



## **Universidad Nacional de Rosario Facultad de Ciencias Económicas y Estadística**

**Carrera:** LICENCIATURA EN ECONOMÍA (Resolución C.S. N° 584/2019)

### **Trabajo Final**

**“Restricciones en el acceso al mercado cambiario en Argentina  
(2011-2015): Un Análisis de las Políticas y sus Consecuencias”**

Apellido y Nombre: Tuttolomondo, Florencia

Legajo: T-2688/3

Docente Tutor: Villegas, Luciano

Docente Co-Tutor: Jara Musuruana, Luciano

## **Resumen**

Este estudio analiza el impacto macroeconómico de las restricciones cambiarias implementadas en Argentina entre 2011 y 2015, examinando sus efectos sobre la estabilidad financiera, la inversión, el comercio exterior y la inflación. A pesar de haber sido justificadas como un mecanismo para salvaguardar las reservas internacionales y mitigar la volatilidad cambiaria, estas medidas derivaron en severas distorsiones estructurales. La evidencia empírica muestra una drástica contracción de las reservas internacionales, una aceleración de la inflación y un deterioro de la inversión extranjera directa. Asimismo, la segmentación del mercado de divisas y la ampliación de la brecha cambiaria erosionaron la competitividad externa, restringiendo el flujo comercial y exacerbando la fragilidad macroeconómica. Desde un enfoque teórico y empírico, el trabajo concluye que la intervención estatal en el mercado cambiario, en ausencia de una política macroeconómica coherente, no solo fracasó en sus objetivos declarados, sino que también profundizó los desequilibrios estructurales, minando la confianza de los agentes económicos y comprometiendo la sostenibilidad del crecimiento.

## **Abstract**

This study critically examines the macroeconomic impact of exchange controls implemented in Argentina between 2011 and 2015, assessing their repercussions on financial stability, investment, foreign trade, and inflation. Although introduced as a safeguard for international reserves and a measure to curb exchange rate volatility, these controls precipitated severe structural distortions. Empirical evidence reveals a precipitous decline in international reserves, an acceleration of inflation, and a marked deterioration in foreign direct investment. Moreover, the segmentation of the foreign exchange market and the widening exchange rate gap eroded external competitiveness, constraining trade flows and exacerbating macroeconomic fragility. From both theoretical and empirical perspectives, this study concludes that state intervention in the foreign exchange market, in the absence of a coherent macroeconomic framework, not only failed to achieve its stated objectives but also deepened structural imbalances, undermining economic agents' confidence and compromising long-term growth sustainability.

## Índice

1. Introducción.....	3
2. Marco Teórico.....	3
3. Marco Conceptual.....	6
4. La situación previa al control cambiario.....	7
5. Políticas de Control Cambiario en Argentina (2011-2015).....	11
6. Análisis de las consecuencias.....	12
7. Reflexiones finales.....	23
8. Bibliografía.....	24

## **1. Introducción**

Desde octubre de 2011 y hasta diciembre de 2015, las autoridades del Banco Central de la República Argentina impusieron restricciones a la compra de divisas, un control conocido popularmente como "cepo cambiario". La implementación de esta política pudo haber tenido como propósito central sostener un esquema macroeconómico de expansión permanente de la demanda agregada, cuyo objetivo primordial consistía en maximizar el nivel de empleo y salario real en el corto plazo. Al ponerse en vigencia, los responsables de la política económica intentaron extender esta estrategia sin enfrentar los costos necesarios para equilibrar la balanza de pagos y controlar la inflación.

Aunque las restricciones cambiarias se encuentran sin vigencia en la mayoría de los países, existe una amplia literatura que examina el papel de los controles de capitales para reducir la probabilidad de crisis financieras. Investigaciones como las de Rey (2015), Acharya y Krishnamurthy (2018), Bengui y Bianchi (2018), y Korinek y Sandri (2016), se centran en la volatilidad de los flujos de capital más que en los niveles de los indicadores económicos, asumiendo que estos se mantendrán consistentes con las demás variables macroeconómicas.

Estudios de caso revisados por Kiguel y O'Connell (1995) y Kiguel et al. (2016), incluyendo el caso argentino, muestran que los sistemas duales de tipo de cambio impactan negativamente en el crecimiento y la asignación eficiente de recursos, además de generar efectos fiscales adversos y oportunidades para el rent seeking, sin beneficios claros. Estas políticas suelen generar incentivos para transacciones ilegales, pérdida de eficiencia en la asignación de recursos, sesgo anti exportador debido a la sobrevaluación del tipo de cambio y afectación de los flujos de ahorro doméstico.

