas. Las entradas y salidas de capital compensatorio determinaron, con los saldos anteriormente mencionados, las fluctuaciones de las reservas.

CUADRO N° 3

OPERACIONES CAMBIARIAS. IV 1971 - II 1973 (millones de dólares)

Rubro	1971	1972				1973	
	IV	I	II	III	IV	I	II
<u>Mercado Comercial</u>							
Compras	254.1	236.6	154.2	119.7	125.1	168.4	157.4
(Exportaciones)	(350.0)	(251.1)	(173.7)	(139.4)	(145.9)	(165.6)	(113.5)
Ventas	409.9	242.0	140.3	102.6	76.3	76.6	75.0
(Importaciones)	(337.2)	(277.3)	(130.7)	(82.5)	(71.6)	(64.6)	(69.2)
<u>Mercado Financiero</u>							
Compras	533.3	508.4	686.4	718.5	862.1	948.1	995.0
Exportadores	236.2	279.5	379.7	424.4	503.0	636.6	671.4
(Exportaciones)	(93.2)	(179.6)	(308.9)	(327.3)	(415.2)	(567.2)	(639.7)
Operaciones de Pase	228.6	181.7	264.4	264.0	335.7	221.2	228.6
Ventas	513.7	569.2	725.8	706.6	765.8	789.6	888.8
Importadores y Deudores Externos	236.3	272.1	496.9	399.9	471.7	430.5	577.3
(Importaciones)	(70.5)	(171.0)	(339.2)	(411.7)	(420.7)	(379.8)	(406.9)
(Servicios Financieros Netos) ..	(87.7)	(71.1)	(88.3)	(68.3)	(105.9)	(91.2)	(97.2)
Operaciones de Pase 1/	178.6	228.6	181.7	264.4	264.0	335.7	291.2
<u>Posición Externa Contado</u>							
Saldo Mercado Comercial	-155.8	-5.4	13.9	17.1	48.8	91.8	82.4
Saldo Mercado Financiero	19.6	-60.8	-39.4	11.9	96.3	158.5	106.2
Capital Compensatorio Neto	32.4	78.0	59.6		167.0	29.1	45.2
Cambio en las Reservas Oficiales	-176.2	-16.4	21.2	-20.8	228.3	165.8	197.9
<u>Posición Externa a Término (saldo)</u>							
Banco Central de la República Argentina	517.9	437.8	457.4	519.3	517.9	552.2	546.3
Entidades Autorizadas	16.4	37.9	34.3	27.8	16.4	54.8	54.2

NOTA:

1/ Calculadas bajo la hipótesis de un plazo promedio de 90 días.

FUENTE: Banco Central de la República Argentina. Memorias, Boletín Estadístico, e información aún inédita, Apéndice 2 (Cuadro F) y Apéndice 3.

Hasta aquí se han omitido las operaciones de ingresos de capitales externos a firmas particulares argentinas y para el corto plazo 18/, que es precisamente donde la función del mercado financiero resultaría manifiesta. Debido a que existían serias dudas sobre el mantenimiento del valor de la moneda nacional y de su relación con las fluctuantes cotizaciones de las monedas extranjeras, no podría pensarse en el ingreso no asegurado; además, como las tasas internas de interés no eran suficientemente altas -no mostraron tampoco tendencia definida al aumento-, el ingreso de capitales con seguro no era mayormente rentable y por ello asumió proporciones modestas. La autoridad monetaria, al fijar relativamente alta la prima a término, había encarecido el costo de los préstamos externos y para incentivarlos recurrió a un procedimiento indirecto, cual fue el de establecer restricciones al crédito interno a las empresas (extranjeras) que tenían fácil acceso al endeudamiento con el exterior.

