

Control de Cambios y Política Compensatoria en la Argentina

(1931-1938)

✕ Por José C. Cárdenas

El Control de Cambios en Argentina en los 30s.

El patrón oro fue restablecido en la Argentina en 1927, como consecuencia de un mejoramiento en la posición de la balanza de pagos del país. En parte, este mejoramiento fue el resultado de mayores exportaciones; en parte, se debió al flujo de capital extranjero para inversión privada interna; y, en parte, también, fue el resultado de préstamos extranjeros al Gobierno Argentino (1). Pero la duración del régimen del patrón oro fue muy corta, porque en Diciembre de 1929, talvez muy prematuramente para algunos, Argentina abandonó el patrón oro.

En Octubre 10 de 1931, solamente unos pocos días después de que Inglaterra había abandonado el patrón oro, la Argentina recurrió al control de cambios. Su balanza de pagos, junto con la relación de precios del intercambio, mostraron un rápido

(1).—J. Prados Arrarte, El Control de Cambios, Editorial Sudamericana .Bs. As., 1944.

desmejoramiento, y las reservas de oro y divisas del país empezaron a disminuir también rápidamente. El servicio de una enorme deuda pública y privada a prestamistas extranjeros, añadió una rígida carga sobre la balanza de pagos.

Los objetivos del control de cambios adoptado, fueron los de monopolizar las divisas provenientes de las exportaciones a fin de mantener el flujo normal de importaciones y el servicio de la deuda externa, lo cual se consideró esencial para el crédito externo del país (2). El control de la fuga de capitales mereció un tratamiento especial en este plan.

Se creó una Comisión de Control de Cambios, para manejar el sistema, y para determinar, diariamente, los tipos de compra y venta. Permisos de exportación y permisos de divisas, pero no de importación, fueron también requeridos.

Un sistema de prioridades en la distribución de las divisas fue **de facto** establecido para:

- 1.—Necesidades del Gobierno.
- 2.—Materias primas para industrias nacionales, combustibles y bienes de consumo.
- 3.—Remesas de los inmigrantes, remesas a nacionales con residencia en el exterior, y gastos de viaje.
- 4.—Mercancías no esenciales.
- 5.—Pagos de amortización de deudas privadas anteriores (3).

(2).—Esta es una de las características sobresalientes de la política argentina de los 30s., que se ha pasado por alto y que merece un mayor estudio y comprensión. Aún en el peor momento de la depresión, Argentina pudo llegar a acuerdos con sus acreedores extranjeros. Vale la pena hacer notar que el flujo principal de crédito vino de Inglaterra y otros países Europeos, y también de los EE. UU.

(3).—Informe del Ministro de Finanzas, 1932, Vol. I., p. 70.

La distribución de las divisas fue en general arbitraria, y esto se aplicaba tanto respecto de los importadores como de los países.

Se desarrollaron sistemas curiosos de distribución, como el llamado "Peso Chino" el cual se parece mucho a las prácticas de "operaciones privadas de compensación", que se usan todavía en varios países (4).

Hay alguna indicación de que, principalmente desde 1932, el peso argentino estaba sobrevaluado, lo que tendió a estimular las importaciones y a aumentar la deuda externa, porque las importaciones eran libres y solamente los cambios estaban controlados, sin garantía de que los importadores podrían conseguir las divisas necesitadas. Las exportaciones parecen haber sido afectadas por la sobrevaluación en una época en que los precios descendían en el exterior. (5).

Este primer período del control de cambios en la Argentina podemos llamarlo de **discriminación no planificada**. Estas restricciones no fueron ni cuantitativas ni de costo. Fueron simplemente restricciones administrativas que estimularon las operaciones del mercado negro.

Un segundo período, que lo llamaremos de **discriminación planificada**, empezó el 28 de Noviembre de 1933, período que analizaremos cuidadosamente a fin de poner de relieve la filosofía del nuevo plan y el éxito con el cual fue llevado a cabo.

El nuevo sistema trató de ser una reacción contra el viejo y fue inspirado por dos destacados economistas, el señor Federico Pinedo, en aquel entonces Ministro de Finanzas, y el Dr.

(4).—Federico Pinedo, En tiempo de la República, Editorial Mundo Forense, Bs. As., 1947, Vol. IV., pp. 256-57.

(5).—Prados Arrarte, op. cit., pp. 78-80.

Raúl Prebisch, a quien se le ha atribuído la inspiración de ésta y otras políticas practicadas en la Argentina en los 30s.

IMPORTACIONES.—Se requerían permisos de divisas, pero sólo con el propósito de dar a los importadores la seguridad de un acceso a las divisas disponibles en el mercado oficial, para pagar por sus importaciones. Esto significa que ninguna restricción de importación estaba en vigencia; pero el que deseaba importar y conseguir las divisas en el mercado oficial, debía obtener por adelantado el permiso de cambio; de otra manera, si realizaba la importación, tenía que comprar las divisas en el mercado libre a un tipo más alto.