En Argentina, el uso de tales mecanismos desde 2011 ha reavivado el debate sobre la conveniencia del cepo cambiario. En este contexto, el presente trabajo tiene como objetivo analizar las políticas de control cambiario implementadas durante dicho período y sus repercusiones en la economía argentina. Lo que se busca determinar es si este tipo de políticas crean desequilibrios, exacerbando los ya preexistentes o si proveen de alguna mejoría en términos macroeconómicos. Con este propósito, se examinará el impacto de estas restricciones sobre variables claves como el Producto Bruto Interno, exportaciones, importaciones, inflación, reservas internacionales y la brecha cambiaria. Esta evaluación permitirá comprender la efectividad y las consecuencias de las medidas adoptadas, proporcionando una base sólida para futuras decisiones de política económica en contextos similares.

## **2. Marco Teórico**

Técnicamente, el control de cambio es un conjunto de instrumentos de política monetaria empleado, principalmente, para absorber un saldo negativo de la balanza de

pagos. En otras palabras, es una intervención oficial en el mercado de divisas, que hace que los mecanismos normales de oferta y demanda queden total o parcialmente fuera de operación y, en su lugar, se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas, que implica generalmente un conjunto de restricciones cuantitativas y/o cualitativas de la entrada y salida de divisas (Badosa, M, 2015).

Las restricciones cambiarias han sido un tema de amplio debate en la teoría económica. Las principales corrientes de pensamiento económico, como el monetarismo y el enfoque neoclásico, han cuestionado fuertemente la efectividad de estas medidas. Milton Friedman (1953), en su obra "*The Case for Flexible Exchange Rates*", argumenta que los controles cambiarios interfieren en los mecanismos de oferta y demanda, impidiendo un ajuste eficiente del tipo de cambio, provocando distorsiones en el mercado. Según Friedman, esta intervención prolongada del Estado puede derivar en presiones inflacionarias y fomentar la creación de mercados paralelos, donde las divisas se intercambian a precios más representativos.

Por su parte, Rudiger Dornbusch (1976) sostiene que los controles cambiarios pueden llevar a fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio, agravando la inestabilidad macroeconómica. Robert Lucas (1990), desde una visión monetarista, añade que la aplicación de controles cambiarios puede incentivar la formación de activos externos, ya que los inversores buscan trasladar sus recursos a economías más estables, disminuyendo la inversión local.

Asimismo, desde una perspectiva de economía abierta, el Trilema de Mundell-Fleming (1962), un país no puede mantener simultáneamente un tipo de cambio fijo, una política monetaria autónoma y libre movilidad de capitales. En un contexto de restricciones cambiarias como el implementado en Argentina entre 2011 y 2015, el gobierno intentó mantener estabilidad cambiaria y sostener una política monetaria expansiva, pero al mismo tiempo impuso restricciones a la salida de capitales para evitar la pérdida de reservas. Sin embargo, esta estrategia solo postergó el ajuste inevitable, ya que las inconsistencias macroeconómicas generadas terminaron forzando una ampliación de la brecha cambiaria, un desplome de las reservas internacionales y una caída en la inversión extranjera. Como demuestra la evidencia empírica, la violación del trilema de Mundell-Fleming tiende a generar mercados paralelos y expectativas devaluatorias, lo que amplifica las distorsiones económicas en lugar de corregirlas.

A pesar de estas críticas, autores como Joseph Stiglitz (2000) y Dani Rodrik (1998) reconocen que en ciertos contextos de crisis o vulnerabilidad económica, los controles cambiarios pueden ser necesarios de manera temporal para evitar una mayor inestabilidad. Sin embargo, estos economistas subrayan que el uso prolongado de estas medidas tiende a generar efectos contraproducentes, como la pérdida de confianza en la economía y el deterioro de la inversión.

En el contexto de Argentina, estas ideas cobran relevancia, especialmente en el período 2011-2015, cuando se implementó un control de cambios conocido popularmente como "cepo cambiario". En realidad, cuando se habla de "cepo cambiario" se hace referencia a una medida que ya fue aplicada anteriormente frente a restricciones o crisis externas, hasta por gobiernos conservadores, como en los años 30, y que se llamaba simplemente control de cambio. Con él se procuraba estabilizar

la economía frente a la caída del comercio exterior o de los términos del intercambio. (Rapoport, M, 2015).