No hay estimaciones certeras del monto de los movimientos de este tipo de capitales, pero existen algunos indicadores indirectos de su magnitud, cuales son el volumen de las operaciones de pase y el comportamiento de la posición a término 19/. En ausencia de un registro estadístico de las operaciones de pase por su plazo, el volumen total de operaciones pendientes debe estimarse en formas límites. Una posición extrema sería suponer que todas las operaciones tienen un plazo único y que éste corresponde al máximo permitido por las reglamentaciones, caso en el cual el monto de capital extranjero (igual al volumen pendiente de pases) debe ser aproximadamente la suma de las cifras de dos trimestres consecutivos; la otra posición extrema consiste en mantener la hipótesis del plazo único, estableciéndolo en noventa días (una suerte de mínimo, no contemplado empero por las disposiciones legales), siendo entonces el capital externo igual al monto trimestral de las operaciones de pase. En la práctica no se dan estos supuestos, las combinaciones pueden ser varias y el volumen de capital ubicarse entre ambos extremos. La comparación de las cifras entre momentos con-

secutivos permite determinar los movimientos netos de capital producidos, y en el caso presente no se observan ingresos sino en pequeña magnitud a partir del tercer trimestre de 1972. El plazo medio de las operaciones, que según cierta evidencia a comienzos del período era inferior a 180 días, es probable que a fines del mismo se hubiera extendido hasta llegar a las cercanías de este máximo.

A mediados del segundo trimestre de 1972 se presentó una crisis de envergadura en el balance de pagos, la cual no pudo ser afrontada con el instrumento del ingreso de capitales de corto plazo, que se produjo varios meses después, ni con el flujo de capital compensatorio, que tuvo iguales características. En ese aspecto el mercado financiero, que debía haber derivado fondos en forma rápida para solucionar la falta de divisas, no cumplió su cometido: la ausencia de fluidez en el mercado argentino, la falta de conocimiento y de confianza, la rigidez de las tasas internas de interés y la no rebaja necesaria en la prima a término pueden apuntarse como las causas del fenómeno.

Debido a la ausencia de un mecanismo voluntario de ingreso de capitales, la autoridad económica recurrió a un procedimiento compulsivo a cargo del sector privado importador, requiriendo la autorización previa para todas las operaciones que no tuvieran una financiación asegurada a más de 180 días, cualquiera fuera el bien importado y no ya solo para los bienes de capital como era tradicional 20/. Cifras oficiales indican que las importaciones con créditos a menos de 180 días llegaban a 353.1 millones de dólares a fines de 1972.

B. Período de tipos de cambio fijos en ambos mercados

El período que comienza en el segundo trimestre de 1973 y se extenderá hasta fines de 1974 es contemporáneo con el plan de estabilización iniciado un mes antes y con

secuencia de uno de sus postulados, precisamente mantener fijos los tipos de cambio 21/. Su duración es mucho mayor que la duración efectiva de dicho plan -nunca fue oficialmente dejado de lado-, la cual en realidad no va mucho más allá del tercer trimestre de 1974. Queda en consecuencia un lapso, por lo menos el último trimestre del período en forma completa, caracterizado por las indefiniciones en la política económica, y en particular la cambiaria.

Los tipos de cambio permanecieron invariables durante todo el período: en los tres primeros trimestres no hubieran necesitado corrección por el curso inflacionario, en los otros tres la discrepancia entre sus niveles constantes y una inflación en auge fue agrandándose a pasos agigantados. Al no haberse producido modificaciones en los dos primeros trimestres de 1973, no obstante la aceleración del fenómeno inflacionario, el tipo de cambio pudo haber estado sobrevaluado al momento del programa de estabilización. Esta sobrevaluación inicial fue absorbida en gran parte por dos causas distintas. Primero, los saldos favorables en la balanza comercial, si bien no afectaron directamente el tipo de cambio, permitieron tener una posición holgada para afrontar las necesidades de importación, sujetas en gran medida a controles administrativos y purgadas de las expectativas inflacionarias. Segundo, el aumento de los precios internacionales compensó las ventas de los productos exportables tradicionales 22/, y arregló parcialmente la cuestión. En materia de precios internacionales de artículos importados, algunos de los cuales también aumentaron, con algún retardo se procedió a instaurar un régimen especial: dichos productos podían pagarse con divisas compradas totalmente en el mercado comercial, abonando un impuesto diferencial según la magnitud del aumento de precios 23/. En términos económicos, se produjo una revaluación parcial indirecta.