El mejoramiento sobre el sistema anterior consistió en que, en el antiguo, las solicitudes de divisas se presentaban y consideraban luego de que habían sido hechas las importaciones. De acuerdo con los términos de la Resolución que creaba el nuevo sistema, "estas licencias de divisas previas no implican obstáculos, restricciones o prohibiciones para importar, porque cada importador puede continuar importando lo que desee y en la cantidad que guste".

MERCADO DE SUBASTA PÚBLICA.—Solamente a los tenedores de licencias de divisas se les permitía participar en este mercado. Los importadores hacían sus solicitudes para obtener divisas a la oficina del Control de Cambios a través de los bancos autorizados o corredores, indicando la cantidad de divisas necesitadas y el tipo de cambio que los compradores deseaban pagar.

La cantidad mínima de divisas asignada en este mercado era el equivalente de mil pesos argentinos.

La asignación de divisas fue hecha en tal forma que se dió preferencia a los más altos postores. Las solicitudes rechazadas podían ser presentadas nuevamente.

Era un mercado diario y se publicaba todos los días un promedio ponderado de las cotizaciones. Dicho mercado llegó a ser tan perfecto, a través de la mediación de los bancos y de los corredores, que las diferencias entre los tipos determinados por los compradores fueron generalmente muy pequeñas, que prácticamente vino a ser una asignación a un tipo fijo de cambio (6).

El sistema de subasta pública fue abandonado en 1935; fue una medida para períodos de escasez de divisas solamente (7), pero hubo un alto margen entre el tipo de compra de 15 pesos por libra y el tipo de venta de 17 pesos por libra, según lo determinado por el Banco Central. Este último se fijó a 17 pesos por libra, en Diciembre de 1936.

Cuando se fundó el Banco Central en 1935, tomó también a su cargo la política cambiaria, a través del manejo del Fondo de Divisas. El mercado de cambios registró las siguientes fluctuaciones en esos años:

CUADRO I

Cotizaciones Máximas y Mínimas para \$ y £ (a)

Años	Mercado Oficial (Subasta)				Mercado Libre			
	\$ m/n £		\$ m/n U.S.\$ 100		\$ m/n £		\$ m/n U.S.\$ 100	
	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.
1933-								
Dic. (°)	16.43	16.43	321.09	321.09	20.94	20.94	408.89	408.89
1934	17.44	16.44	345.60	325.36	21.88	18.72	404.59	369.32
1935	17.03	16.91	353.75	342.33	19.48	18.04	398.02	367.03

(°) Promedio para este mes.

(a) Preparado sobre la base de un cuadro en el Informe del Ministro de Finanzas para 1935.

(6).—Federico Pinedo, op. cit., Vol. IV., p. 272.

(7).—Informe del Ministro de Finanzas, 1935, Vol. I. Cap. IV, p. 105-143.

Dos conclusiones pueden sacarse de este cuadro:

1).—En 1935, en relación con 1934, tanto los tipos de cambio oficiales como los de mercado libre registraron, no solamente una mejora en el **nivel general**, con una tendencia marcada hacia la revaluación de la moneda argentina, sino también que el margen entre los tipos máximos y mínimos tendió a reducirse.

2).—Apareció, principalmente, una amplia diferencia entre el tipo libre y el oficial (subasta), que tendió a mantenerse consistentemente a lo largo del período y que, como veremos posteriormente, muestra la influencia ejercida por la autoridad cambiaria en ambos mercados.

La presión proveniente del lado de la demanda, en el mercado de subasta pública, fue en gran parte controlada por medio del sistema de permisos de divisas previos, los cuales fueron, en realidad, la principal arma en manos de las autoridades cambiarias bajo este sistema, mientras duró la escasez de divisas.

EXPORTACIONES.—Las divisas provenientes de las exportaciones regulares tenían que ser vendidas al Control de Cambios, a través de los bancos autorizados, al tipo oficial de compra. Este era 20% más alto que el que prevalecía antes de la reforma. Cuál fué la filosofía de este nuevo tipo y su diferencia con respecto a los tipos de venta?