La consecuencia más palpable de la implementación de restricciones en el acceso al mercado cambiario oficial es la aparición de mercados paralelos, Lindauer (1989) los define como la estructura generada en respuesta a dichas restricciones del gobierno en el mercado oficial. Así están dadas las condiciones para el surgimiento de un mercado paralelo en el que se comercie moneda extranjera: un escenario de exceso de demanda de moneda extranjera y un racionamiento de la oferta para el mercado. Las restricciones de oferta y demanda de divisas se traducen en el surgimiento de distintos mercados para satisfacer esta creciente demanda. Cada uno de estos mercados utiliza instrumentos heterogéneos, que implican diversas operativas, riesgos y, por supuesto, precios distintos.

Kiguel y O'Connell (1995) argumentan que existen esencialmente dos formas en las que los mercados cambiarios paralelos se desarrollan y adquieren importancia en la economía (es decir, el volumen de transacciones regidas por la cotización del mercado paralelo se vuelven significativas). En la primera, las autoridades dividen el mercado cambiario para introducir gradualmente una devaluación cuando las salidas de capital provocan una crisis de balanza de pagos. En la segunda, el mercado paralelo surge gradualmente en respuesta a los esfuerzos por mantener un tipo de cambio sobrevaluado. En este último caso, las autoridades se ven obligadas a restringir el acceso al mercado cambiario oficial tanto para transacciones de la cuenta de capital como de la cuenta corriente; con el tiempo, los controles se endurecen y el mercado ilegal comienza a adquirir importancia macroeconómica.

Resulta importante enfatizar las implicaciones macroeconómicas de los mercados paralelos ya que estos no surgen si no es en presencia de restricciones cambiarias sobre transacciones para fines de inversión, cartera o de cualquier tipo. Un mercado paralelo en crecimiento es la contracara de un sesgo sistemático en contra de la devaluación.

Existe un vínculo clave entre el mercado paralelo, la brecha cambiaria y las exportaciones oficiales. Un aumento en la brecha cambiaria reduce categóricamente las exportaciones, ya sea por la subfacturación o por contrabando. Para el caso argentino, Kamin (1991) encuentra que los agentes recurrieron a la sobrefacturación de exportaciones y la subfacturación de importaciones para obtener acceso a divisas a la tasa oficial. Además, pudieron evadir las restricciones en las transacciones de la cuenta de capital utilizando arreglos financieros especiales disponibles para los exportadores (financiamiento previo a la exportación).

Las restricciones cambiarias pueden encarecer las importaciones de bienes y servicios, especialmente aquellos sin sustitutos locales, trasladándose este aumento de costos a los precios al consumidor y generando inflación. Además, la existencia de un tipo de cambio paralelo puede incrementar las expectativas de devaluación y alimentar la inflación, ajustando los precios internos según el tipo de cambio paralelo. Estas restricciones también afectan la balanza de pagos al limitar el flujo de divisas. La creación de un mercado paralelo de divisas a precios más altos que el oficial puede resultar en desequilibrios económicos. Las restricciones pueden impactar en la

producción y el empleo al aumentar los costos de los insumos importados necesarios para la producción, reduciendo la capacidad de producción y afectando el empleo.

Finalmente, la incertidumbre generada por las restricciones cambiarias puede afectar negativamente la confianza de los agentes económicos, disminuyendo la inversión, ya que las empresas enfrentan limitaciones para repatriar fondos a sus casas matrices, y además debido a que existe una relación negativa entre la brecha cambiaria y la confianza en la economía, a medida que la brecha cambiaria se amplía, la confianza en la economía disminuye. En otras palabras, cuando la diferencia entre el tipo de cambio oficial y el paralelo es mayor, los agentes económicos tienen menos confianza en la estabilidad cambiaria.

Jagdish Bhagwati (1978) en su obra *“Foreign Trade Regimes and Economic Development: Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes”* señala que los regímenes de control cambiario tienen consecuencias económicas diferenciadas, lo que subraya la importancia de evaluar las características específicas de cada régimen en contextos distintos.

Bhagwati establece tres proposiciones fundamentales que permiten entender mejor el impacto de los controles cambiarios. La primera proposición afirma que componentes idénticos de los regímenes de control cambiario pueden tener consecuencias económicas diferenciales si el régimen es disímil en otras dimensiones. La segunda proposición indica que las consecuencias económicas de un régimen de control cambiario idéntico variarán según la estructura de los objetivos y políticas internas y la tercera proposición establece que los diferentes regímenes de control cambiario tienen, en general, diferentes consecuencias económicas.