A partir del segundo trimestre de 1974 la inflación se ubicó en el 7% trimestral y en los siguientes superó

el 10% en el mismo tiempo. En un ambiente de tipos de cambio fijos, las ventas de divisas crecieron notablemente como consecuencia de las importaciones anticipadas por las expectativas inflacionarias, tal cual lo ponen de manifiesto las cifras comparativas del Cuadro N° 4 en los tres primeros y en los tres últimos trimestres. Durante este lapso las autoridades no tomaron acción alguna para desalentar el adelanto de las importaciones, sea mediante una devaluación de los tipos de cambio o de restricciones cuantitativas, y sostuvieron la situación mediante el uso de las reservas acumuladas previamente.

CUADRO N° 4

OPERACIONES CAMBIARIAS. III 1973 - IV 1974 (millones de dólares)

Rubro	1973		1974			
	III	IV	I	II	III	IV
<u>Mercado Comercial</u>						
Compras	173.6	123.0	125.8	253.2	238.3	253.7
(Exportaciones) 1/	(205.2)	(196.5)	(247.0)	(323.8)	(272.0)	(337.8)
Ventas	70.1	96.0	101.0	202.1	241.7	216.2
(Importaciones) 2/	(110.1)	(142.7)	(120.6)	(175.5)	(175.3)	(230.7)
<u>Mercado Financiero</u>						
Compras	1222.0	1086.8	1105.7	1206.6	1080.6	984.6
Exportadores	915.6	800.9	798.2	899.1	753.5	698.7
(Exportaciones) 3/, 4/	(848.8)	(805.5)	(830.9)	(970.3)	(813.2)	(1030.0)
Operaciones de Pase	288.5	269.3	298.4	272.8	322.5	274.7
Ventas	913.2	962.1	888.4	1024.7	1167.3	1236.7
Importadores y Deudores Externos	589.6	655.7	602.5	717.2	887.9	909.6
(Importaciones) 3/	(536.3)	(743.1)	(635.5)	(837.5)	(890.0)	(1180.4)
(Servicios Financieros)	(107.6)	(119.5)	(107.5)	(108.7)	(110.0)	(144.7)
Operaciones de Pase 5/	298.6	285.5	269.3	298.4	272.8	322.5
<u>Posición Externa Contado</u>						
Saldo Mercado Comercial	103.5	27.0	22.4	-23.5	-75.0	-49.6
Saldo Mercado Financiero	308.8	124.7	210.5	-30.3	-290.3	-502.0
Capital Compensatorio Neto	13.1	-49.2	-51.7	108.2	-150.2	-29.1
Cambio en las Reservas Oficiales	392.4	127.3	166.4	381.5	-322.2	-267.3
<u>Posición Externa a Término (saldo)</u>						
Banco Central de la República Argentina	518.9	415.2	178.9	104.6	185.7	249.9
Entidades Autorizadas	68.6	75.6	91.2	98.8	129.4	111.0

1/ Incluye compras a organismos oficiales de comercialización (Junta Nacional de Granos).

2/ Incluye fletes, seguros y gastos portuarios.

3/ Incluye pasajes, viajes y servicios diversos.

4/ Incluye servicios financieros.

5/ Calculadas bajo la hipótesis de un plazo promedio de 90 días.

FUENTE: idem Cuadro N° 3.

Esta disímil situación en las dos mitades del período se pone de manifiesto en la posición externa de contado de la autoridad monetaria. En los tres primeros trimestres se registraron saldos positivos en ambos mercados, producto tanto de los elevados volúmenes de exportaciones como del mejoramiento del tipo de cambio por la inflación externa. Las reservas oficiales se incrementaron sistemáticamente, aun cuando en una menor proporción que el mejoramiento de la posición de contado debido a la salida (en realidad pago de deudas anteriores) de capital compensatorio. En los tres últimos trimestres el saldo de ambos mercados cambiarios fue negativo y se agravó notablemente, hasta superar los 500 millones de dólares en el cuarto trimestre de 1974. De nuevo el saldo se reflejó en las reservas, pero ahora con el agregado que en el segundo y tercer trimestres de 1974 se produjo una entrada de capital financiero oficial a más largo plazo que el compensatorio.