1).—La caída en los precios de las exportaciones argentinas fue más intensa en el período 1930-33. Una moneda sobrevaluada hacía necesaria una acción correctiva, pero como dice el señor Pinedo: "una devaluación tenía que tomar en cuenta el volumen de la oferta argentina en los mercados mundiales, la inelasticidad de la oferta y la inelasticidad de la demanda". Se ideó un nuevo sistema que combinaba tanto la devaluación parcial (y planeada) como la llamada Junta Reguladora de Gra-

nos, financiada por la diferencia entre los tipos de compra y venta en el mercado oficial, a fin de mantener precios mínimos para los productos agrícolas y hacer efectivo para los agricultores el alza del 20% en los precios internos, debido al aumento en el tipo de compra de divisas. El Gobierno a través de la "Junta" asumió el control del mercado interno y evitó que una oferta excesiva de la producción argentina en los mercados mundiales, tendiese a agravar la caída de los precios. En cierta manera, la oferta de exportaciones tenía que hacerse menos inelástica de lo que realmente era, a fin de que la elasticidad de la oferta de divisas tendiera a cero; en tanto que se mantenía el nivel interno de ingresos para los agricultores (8). De esta manera, el Gobierno podía acumular existencias y lanzarlas al mercado cuando creyere conveniente. Cualesquiera pérdidas tenían que ser cubiertas por el margen de cambios (9).

En Marzo de 1936 se creó una oficina especial para fijar valoraciones ad-hoc (aforos) de las exportaciones, a fin de determinar la cantidad de divisas que los exportadores estaban obligados a vender al tipo oficial de compra. Al principio, estas valoraciones se hicieron mensualmente, pero desde Febrero de 1938 se las hizo diariamente. Cualquier diferencia entre la valuación oficial y los ingresos efectivos de divisas podía ser vendida en el mercado libre.

MERCADO LIBRE.—Las divisas provenientes de transac-

(8).—Este caso difiere del usual de una devaluación para corregir un desequilibrio fundamental, porque tratándose de una depresión internacional general, para un país como la Argentina, la curva de demanda por sus exportaciones se desplaza hacia la izquierda y hacia abajo, mientras que la curva de oferta puede permanecer fija o aún desplazarse hacia la derecha, si hay una buena cosecha. En tal evento, se requiere la utilización de medidas como las ideadas en la Argentina en los 30s. Por supuesto, esta política es posible sólo cuando los productos son susceptibles de ser almacenados.

(9).—F. Pinedo, Vol. V., op. cit. pp. 331-340.

ciones internacionales, que no correspondan a las exportaciones regulares, tales como importaciones de capital, rentas de capitales nacionales invertidos en el exterior, gastos de turistas y las llamadas exportaciones "ocasionales", etc., se vendían en el mercado libre, a través de los bancos autorizados, agentes y corredores, sin necesidad de licencias de cambio. Las divisas provenientes de exportaciones "regulares" a países vecinos también podían ser vendidas en este mercado.

Las divisas provenientes de algunas exportaciones regulares, tales como productos lácteos y lana, fueron también vendidas en este mercado, pero la diferencia con el mercado oficial se usó para ciertos propósitos específicos. Estos ingresos se estimaron en alrededor de 2% del total de las divisas provenientes de exportaciones. (10).

Las exportaciones de capital, los gastos de turistas, etc., se financiaron a través de este mercado. Los importadores que no podían conseguir licencias de divisas, como fue el caso para los artículos de lujo, podían abastecerse de divisas libremente en este mercado.

Como vimos en el Cuadro I, los tipos de mercado libre tenían un amplio margen de fluctuación comparados con los del mercado de pública subasta.

A veces, rubros de débito se transfirieron del mercado de subasta pública al mercado libre. En 1935, las remesas de los inmigrantes al exterior se transfirieron del primero al segundo, lo cual añadió una nueva presión sobre el tipo de cambio. Al mismo tiempo, se cobraba un recargo adicional de 20% sobre las divisas para importaciones sin permisos, lo que también contribuyó a crear una nueva presión, porque se cobraba en divisas extranjeras y se transfería al Fondo de Divisas. No se tra-

(10).—Informe del Ministro de Finanzas, 1934, Vol. I., pp. 71-87.

taba, en verdad, de una cantidad absoluta fija, sino de una cantidad variable que tendía a ajustar al 20% la diferencia entre el tipo de cambio del mercado de pública subasta y el del mercado libre.

El 5 de Diciembre de 1933, la autoridad cambiaria fue autorizada para participar en el mercado libre hasta la cantidad de 250 mil libras esterlinas por mes o su equivalente en otras monedas, a fin de suavizar las fluctuaciones en dicho mercado, principalmente por intermedio del Banco de la Nación Argentina. Cuando se estableció el Banco Central, éste generalmente sostuvo el mercado; pero en Enero de 1938 retiró este respaldo, pero reduciendo el recargo cambiario al 10%.

El establecimiento del mercado libre tendió también a legalizar las operaciones del mercado negro, realizadas durante el primer período del Control de Cambios.