En Argentina, la implementación del "cepo cambiario" a fines de 2011 volvió a poner en primer plano la controversia sobre la conveniencia de estas políticas, las cuales tuvieron un impacto significativo en la economía. Este trabajo se enfoca precisamente en esas consecuencias, analizando en detalle los efectos de las restricciones cambiarias en la economía argentina durante el período 2011-2015.

### **3. Marco Conceptual**

Como se mencionó anteriormente, el objetivo de este trabajo es analizar las repercusiones derivadas de la implementación de controles cambiarios. Lo que se busca determinar es si este tipo de políticas crean desequilibrios, exacerban los ya preexistentes o si proveen de alguna mejoría en términos macroeconómicos. Con este propósito, se examinarán las variables consideradas más representativas del desempeño de una economía. Estas son:

El Producto Bruto Interno (PBI), considerándolo como la medida agregada que refleja el valor total de los bienes y servicios producidos en una economía durante un período específico. Se utilizará el PBI Real, ya que elimina el efecto de la inflación al medir la producción de bienes y servicios a precios constantes, permite una comparación más precisa de la actividad económica a lo largo del tiempo, permite comparar la actividad económica en distintos períodos de tiempo de manera más

consistente y por que al analizar el impacto de los controles cambiarios, el PBI real proporciona una visión más clara de cómo estas políticas afectan la producción y el bienestar económico, descontando los efectos que podrían distorsionar las conclusiones si se usa el PBI nominal.

Las exportaciones, que representan la venta de bienes y servicios producidos en un país a mercados extranjeros y son una fuente fundamental de divisas. Las importaciones, que son la compra de bienes y servicios extranjeros, también son una variable fundamental en este análisis.

La inflación, la mayoría de los autores coinciden en definir a la inflación como un aumento del nivel general de precios. Para la medición de su evolución se considerará el IPC construido por el INDEC en los años que consta no haber sido manipulado, el IPC San Luis, el IPCBA y el IPC congreso.

Las reservas internacionales, las cuales en este trabajo se considerarán las reservas brutas para medir su evolución, ya que aportan visión más amplia y completa de la posición externa del país, ya que incluyen todos los activos externos disponibles. También por su facilidad de rastreo y su mayor disponibilidad y consistencia en los informes oficiales, lo que permite un análisis más continuo y preciso a lo largo del tiempo.

Por último, la brecha cambiaria. Se analizará el crecimiento de la brecha cambiaria y sus efectos en la economía, considerando las implicaciones sobre la confianza de los agentes económicos y la inversión, está determinada conjuntamente por las condiciones del mercado de activos, la cuenta corriente paralela y las expectativas devaluatorias.

Cada una de estas variables desempeña un papel crucial en la evaluación del impacto económico de las restricciones cambiarias, y su estudio permitirá ofrecer una visión integral sobre las consecuencias de dichas políticas.

#### **4. La situación previa al control cambiario**

En las elecciones de 2007, el kirchnerismo fortaleció su posición política con la clara victoria de Cristina Fernández de Kirchner. Sin embargo, la situación estaba a punto de cambiar y las bases del exitoso ciclo económico que tuvo lugar en el periodo 2003-2007, empezaron a transformarse. El año 2008 trajo consigo una creciente conflictividad interna y una crisis internacional.

Se podría considerar que la conflictividad interna comienza el 11 marzo de 2008, con resolución del Ministerio de Economía, popularmente conocida como “la 125”, la cual disponía un nuevo aumento de los derechos de exportación. Se establecía un esquema de retenciones móviles, que implicaba que estas serían más altas cuanto mayor fuera el precio internacional del producto. La resolución implicaba, en el caso de la soja, pasar de una alícuota del 35% a una cercana al 50%. Esto provocó una fuerte reacción del sector agrario y la oposición. A pesar de la resistencia, Cristina Fernández no cedió y llevó la disputa al Congreso, donde perdió la batalla, debilitando su posición.

En el ámbito internacional, la recesión mundial acaecida en 2008 no tuvo gran incidencia en la Argentina a través del canal financiero, dado que desde la crisis de principios de siglo el país no había vuelto a recibir capitales del exterior. No obstante, sí implicó un golpe importante a través del canal comercial, a través de la caída de los precios de las materias primas y la contracción de la demanda brasileña. Para agravar la situación, la campaña agrícola 2008/2009 fue golpeada por la sequía. Como consecuencia de todo esto, en 2009 las exportaciones medidas en dólares se contrajeron aproximadamente un 20%, por acción combinada de una caída de los precios y una baja en los volúmenes vendidos. El gobierno respondió con dos reformas importantes: desde lo fiscal, la reestatización de los recursos previsionales y desde lo monetario, se convalidó un aumento del tipo de cambio, que pasó a cotizar cerca de los 4 pesos por dólar<sup>1</sup>. Más allá del objetivo anticíclico, la devaluación parecía ser necesaria independientemente de la crisis, dado que la paridad real se había visto erosionada por la inflación local de los últimos años. (Gerchunoff y Llach, 2018). Aun así, la reacción del gobierno no alcanzó para evitar que el país enfrentara una marcada recesión en 2009.