En lo que hace al capital privado de corto plazo se nota un tránsito paralelo y en sentido contrario al anotado para la posición externa. Las operaciones de pase durante los tres primeros trimestres se redujeron, así como el total de la posición externa a término, lo cual hace pensar que el capital privado a corto plazo fue retirándose o por lo menos reduciendo el plazo de las operaciones. Otra alternativa, que no reflejan las cifras mencionadas, es que las operaciones cubiertas con pases hayan sido transformadas en operaciones simples sin resguaro de tipo de cambio (compra a término). En tal sentido tres hechos confirmatorios vienen al caso. Por un lado, como lo dice el Cuadro N^o 1, la rentabilidad del capital externo en el país, sin seguro, era muy alta. Las expectativas de estabilidad, máxime con la declaración oficial en ese sentido, probablemente daban suficiente seguridad acerca del mantenimiento del tipo de cambio para inducir la transformación en la forma señalada. Por otro, el volumen de préstamos concedidos al sector privado desde el exterior, que incluye como uno de sus componentes los préstamos a corto plazo, no sufrió mayores modificaciones en

tre fines de 1972 y fines de 1973 y sólo bajó según las estadísticas oficiales de 1360.1 a 1277.6 millones de dólares. Finalmente, las colocaciones internas tenían un rendimiento mayor que las externas, lo que no inducía la salida de capitales.

En los tres últimos trimestres del período no parece que se haya producido ingreso alguno de capitales sino solo la protección de los existentes con operaciones de pase a medida que las expectativas de estabilidad comenzaban a desaparecer 24/. El ingreso de capitales a corto plazo no hizo posible la financiación de la posición resultante de los mercados cambiarios sino en una reducida parte, por lo cual necesariamente debe haber ocurrido un aumento sustancial de la financiación directa de importaciones 25/. Este rubro, que no se refleja inicialmente en el mercado cambiario, permitió el aumento sustancial de las importaciones.

C. Período de tipos ajustables

El período que abarca el año 1975 -y debería extenderse en 1976 hasta el cambio de autoridades de marzo de ese año- experimentó un sistema de tipos de cambio ajustables, primero con dos devaluaciones masivas y luego con ajustes quincenales, pero su característica más marcada son los agudos problemas que se presentaron a nivel global de la economía. No sólo esos problemas constituyeron dificultades no fáciles de resolver, sino también las políticas económicas y cambiarias sufrieron alteraciones profundas. A pesar de ello es posible hallar ciertos fenómenos de carácter general.

Salvo la autorización concedida a fines de enero de 1976 a los exportadores para negociar en un mercado libre una porción ínfima de las divisas provenientes de sus exportaciones 26/ y la creación en marzo de un mercado de ese carácter (que no llegó en la práctica a concretarse), durante el período se mantuvo en esencia el doble

mercado anterior y en algún momento se hizo múltiple. La diferencia esencial reside en el ritmo inflacionario, cuyas expectativas se habían desarrollado desde mediados de 1974, pero se concretaron y en una medida mucho mayor de lo esperado en el curso de este período. Ahora se hicieron ajustes del tipo de cambio en marzo, con una devaluación del 100% y del 50% en el mercado comercial y financiero, respectivamente, tendiente a colocarlo en un nivel más cercano a la evolución de los precios internos, y luego en junio otra del 160% en un momento de expectativas totalmente descontroladas en materia de inflación 27/. Desde ahí se trató de seguir la inflación con el tipo de cambio, temperamento que arroja ciertas dudas al comparar la evolución de ambos, máxime con una situación inicial (junio) difícil de determinar.

El primer hecho destacable es el traslado de las operaciones que habían tenido lugar en el período anterior 28/ hacia el presente. Las importaciones adelantadas, especialmente mediante el recurso de su financiación a corto plazo (hasta 180 días) por los proveedores, debieron liquidarse en los dos primeros trimestres de 1975. En ese sentido es suficientemente descriptiva la evolución de las ventas de cambio, en particular en el mercado financiero, respecto al volumen de importaciones 29/.

La situación a pesar de las devaluaciones masivas siguió siendo crítica a consecuencia del déficit en la balanza de pagos y de los problemas cambiarios subsistentes. Para afrontarla, una vez logrado un tipo de cambio más realista, se arbitró su corrección continua y a modificaciones cambiarias que no produjeron resultado alguno en un ambiente de inflación rápida e impredecible. Luego de la devaluación de junio se eliminaron los porcentajes de negociación de divisas de importaciones y exportaciones, unificándose en el mercado comercial la totalidad de las operaciones comerciales; un mes después se reimplantaba para ellas el sistema de doble mercado 30/ y otro después se eliminaba de hecho el mercado comercial, se atribuían sus funciones al mercado financiero y se crea-

ba un mercado financiero especial. Las modificaciones si guieron en el primer trimestre de 1976 31/ sin cambiar tampoco el panorama.