División de la Oferta en el Mercado Oficial

La Administración del Control de Cambios distribuyó toda la oferta de divisas como sigue: a) Una cantidad desconocida destinó a aumentar el Fondo de Cambios. Esta fue generalmente la diferencia entre la cantidad de ventas y compras en cada período, que podía ser determinada a voluntad por la autoridad cambiaria;

b) Se creó una especie de mercado oficial, no de pública subasta, del cual se proveyó divisas al tipo de compra para el servicio de la deuda pública externa, las pequeñas remesas privadas, el servicio de ciertas deudas privadas como aquellas de las empresas ferrocarrileras, etc.;

c) Finalmente, venía la cantidad que tenía que ser vendida en el mercado de pública subasta.

MONEDAS CLAVES Y TIPOS DE CAMBIO

La cotización de tipos de cambio y las transacciones en divisas, se hacían principalmente con referencia a tres monedas mayores: la libra esterlina, el dólar y el franco francés.

En la práctica tendieron a aparecer varios tipos de cambio:

- a) El tipo oficial de compra. Tipos múltiples más altos resultaron cuando, debido a la valoración ad-hoc de las exportaciones, una parte de las divisas se vendían en el mercado libre;
- b) El tipo de subasta pública;
- c) El tipo de mercado libre. Aquí surgió un nuevo tipo para las importaciones no autorizadas, cuando se añadió el recargo cambiario antes mencionado.

Discriminación

El sistema argentino, aunque fue esencialmente del tipo de costo, implicaba una característica básica de discriminación con respecto a las importaciones y al país de origen. Al distribuir las licencias de cambio, se dio preferencia a aquellos países con los que Argentina tenía acuerdos comerciales y de pagos, como Inglaterra, Bélgica, Holanda, y posteriormente Suiza, Alemania, etc.

Es verdad que las licencias de divisas fueron un arma importante, aunque secundaria, en el control de la demanda en el mercado de pública subasta, pero en su uso principal fueron un instrumento de política comercial. Con relación a esto, la siguiente declaración del Ministro de Finanzas en 1935 confirma esta aseveración (11). "La licencia previa de cambio... rinde un servicio eficiente cuando permite canalizar las importaciones de tal manera que el país pueda cumplir con los acuerdos que ha pactado en los últimos años, a través de los cuales se pretende estimular las importaciones de aquellos países que por medio de sus compras tienden a estimular nuestra propia producción. La licencia de cambio... continuará siendo importante mientras el comercio internacional siga siendo obstaculizado por tarifas altas, contingentes, restricciones de cambio y otros obs-

(11).—Informe del Ministro de Finanzas, 1935, Vol. I., cap. IV. pp. 105-143.

táculos que han afectado fuertemente a aquellos países que, como el nuestro, dependen en un grado tan importante del comercio internacional".

¿No es esta una nueva demostración de que la responsabilidad por el mantenimiento de un sistema practicable de comercio y pagos multilaterales descansa en los países "dirigentes" más bien que en los países "seguidores"?

Dada esta preferencia del mercado, la tendencia hacia el bilateralismo se hizo más fuerte y domina la política comercial y de cambios de la Argentina de hoy, en una forma muy complicada.

RECARGOS CAMBIARIOS

Como vimos anteriormente, las diferencias entre los tipos de compra y venta en el mercado oficial (con pública subasta y sin ella) constituyeron una importante fuente de ingresos cuyo propósito principal fue el de financiar la política de subsidios y de acumulación de stocks ("buffer stocks"), seguida bajo el velo de precios mínimos garantizados para los productos agrícolas en los mercados internos. El Gobierno compraba cuando era necesario estabilizar el mercado interno y evitar los efectos de "dumping" de las excesivas ofertas de los productos argentinos en el exterior y resarcirse de las pérdidas con las ganancias de cambio.

Los recargos se usaron también para cubrir las pérdidas debidas al hecho de que con la devaluación del tipo de compra, (20% como vimos anteriormente) al cual se mantuvo el servicio de la deuda pública, en términos de moneda nacional hubo un aumento proporcional en los gastos por este servicio.

Los recargos cambiarios produjeron 325.5 millones de pesos desde Noviembre 18 de 1933 a Diciembre de 1936 y 463.6 millones hasta Diciembre de 1938.

Durante este período, y posteriormente, los fondos no usados se invirtieron en la compra de oro y divisas y se asignaron

temporalmente al Fondo de Divisas. Hasta el 31 de Diciembre de 1936 se habían invertido 167.6 millones de pesos de esta manera.

FONDO DE DIVISAS

La diferencia entre el volumen de ventas y compras de divisas se acumuló en el llamado Fondo de Divisas, similar a la Cuenta de Estabilización de Cambios Británica. El Fondo de Divisas argentino era una reserva de divisas destinada a contrarrestar las fluctuaciones repentinas en el valor internacional del peso argentino. El Fondo vendía cambio extranjero cuando causas estacionales u otras, ejercían presión en el mercado de divisas, tratando de evitar la devaluación del tipo de cambio, y viceversa (12).