La recesión, combinada con la deflación internacional asociada a la crisis externa, redujo la tasa de inflación (medida a partir del Índice Congreso, los datos privados o de provincias no afectadas por la manipulación) y hacia mediados de 2009 se ubicó en el 14% interanual, la mitad del nivel de 12 meses antes. Gran parte del sustento político del Gobierno yacía en mantener los salarios en términos reales en un nivel alto, otorgándole poder adquisitivo al electorado, el cual no parecía tan sensible a la evolución de los precios como al nivel de actividad: la recesión y la merma de consumo seguramente pesaron más que la desaceleración inflacionaria.

En plena crisis, el kirchnerismo demostró audacia al recurrir a los fondos del sistema previsional para obtener recursos. Sin embargo, a fines de 2009, estos fondos resultaron insuficientes para sostener el nivel de gasto público en un contexto de difícil acceso al financiamiento internacional. Ante esta situación, el gobierno optó por financiarse con recursos del Banco Central. El entonces presidente del Banco Central, Martín Redrado, se opuso a utilizar las reservas internacionales para pagar deuda pública, lo que resultó en su reemplazo por Mercedes Marcó del Pont, la cual accedió a proporcionar mayor financiamiento al fisco.

En abril de 2010, se reabrió el canje de deuda, alcanzando una aceptación del 93%. Sin embargo, el costo de financiamiento internacional para Argentina se mantuvo elevado, ya que el default de 2002 no había sido completamente superado. Como consecuencia, se intensificó aún más el uso de las reservas del Banco Central no solo para pagar pasivos en dólares, sino también para financiar al Tesoro en pesos. El Banco Central emitía pesos, inicialmente para comprar dólares y evitar la apreciación del tipo de cambio, pero posteriormente para cubrir la "dominancia fiscal", recibiendo a cambio títulos de deuda pública sin cotización. Esta práctica resultó en una disminución del patrimonio neto del Banco en aproximadamente 25.000 millones de dólares durante la primera presidencia de Cristina Fernández de Kirchner.

---

<sup>1</sup> El dólar pasó de 3,00 a 3,80 pesos por dólar en el 2009

El expansionismo fiscal y monetario aumentó la presión sobre la inflación, la cual ya era elevada, controlada sólo artificialmente por el retraso cambiario y tarifario, una situación insostenible a largo plazo. Los altos precios de exportación y la disposición a utilizar las reservas internacionales acumuladas en años anteriores permitieron mantener la estabilidad cambiaria hasta las elecciones de 2011, lo que, junto con un auge de consumo y actividad, facilitó la cómoda victoria de la fórmula Cristina Kirchner-Amado Boudou.

El periodo de 2010-2011 fue de recuperación económica, con un crecimiento del PBI promedio de 8%. Sin embargo, también se acumulaban desajustes macroeconómicos. Como vimos, la inflación se aceleró, llegando a aproximadamente 25%, y el gobierno adoptó una política cambiaria para evitar mayores desbordes inflacionarios, lo que generó un fuerte atraso cambiario. El consumo interno creció notablemente, con su contraparte de aumento de importaciones, lo cual se tradujo en un claro desequilibrio externo, sumado a que ya para este momento la brecha del producto (la diferencia entre la capacidad productiva de una economía y lo que efectivamente produce) no era tan elevada como sí lo era en la salida a la convertibilidad, de modo que ahora sí eran necesarias de nuevas inversiones o mejoras sustantivas de la productividad.