Los saldos negativos de los tres mercados, comercial, financiero y financiero especial, en cada caso se transmitieron a la posición externa del Banco Central, quien no pudo corregirlos mediante el arbitrio de la entrada de capital compensatorio y necesitó recurrir a las reservas acumuladas en el período anterior. Solo en el cuarto trimestre de 1975 dichas entradas asumieron un valor elevado, revirtiéndose la tendencia. No existió otra deuda del Gobierno con prestamistas externos que pudiera haberse canalizado por el mercado cambiario -la deuda financiera incluso disminuyó- aunque el problema se vio parcialmente mejorado con la creación exógena de reservas por parte de organismos internacionales (FMI).

De lo anterior se desprende que la situación debió ser solventada con la entrada privada de capitales exter nos, formalizada con operaciones de pase debido al ambiente inflacionario existente. Por de pronto, se produjo durante este período un cambio sustancial en las tasas de inte rés internas comparadas con las exter nas. El costo de los pré stamos externos se ubicó por debajo del interno, incentivando entonces la concreción de los primeros. No obstante esta circunstancia, debido a la inestabilidad del entorno económico, hubo bastante poca disposición para tales operaciones. Entonces la autoridad monetaria recurrió al otorgamiento de ventajas adicionales a los ingresantes de capitales amparados con operaciones de pase, lo cual se concretó en la concesión de créditos especiales para quienes lo hicieran. A tal efecto se creó una línea especial de crédito (redescuento) por el 50% (luego reducido al 40%) del contravalor en moneda nacional de las operaciones realizadas por arriba de los valores en agos to; además el crédito se sujetó a las bajas tasas del mercado regulado interno y se consideró independiente de la calificación para otras operaciones.

CUADRO N° 5

OPERACIONES CAMBIARIAS. 1975 (millones de dólares)

R u b r o	1975			
	I	II	III	IV
<u>Mercado Comercial</u>				
Compras	279.9	519.3	452.6	120.5
(Exportaciones) 1/	(307.4)	(712.1)	(433.0)	
Ventas	241.5	527.4	589.3	224.2
(Importaciones) 2/	(223.5)	(647.5)	(365.1)	(86.5)
<u>Mercado Financiero</u>				
Compras	911.8	796.6	1093.0	1268.1
Exportadores	536.0	359.0	366.0	437.5
(Exportaciones) 3/, 4/	(520.9)	(572.4)	(517.5)	(919.1)
Operaciones de Pase	375.8	437.6	727.0	831.0
Ventas	1260.7	958.7	1006.7	1187.0
Importadores y Deudores Externos	986.0	582.9	569.1	823.5
(Importaciones) 3/	(580.2)	(307.1)	(487.6)	(769.9)
(Servicios Financieros)	(111.5)	(133.2)	(109.5)	(134.3)
Operaciones de Pase 5/	274.7	375.8	437.6	363.5
<u>Mercado Financiero Especial</u>				
Compras			22.0	51.3
Ventas			49.9	124.0
<u>Posición Externa Contado</u>				
Saldo Mercado Comercial	-110.0	-357.5	-353.0	-117.4
Saldo Mercado Financiero	-498.2	-162.1	-20.4	-56.2
Saldo Mercado Financiero Especial			-27.9	-72.7
Capital Compensatorio Neto	4.1	32.6	-68.0	348.5
Cambio en las Reservas Oficiales	-372.5	-310.6	-157.5	117.5
<u>Posición Externa a Término (saldo)</u>				
Banco Central de la República Argentina	318.1	516.6	1299.8	1897.4
Entidades Autorizadas	82.1	77.8	5.6	3.0

NOTAS: idem Cuadro 4, excepto 5 (plazo promedio de 180 días desde tercer trimestre).

FUENTES: idem Cuadro 3.