Este mecanismo tuvo un efecto importante en el tipo de subasta pública porque, en general, la política fue la de sustraer de las compras una importante cantidad de divisas a fin de acrecentar el Fondo, aunque a veces, como en Marzo y Abril de 1934, vendió más de lo que compró, pero la acción principal del Fondo no se realizó hasta el período 1936-38, como veremos posteriormente.

En 1935, en la Ley de Presupuesto para aquel año se dio existencia legal al Fondo, determinando sus medios de financiación.

Prados Arrarte menciona el hecho de que "El Fondo tenía el propósito de evitar la revaluación de la moneda argentina". (13). Esto se puede interpretar en mejor forma diciendo

(12).—Informe del Ministro de Finanzas, 1934, Vol. I., pp. 78-87.

(13).—Op. cit. pp. 298. Esta opinión se corrobora por un discurso pronunciado ante el Congreso Argentino por el Ministro de Finanzas, Sr. Federico Pinedo, en el cual, defendiendo el secretismo con el que el Fondo debería maniobrar en el mercado en comparación con el Fondo de Estabilización de Inglaterra, dijo que "...el Fondo tiene que y debe actuar en secreto; el Fondo se estableció no para evitar la depreciación de la libra sino su revaluación". F. Pinedo, op. cit. p. 275.

que, hasta que el Banco Central tomó a su cargo la administración del Fondo en Mayo 31 de 1935, y desde Noviembre 28 de 1933, su principal función fue la de mantener la ventaja competitiva de la Argentina en los mercados mundiales, evitando una excesiva revaluación de la moneda nacional; y cuando el Banco Central se hizo cargo de la función de determinar los tipos de cambio después de que se suprimió el mercado de subasta pública, sirvió para respaldar la política de estabilización seguida por el Banco, apoyando la política de revaluación que fue característica del período 1936-37, cuando fuertes ingresos de capitales extranjeros buscaron un refugio en aquel país en la gran ola de fuga de capital de Europa que llenó la década de los 30s.

Otra función del Fondo fue la de servir de amortiguador en el caso de que se produjere nuevamente una depresión en las exportaciones, función que tenía que ser realizada más tarde. Otro propósito fue el de formar una masa de activos internacionales de magnitud adecuada, en el caso de que se deseara llegar a la libre convertibilidad en un futuro cercano.

El reglamento de la Ley del Banco Central de 1935, autorizaba a éste, en su carácter de agente financiero del Gobierno, para usar sus propios recursos a fin de acrecentar el Fondo de Divisas, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda, si es que las condiciones de mercado requirieran esta acción. El reglamento no permitía al Banco mantener divisas extranjeras en exceso del 20% de la Reserva de oro ni de incluirlas dentro de la reserva en exceso del 10% de ella. Esto fue un reflejo de las pérdidas que sufrieron muchos países, primero con la devaluación de la libra esterlina en 1931, y luego con la del dólar en 1933-34.

Al mismo tiempo se dio al Banco el poder de vender a los Bancos Miembros; Bonos Consolidados del Tesoro, ya sea definitivamente o con acuerdos de recompra. Para conseguir este objetivo, el Banco Central fue autorizado para emitir certificados de participación en tales bonos.

Estas fueron las principales armas con las cuales el Banco

Central, a través del Fondo de Divisas, persiguió y realizó en 1936-38, una política activa de neutralización.

POLITICA DE NEUTRALIZACION DE 1936-38

Esta política seguida por la Argentina en ese período, ha sido descrita como "el más impresionante ejemplo de neutralización cíclica" (14).

En Diciembre de 1935, el Fondo de Divisas tenía oro y activos en divisas por una cantidad de 182.7 millones de pesos más la cuenta de marcos del Acuerdo con Alemania.

Por otra parte, el Banco Central había sido autorizado, en virtud de su Ley constitutiva, para concentrar "suficientes reservas a fin de moderar las consecuencias de las fluctuaciones en las exportaciones y de la inversión de capitales extranjeros en la unidad monetaria nacional, como también en las actividades crediticias y comerciales, con el propósito de mantener el valor de aquella".

Mejores condiciones en los mercados internacionales para la producción argentina y un clima excepcionalmente bueno que permitió una cosecha record en 1936-37, pusieron a la Argentina en la antesala de un enorme superávit en su balanza de pagos. A esto se añadió un ingreso extraordinario de capital extranjero, principalmente de Europa, atraído por las buenas perspectivas para los negocios en aquel país o en busca de un refugio temporal. Se creyó que este ingreso de capital era solamente temporal y se consideró necesario neutralizarlo para evitar cualquier alteración indeseable en el mercado de crédito interno que habría sido perjudicial para la estabilidad económica. (15).