Tabla N°1: Indicadores Macroeconómicos en el período 2008 - 2011

	2008	2009	2010	2011
PBI real	3,10%	0,10%	9,50%	8,40%
PBI revisado	4,10%	-6,00%	10,40%	6,10%
Inflación	20%	16%	25%	23,50%
Resultado Fiscal*	1,10%	-0,50%	0,20%	-1,30%
Exportaciones**	70.018.839	55.672.097	68.174.447	82.981.091
Importaciones**	57.462.452	38.786.269	56.792.578	73.960.676
Saldo**	12.556.386	16.885.829	11.381.863	9.020.415
Reservas Int.***	46.386	47.967	52.145	46.376
Tipo de cambio	3,45	3,8	3,98	4,3

\*Medido como % del PBI real, \*\*en miles de dólares corrientes,\*\*\*en millones de dólares corrientes.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Indec, Inflación Índice Congreso, BCRA, BNA

Se desprende de los datos presentados que hacia fines de 2011, la economía mostraba importantes desajustes, iniciando un nuevo ciclo de gobierno con grandes desafíos económicos. Un resultado fiscal no solo deficitario sino que la magnitud de dicho déficit se fue profundizando progresivamente, reflejando una tendencia creciente de desequilibrio fiscal. Una inflación creciente, las importaciones se

incrementaron y el sector energético se volvió ampliamente deficitario, aumentando el requerimiento de importaciones para evitar el colapso.

Una mención especial debe hacerse a que en el periodo bajo análisis, se observa nuevamente la prevalencia del patrón de acumulación que se desplegó entre 1976 y 2001: la valorización financiera (Basualdo y Kulfas, 2002). Este fenómeno tiene como consecuencia la reducción de la disponibilidad de divisas para la economía doméstica, lo cual alimenta la restricción externa, la disminución de recursos susceptibles de reinversión, la caída de los fondos que el Estado puede captar a través del sistema tributario y, como resultado, una distribución más regresiva del ingreso.

A partir del año 2002, el vínculo entre la deuda externa y la formación de activos externos pierde su relevancia debido a que el default de 2001 restringe la accesibilidad de nuestro país a los mercados internacionales. En este escenario, la deuda externa revierte la tendencia prevaleciente durante el periodo de valorización financiera, disminuyendo en volumen, estabilizándose en relación con el PBI y reduciendo su incidencia y condicionalidad en la economía política doméstica. Este cambio es resultado de un proceso de crecimiento, especialmente notable entre 2003 y 2011, impulsado por la recuperación de ganancias, rentas, intereses y, con un alto grado de heterogeneidad, los salarios.

Desde el año 2008 la formación de activos externos retomó una trayectoria ascendente. Si consideramos el período 2008-2015, se observa un cambio significativo en el contexto: se trata de un nuevo ciclo político y económico caracterizado por una notable expansión de la fuga de capitales. Durante este lapso, el promedio anual de capitales fugados fue de US\$ 12.278 millones según el Método Residual del Balance de Pagos, US\$ 10.518 millones según los stocks, y US\$ 9.551 millones según el BCRA. Estos valores representan incrementos del 64%, 40% y 124% respectivamente, en comparación con el período anterior, lo que evidencia un agravamiento de la situación desde ese momento. (Bona, L, 2008).

Las causas podrían estar en el estallido de intensas tensiones distributivas desde 2008, que revelaron las disputas entre clases sociales por establecer un esquema de precios relativos favorable a cada grupo de interés. De este modo, se intensifica la fuga, en el contexto de nuevos conflictos sociales por la apropiación del excedente económico, tales como el aumento de los niveles inflacionarios, la reducción del margen de capacidad ociosa en la industria, la recuperación de los salarios, la disputa por la apropiación y uso de la renta agropecuaria, la controversia sobre la fijación de los subsidios a las tarifas de los servicios públicos y el transporte, las dimensiones y alcances de las políticas sociales, los condicionamientos impuestos por la aparición de la restricción externa (establecimiento de controles cambiarios, crisis del modelo energético y expropiación del 51% del paquete accionario de YPF), y el intento de reingresar al mercado de crédito internacional (pago al Club de París y a Repsol), entre otros (Gaggero, Schorr y Wainer, 2014; Basualdo, Barrera, Bona, Manzanelli y Wainer, 2015).

En los días previos a las elecciones de 2011 la Argentina vivió una corrida cambiaria, en medio del clima electoral, la salida de dólares se convirtió en una fuga, y el Banco Central continuó desprendiéndose de sus reservas para sostener la estabilidad cambiaria, mientras los depositantes en moneda extranjera buscaban retirar sus fondos

antes de que la situación empeorara. Además, el default encubierto relacionado con la falsificación del índice de precios y la nacionalización de los fondos de pensión erosionaron la confianza en el ahorro en pesos. La situación se agravó por la ausencia de superávit en la cuenta corriente y la falta de financiamiento externo, lo que deterioró la posición de reservas internacionales del Banco Central.