Las cifras de las operaciones de pase reflejan perfectamente el ingreso de capitales con la secuencia apuntada, esto es, el gran incremento posterior a la incentivación resultante del redescuento especial, incremento que debe haber sido superior al indicado por las estadísticas debido al alargamiento del plazo de las operaciones 32/. Los datos sobre posición externa a término no hacen sino confirmar lo anterior, aunque aquí cabe la siguiente salvedad. A diferencia de los períodos anteriores, cuando la posición a término reflejaba fundamentalmente las operaciones de pase, en los dos últimos trimestres se encuentra el seguro obligatorio de cambio impuesto a los importadores. El importe de las importaciones debía ser depositado en su totalidad con anterioridad a las operaciones, reconociéndose el tipo de cambio a esa fecha y no a la fecha del ingreso de las mercaderías. Datos oficiales sitúan el volumen de los capitales externos cubiertos por operaciones de pase en el primer trimestre de 1976 en la cantidad de 1.260 millones de dólares.

5. CONCLUSION

El examen de la experiencia argentina del doble mercado cambiario permite concluir que solo en el nombre este sistema se asimila al diseñado sobre la base de un mercado para operaciones comerciales con tipo de cambio fijo y de un mercado con tipo libre destinado a controlar los movimientos especulativos de capitales.

En la práctica el sistema argentino no tuvo la libertad preconizada para el mercado financiero, cuyos tipos de cambio pocos meses después de su instalación fueron regulados por el Banco Central. Se mantuvo sí a través de él la canalización de las operaciones de ingreso y egreso de capitales externos, aunque en los momentos necesarios el mecanismo del doble mercado era utilizado como sustituto de las devaluaciones. Careció de libertad, y sea o no a causa de ello, careció también de la función

reguladora de la entrada de capitales. Por un lado, la magnitud de las fluctuaciones en el balance de pagos en cuenta corriente fue demasiado importante en relación al movimiento especulativo de capitales a corto plazo para hacer posible la aplicación de los preceptos de una intervención neutral. Por otra parte, sus entradas y salidas tuvieron un comportamiento totalmente independiente de las condiciones del mercado financiero y siguieron en cambio los principios generales del arbitraje en condiciones de un mercado único con operaciones a término.

Referencias Bibliográficas

Arnaudo, A. y Bartolomei, J. (1975), Mercado Cambiario e Inflación. Argentina, 1967-71. Méjico, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Barattieri, V. y Ragazzi, G. (1971), "An Analysis of the Two-Tier Foreign Exchange Market". Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 99 (Diciembre).

Day, W. (1976), "Dual Exchange Markets versus Exclusive Forward Exchange Rate Support". IMF Staff Papers, XXIII, 2 (Julio).

Fleming, J. (1971), "Dual Exchange Rates for Current and Capital Transactions: A Theoretical Examination". Essays in International Economics. Cambridge, Harvard University Press.

_____ (1974), "Dual Exchange Markets and Other Remedies for Disruptive Capital Flows". IMF Staff Papers, XXI, 1 (Marzo).

Lanyi, A. (1975), "Separate Exchange Markets for Capital and Current Transactions". IMF Staff Papers, XXII, 3 (Noviembre).

Salin, P. (1971), "Un Double Marché des Changes, est-il Justifié?". Revue d'Economie Politique, LXXXI, 6 (Noviembre-diciembre).

Swoboda, A. (1974), The Dual Exchange-Rate System and Monetary Independence. National Monetary Policies and the International Financial System (R. Aliber, Ed.). Chicago, The University of Chicago Press.