(14).—Nourkse (Liga de las Naciones) *International Currency Experience*. 1944, p. 85.

(15).—Informe del Ministro de Finanzas, 1935. cap. IV., pp. 105-143.

Se adoptaron varias medidas en persecución de esta política.

1).—En primer lugar, los fondos provenientes de las ganancias de cambio se usaron (1935) para comprar estas divisas, pero aquellos no fueron suficientes y no lograron mucho en términos de esterilización.

2).—Para seguir una política más amplia y activa de esterilización, el gobierno dió al Banco Central los poderes necesarios.

De Junio de 1935 a Noviembre de 1936, el Banco Central vendió principalmente a los Bancos Comerciales, Certificados de Participación en los Bonos Consolidados. De los 400 millones de pesos en Bonos Consolidados asignados al Banco Central por la Ley de su creación, 399 millones se colocaron de esta manera.

El valor de los bonos así colocados, fue el siguiente:

Al fin de Junio de 1935	211 millones de pesos
Setiembre 1935	250 " "
Diciembre 1935	179 " "
Diciembre 1936	399 " "
Setiembre 1937	373 " "
Diciembre 1937	311 " "
Diciembre 1938	302 " "

Cuando estos valores se agotaron a fines de 1936, se emitieron letras del Tesoro por una cantidad de 100 millones de pesos y los fondos se usaron para comprar oro y divisas extranjeras por cuenta del Gobierno. Hasta fines de Diciembre de aquel año se colocaron 67.5 millones de pesos, y el resto en los meses siguientes.

En los primeros meses de 1937 hubo necesidad de tomar además otras medidas, para neutralizar el ingreso de oro y divisas extranjeras que llegó al máximo en Mayo de aquel año. El Banco Central decidió emitir, por su propia cuenta, certificados de tenencias de oro y divisas extranjeras, con una tasa de interés igual al rendimiento de los certificados de participación

en los Bonos Consolidados, que se colocaron principalmente entre aquellos Bancos con un anormal excedente de encajes.

Otro paso fue el de separar del Fondo de Divisas 39.3 millones de dólares, en Noviembre de 1936, y 39.8 millones de dólares en Enero de 1937, para redimir la deuda en dólares, contra la emisión de valores del Gobierno que se colocaron en el mercado interno. Esto fue lo que puede ser llamado un proceso de "nacionalización" de la deuda pública externa.

Hasta Mayo de 1937, el oro y divisas extranjeras esterilizados en esta forma subieron a la cantidad de 1.060 millones de pesos, además del cambio extranjero absorbido por repatriación de la deuda extranjera en dólares, que llegaba aproximadamente a 400 millones de pesos. (16).

Cuando se invirtió la tendencia activa de la balanza de pagos en el segundo semestre de 1937 y en 1938, la política de neutralización actuó en dirección opuesta. Fue así posible para el país resistir un constante drenaje de oro y divisas debido a una balanza de pagos desfavorable sin otra cosa que ligeros efectos en las condiciones monetarias y crediticias internas.

Una cosecha excepcionalmente mala en el año agrícola 1937-38, que coincidió con una recesión en los Estados Unidos e Inglaterra y el retiro del capital flotante que buscó refugio en la Argentina, cuando las condiciones en los negocios fueron buenas y fugó tan pronto como las mismas se desmejoraron, fueron afrontados a través de las reservas acumuladas fuera del Banco Central en la fase expansiva del ciclo. Los Bancos Comerciales cambiaron algunos de los Certificados de Participación comprados al Banco Central y de esta manera pudieron satisfacer la demanda por crédito, resultante de las condiciones de depresión en la agricultura. Se vigorizó la política de subsidios del Gobierno en este período así como la política de sustentación.

(16).—League of Nations. Money and Banking Series, 1938-39. Vol. 1. Monetary Review, pp. 62-63.

de precios para ciertos productos, que se habían debilitado durante la expansión de 1936-37.

Pero en esta segunda fase, el control de cambios y otras medidas restrictivas tuvieron que hacerse más estrictas, dando como resultado lo que Prados Arrarte llama el "tercer período" del control de cambios y bilateralismo.

Cuál fue el comportamiento de las condiciones monetarias y de crédito internas durante el período en estudio?

Los precios al por mayor se movieron como sigue:

1929 =	100
1935	102
1936	106
1937	116
1938	107

El nivel de los precios al por mayor revela claramente en gran parte, las condiciones de los precios en los mercados extranjeros, como un reflejo de la dependencia de la Argentina en su comercio exterior.

El índice del costo de vida parece no haber fluctuado mucho, pues fue de 91 (1929 = 100) tanto en 1935 como en 1936 y subió dos puntos en 1937.