El régimen que regía era de flotación administrada, lo que implica que el tipo de cambio se determina principalmente por el mercado, pero con intervención ocasional del Banco Central para evitar fluctuaciones extremas. En este contexto, el gobierno se enfrentaba a un dilema debido a la mencionada caída de las reservas internacionales. Para evitar una mayor disminución de las reservas, el gobierno tenía dos opciones: aumentar la tasa de interés para atraer capital extranjero y desalentar la salida de capitales, lo que ayudaría a mantener o incluso aumentar las reservas. Sin embargo, esto podría encarecer el crédito interno, afectar la inversión y el consumo, y potencialmente desacelerar la economía. O bien, permitir una depreciación del tipo de cambio, es decir, dejar que la moneda local se deprecie para hacer que las exportaciones fueran más competitivas y reducir la demanda de importaciones, lo que a su vez podría aliviar la presión sobre las reservas. Empero, una depreciación podría aumentar la inflación al encarecer los bienes importados y reducir el poder adquisitivo de la población.

Ambas opciones eran antagónicas a los intereses y al discurso político del gobierno en ese momento, ya que acarrearían consecuencias negativas para la economía y la estabilidad social. Ergo, la cartera económica dispuso la implementación gradual de varios controles cambiarios.

## **5. Políticas de Control Cambiario en Argentina (2011-2015)**

Pocos días después de que Cristina Fernández de Kirchner fuera reelecta con el 54% de los votos, el 28 de octubre de 2011, el Ministro de Economía, Amado Boudou (Vicepresidente electo), el titular de la AFIP, Ricardo Echegaray, y el Secretario de Finanzas, Hernán Lorenzino, anunciaron la próxima publicación de la Comunicación A 5239 del Banco Central. Esta comunicación establecía el "Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias", mediante el cual la AFIP validaría o rechazaría las solicitudes de compra de divisas, según el régimen implementado a través de las resoluciones 3210 y 3212, a partir del 31 de octubre. De esta manera, quedó formalmente instaurado el control de cambio, conocido como "cepo cambiario".

Los controles cambiarios se extendieron para abarcar no solo la cuenta de capital, sino también un amplio conjunto de transacciones de la cuenta corriente y llegó tan lejos como a restringir el accionar de los pequeños ahorristas. Dichos controles se fueron endureciendo progresivamente en un esfuerzo por mitigar las inconsistencias fundamentales entre el tipo de cambio y la presión derivada de políticas macroeconómicas expansivas. No obstante, lo que realmente subyace es la ineficacia de la política económica implementada, que perpetúa el desequilibrio en vez de corregirlo.

La cronología de la expansión siguió por la implementación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI), que debían gestionarse antes de realizar cualquier compra a proveedores internacionales, constituyendo una barrera para las importaciones y reduciendo el flujo de divisas hacia el exterior. Luego se estableció que las empresas que necesitaran dólares para el pago de importaciones o el giro de utilidades debían obtener aprobación del Banco Central. Además, se introdujo la obligación de presentar planes de compensación de importaciones, por lo que cada dólar solicitado debía ser generado a través de la exportación.

Ya entrado el mes de abril de 2012, el BCRA dispuso que los retiros de moneda extranjera con tarjetas de crédito locales desde cajeros automáticos en el exterior debían efectuarse con débito a cuentas locales en moneda extranjera, restringiendo así el acceso a adelantos de efectivo en el exterior. Se redujo el límite para la compra de dólares del 40% al 25% del salario. En el mes de mayo, la AFIP implementó un régimen informativo para los contribuyentes que adquirieran paquetes de viajes, buscando evitar abusos por parte de las agencias de turismo. A su vez, se restringió completamente la compra dólares para ahorro, y así su adquisición a viajes, turismo, pago y cobro de mercancías, servicios, rentas y capital, y otros destinos específicos. Además, se limitó la venta de dólares para turistas, permitiendo solo la compra de moneda del país de destino.

El 31 de agosto de 2012, surge el "dólar tarjeta", con una percepción del 15% sobre el monto total de los consumos en el exterior con tarjetas, que pocos meses después escaló al 20%. En el próximo año, se impusieron nuevas limitaciones para acceder al mercado oficial, con requisitos de ingresos mínimos y límites de compra mensual.

El dólar en el mercado ilegal alcanzó un récord de \$16, reflejando la crítica situación de las reservas. En consecuencia, el Gobierno implementó medidas aún más restrictivas adicionales para el acceso a divisas, reduciendo los límites para importadores y aumentando los intereses de las Lebac. La última medida en materia cambiaria implementada por el Gobierno previo a dejar el poder fue reducir a la mitad el cupo diario para el giro de divisas al exterior para las agencias de viajes, pasando de 150.000 a 75.000 dólares por día.