- 1/ El debate generado por el doble mercado cambiario recoge opiniones favorables de Fleming (1971), Barattieri y Ragazzi (1971) y Fleming (1974); desfavorables de Salin (1971), Lanyi (1975) y Day (1976), y otras más cautas de Swoboda (1974).
- 2/ Véase Lanyi (1975), p. 714.
- 3/ Si el tipo de cambio es más caro en el mercado de transacciones financieras que en el de transacciones corrientes, la comunicación entre ambos mercados hará que los intereses se transfieran por el último, y viceversa.
- 4/ En junio de 1971 se instaura en la Unión Económica Bélgica-Luxemburgo.
- 5/ Por ser operaciones de muy corto plazo (no mayor de 180 días) constituyen un instrumento muy endeble para resolver los problemas de balanza de pagos, pues ponen a la autoridad en la necesidad de depender de la buena voluntad de los prestamistas.
- 6/ Mayores detalles de los prolegómenos del doble mercado cambiario se encuentran en Arnaudo y Bartolomei (1975), Cap. 7.
- 7/ Se mantuvo en este aspecto el tipo de cambio de \$ 5,00 por dólar fijado anteriormente por Decreto N° 3256.
- 8/ Cabe aclarar que la denominación oficial de "promocionadas" es posterior.
- 9/ Arnaudo y Bartolomei (1975), Apéndice 2.
- 10/ Véase Day (1976), Parte III.
- 11/ Véase Cuadro N° 2.
- 12/ El razonamiento es general y por tanto válido tanto para las operaciones comerciales que en la Argentina se cursaban por el mercado financiero como para las que lo hacían por el mercado comercial.
- 13/ Arnaudo y Bartolomei (1975), Cap. 4 d).
- 14/ Véase para más detalles el Apéndice 1.
- 15/ En noviembre de 1971 la cotización en el mercado financiero era \$ 7,84 por dólar, lo que habría dado una pérdida entre el 50 y 60% tomando la cotización en el mercado comercial. En su lugar se considera el promedio de las cotizaciones en ambos mercados.
- 16/ Los dos primeros trimestres de 1973 constituyen una excepción a la regla. Lo acontecido en ese lapso puede explicarse por dos hipótesis, una de tipo político al conocerse la orientación del nuevo gobierno, otra debido al incremento de las exportaciones desde fines de 1972.
- 17/ No obstante el acompañamiento del tipo de cambio a la inflación, a fines de 1971 se autorizó a los exportadores de bienes promocionados a negociar las divisas correspondientes en un plazo de 180 días (Circular R.C. 424), por lo cual es una medida de promoción antes que estrictamente de política cambiaria.
- 18/ Se excluyen los relacionados con la financiación de importaciones, exigidos en algunos momentos por la autoridad económica.
- 19/ La otra fuente de operaciones a término son las compras de los importadores para asegurar el precio en moneda nacional de sus mercaderías. Su volumen ha sido muy pequeño en relación con las operaciones de pase.
- 20/ Disposición de trascendental importancia tomada mediante el extraño procedimiento de un Comunicado Telefónico N° 2600 del 2 de mayo de 1972.
- 21/ "Se seguirá una política de tipos de cambio estables y se aplicará un rígido control de cambios y enérgicas medidas para erradicar definitivamente la especulación contra el país". Acta de Compromiso Nacional. 3. Política de Reordenamiento Financiero y de Reactivación Económica.
- 22/ Por ejemplo, el trigo aumentó de precio en más del 40% con respecto a 1972, el maíz un 30% sobre la misma base y la carne un 40% en el segundo trimestre de 1973 respecto al primero.
- 23/ Circular R.C. 489 del 25 de enero de 1974.
- 24/ Véase el aumento paulatino de la posición negativa a término de la autoridad monetaria desde mediados de 1974 (Cuadro N° 4).

25/ La cifra de la deuda privada total habría ascendido según las estadísticas oficiales desde 2226.2 millones de dólares a fines de 1973 hasta 3409.6 millones de dólares a fines de 1974.

26/ Formalmente no se instituyó un mercado libre sino que se reconoció implícitamente la existencia de un mercado paralelo al cual se habrían de derivar las operaciones permitidas.

27/ Sin duda uno de los elementos creadores de expectativas inflacionarias desacostumbradas en el país fue la devaluación misma, cuya enorme magnitud se agregaba a otra similar decidida apenas tres meses antes.

28/ Es posible que el fenómeno haya ocurrido hasta la devaluación de principios de marzo de 1975.

29/ Con la relatividad del caso, ya que las cifras no son comparables por haberse excluido las ventas de divisas bilaterales, ambos valores resultaron aproximados en los tres últimos trimestres de 1974, en tanto que en los dos primeros de 1975 las ventas de cambio superan ampliamente las importaciones.

30/ A diferencia del sistema anterior, donde existían porcentajes de divisas negociadas en cada mercado, se establecieron listas de mercaderías cuyas operaciones se cursaban en cada una.

31/ Mayores detalles acerca de las modificaciones introducidas en el régimen cambiario durante este período pueden encontrarse en el Apéndice 1.

32/ A los efectos de ser beneficiadas con las ventajas del redescuento especial, las operaciones no podían ser inferiores a 180 días.