La oferta de dinero tuvo las siguientes fluctuaciones:

Al fin de 1935	2.133 millones pesos
1936	2.371 " "
1937	2.557 " "
1938	2.440 " "

Los activos de caja y los depósitos monetarios de los Bancos comerciales reflejaron, a su vez, las siguientes fluctuaciones:

	Activos de Caja (a)	Depósitos Monetarios (b)	a/b
	(Millones pesos)		
Al fin de 1935	827	1.065	77.7
1936	772	1.289	59.9
1937	690	1.402	49.2
1938	631	1.312	48.1

FUENTE: Tomado del cuadro de la página 14 de Money & Banking Series, League of Nations, 1938-39, Vol. II. Ginebra 1939.

Con respecto a los préstamos e inversiones de los Bancos Comerciales, son relevantes para este período las siguientes cifras:

	1935	1936	1937
	(Millones pesos)		
Letras descontadas y compradas (Letras del Tesoro, letras comerciales internas y externas)	1.242	1.458	1.720
Inversiones y Valores (Del Gobierno y otros)	272	272	282
Préstamos y anticipos	1.136	1.295	1.232

Como podemos ver, las fluctuaciones de la oferta de dinero fueron mantenidas dentro de límites razonables y los activos de caja de los bancos comerciales pudieron ser reducidos de 1935 a 1936 en 55 millones de pesos, justamente cuando la balanza de pagos reflejó un superávit, aun cuando éste fue tan grande en el primer semestre de 1937, que aquellos subieron nuevamente a 840 millones de pesos en Junio de 1937 cuando alcanzaron su nivel máximo; pero de todas maneras los activos en dinero sólo aumentaron en 13 millones de pesos entre fines de Diciembre de 1935 y fines de Junio de 1937.

La proporción de los activos de caja con los depósitos monetarios continuó descendiendo firmemente a lo largo del pe-

río hasta fines de 1938, mientras que la disminución entre Diciembre de 1937 y Diciembre de 1938 fue casi insignificante como un reflejo de la política compensatoria del Banco Central.

Mientras que los préstamos y anticipos aumentaron el 13.3% entre fines de 1935 y fines de 1936, en la segunda mitad de 1937 disminuyeron ligeramente, para llegar a 1.232 millones al final de aquel año, comparado con 1.295 millones al finalizar 1936. Las inversiones y valores (obligaciones del Gobierno a largo plazo y otras) casi no reflejaron variación de 1935 a 1937.

No hay indicación de que los Bancos Comerciales incurrieran en deudas con el Banco Central en aquellos años, pues disponían de suficientes reservas en efectivo así como de otros activos líquidos.

CONCLUSIONES RELATIVAS A LA POLITICA DE ESTABILIZACION

1) Fue posible para las autoridades monetarias controlar los efectos de la balanza de pagos, resultantes de los factores autónomos internos (cosechas) y externos (fuga de capitales, fluctuaciones económicas en los países del centro cíclico), aislar a la economía argentina contra esas fluctuaciones y tomar medidas compensatorias tanto en el campo doméstico como en el internacional, con un éxito relativamente grande.

2) Una política activa de estabilidad de cambios combinada con un alto control de las fluctuaciones fue llevada a cabo con todo éxito en esos años, para acomodar la economía interna a las fluctuaciones en la balanza de pagos. Cuando la balanza de pagos fue continuadamente favorable en 1935, y una vez que se estableció el Banco Central en aquel año, se abandonó el mercado de pública subasta para las importaciones y se empezó una política activa de neutralización. Los tipos oficiales para la libra, el dólar y el franco se mantuvieron firmemente estables con sólo pequeñas fluctuaciones.

		Mercado Oficial		Mercado Libre	
		£	\$	£	\$
1935	Marzo	16.91	3.54	18.90	3.96
	Junio	17.00	3.44	18.71	3.79
	Setiembre	17.03	3.45	18.24	3.70
	Diciembre	17.02	3.45	18.09	3.67
1936	Marzo	17.02	3.42	18.06	3.63
	Junio	17.04	3.39	18.16	3.62
	Setiembre	17.00	3.36	17.76	3.52
	Diciembre	16.28	3.31	16.42	3.35
1937	Marzo	16.00	3.26	16.22	3.30
	Junio	16.00	3.24	16.24	3.29
	Setiembre	16.00	3.23	16.54	3.34
	Diciembre	16.00	3.20	17.01	3.40
1938	Marzo	16.00	3.21	19.45	3.90
	Junio	16.00	3.23	19.03	3.84
	Setiembre	16.00	3.33	19.01	3.95
	Diciembre	17.00	3.64	20.53	4.40

Lo que podemos ver en este cuadro, es que desde Junio de 1935 hasta Diciembre de 1936, el Banco Central estabilizó el tipo de cambio a 17 pesos por libra, e igualmente para el dólar, el franco y otras monedas. En Diciembre 10 de 1936, decidió revaluar la moneda argentina a 16 pesos por libra. Esto se reflejó rápidamente en el mercado libre, que desde 1935 venía demostrando una tendencia gradual pero firme a la revaluación, aun cuando se mantuvo siempre a la zaga del mercado oficial, bien que a veces se acercó mucho a este último.

En Julio de 1937, cuando la balanza de pagos llegó al punto de reversión, el tipo de cambio del mercado libre, subió repentinamente de 16.24 en Junio a 16.45, y continuó subiendo a medida que la balanza de pagos se hizo desfavorable y el capital flotante salió del país. Lo peor vino en Diciembre de 1938 cuando el tipo de cambio del mercado libre alcanzó un máximo de

20.53 pesos por libra, bajo la influencia de la devaluación del tipo oficial a 17 pesos por libra en Noviembre 8 de aquel año. En Enero de 1938, el Banco Central retiró su apoyo al mercado libre, lo cual hizo que el tipo de cambio en este mercado suba de 17.01 por libra en Diciembre de 1937 a 19.45 pesos en Marzo de 1938.

Hasta Enero de 1938, el Banco Central se empeñó en una activa política de sustentación del mercado libre, compró cuando el tipo libre tendió a igualar al tipo oficial y vendió cuando el margen entre ambos tipos fue muy grande. El mercado libre tendió a reflejar principalmente el ingreso y la salida del capital extranjero en ese período.

Esta política de sustentación se sintetiza en el siguiente cuadro:

Año	Compras	Ventas (Millones de pesos)	Diferencia	Divisas vendidas (+) o compradas (—) por el Bco. Central en el Mercado (*)	Tipo promedio de venta para la £ en pesos (cierre)
1934	565.4	608.0	— 42.6	+ 41.0	19.92
1935	568.0	670.4	— 102.4	+ 100.5	18.63
1936	783.2	631.8	+ 151.4	— 151.5	17.87
1937	650.0	822.6	— 172.6	+ 170.4	16.46

(*) Hasta el establecimiento del Banco Central en la Argentina en Mayo 31 de 1935, el Banco de la Nación Argentina desempeñó algunas de las funciones de un Banco Central.

FUENTE: League of Nations, Money and Banking Series, 1938-39. Vol. II., p. 11.

3) Aun cuando la política de estabilización tuvo mucho éxito, no impidió que la Argentina recurriera nuevamente a medidas restrictivas, cuando la marea de los acontecimientos se tornó contra el país en 1937 y 38, incluyendo cierto grado de devaluación de la unidad monetaria en el mercado oficial para las importaciones.

Las compras y ventas de divisas en el mercado oficial fueron las siguientes:

Año	Compra	Venta	Saldo
	(Millones de pesos)		
1934	1.315.3	1.193.6	+ 133.6
1935	1.365.4	1.246.0	+ 202.6
1936	1.700.7	1.276.5 (*)	+ 424.2
1937	1.848.6	1.979.8 (**)	— 131.2
1938	1.223.0	1.658.0	— 435.0

(*) Incluyendo la redención de la deuda.

(**) Excluyendo la redención de la deuda.

FUENTE: Informe del Ministro de Finanzas, 1937, Cap. V, VI, VII, pág. 130-156. Informe de 1938, Cap. II, pág. 73-81.

Hay una cierta indicación de que la moneda argentina estuvo sobrevaluada y que no hubo suficiente flexibilidad en la política de estabilización del Banco Central como para hacer que el tipo oficial de cambio reflejara las condiciones en la balanza de pagos en general, como también las condiciones del mercado oficial, en particular. Tal vez una acción para subir el tipo de cambio en términos de la moneda nacional (devaluación) se demoró por la redención de la deuda pública externa en dólares, cuya repatriación se efectuaba al mismo tiempo que la balanza de pagos se volvía desfavorable en 1937, cuando se pagó la cantidad de 372.2 millones de pesos de la deuda en dólares.

Sin embargo, la experiencia argentina del período 1931-38, especialmente desde 1934, contiene sabias enseñanzas que han sido utilizadas en los esquemas de control de cambios instauradas en América Latina en la reciente post-guerra; de la misma manera, algunos Bancos Centrales han adoptado políticas de

neutralización de la balanza de pagos, en forma más intensa y con mejor éxito que durante la guerra, en persecución de una estabilidad económica interna que favorezca la realización de los programas de desarrollo de sus respectivos Gobiernos.

(Traducción del Capítulo I del estudio "Mr. Triffin's Exchange Control Scheme as Applied to Ecuador" del Ing. Com. José C. Cárdenas).