## **6. Análisis de las consecuencias**

Conforme lo establecido previamente, las medidas implementadas generaron una serie de respuestas económicas que no se limitaron únicamente al ámbito cambiario. El tejido económico comenzó a mostrar señales claras de transformación, las dinámicas internas y externas pronto reflejaron el peso de estas decisiones.

La tabla N°2 muestra la evolución de los indicadores macroeconómicos en el período analizado:

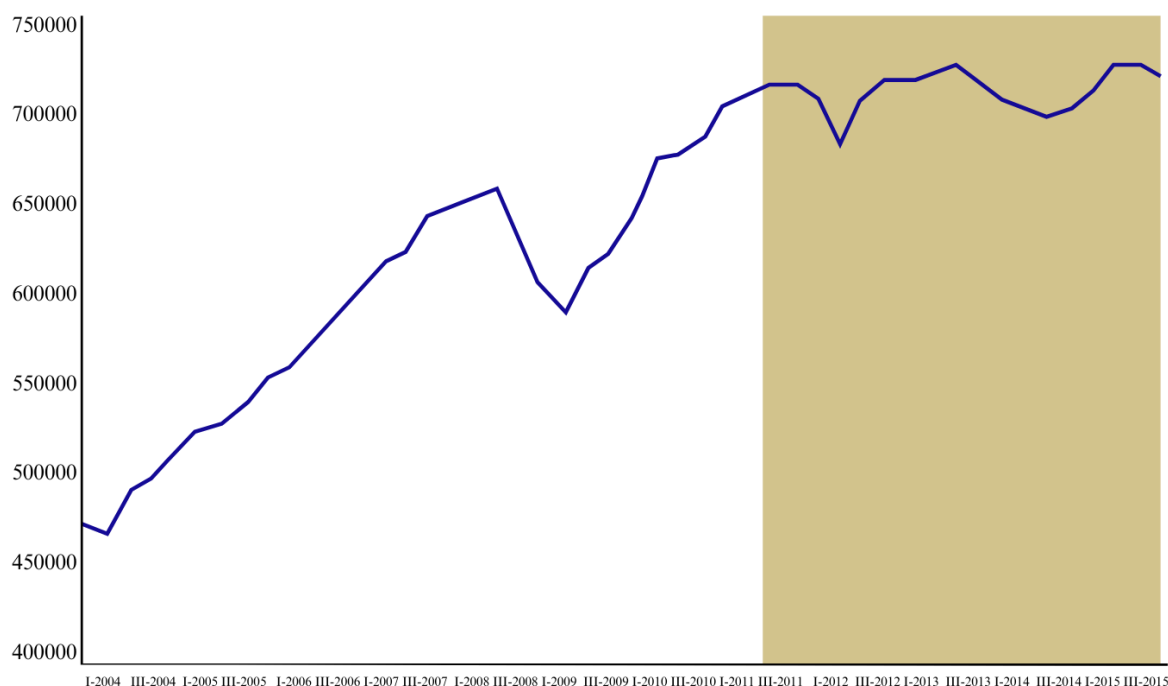
Tabla N°2: Indicadores Macroeconómicos en el período 2012 - 2015

	2012	2013	2014	2015
PBI real	0,80%	2,90%	0,50%	2,10%
PBI revisado	-1,10%	2,30%	-2,60%	2,40%
Inflación	25,20%	27,90%	38%	25%
Resultado fiscal *	-2,00%	-1,90%	-2,80%	-6,10%
Exportaciones**	79.982.388	75.962.981	68.404.347	56.783.953
Importaciones**	67.974.215	74.441.800	65.736.069	60.203.036
Saldo**	12.008.167	1.521.176	2.668.278	-3.419.083
Reservas Int.***	43.290	30.599	31.433	25.563
Tipo de cambio	4,92	6,52	8,55	13,3

\*Medido como % del PBI real, \*\*en miles de dólares corrientes, \*\*\* en millones de dólares corrientes. Fuente: Elaboración propia en base a datos de Indec, Inflación Índice Congreso, BCRA, BNA

Luego de la crisis financiera del 2009, el Producto Bruto Interno (PBI) de Argentina mostró datos de recuperación alentadores (ver Tabla N°1). Esta tendencia no solo se desacelera sino que se revierte en años como el 2012 y 2014.

Gráfico N°1: PBI, serie desestacionalizada en MM de pesos



Elaboración propia en base a datos de INDEC

El área sombreada en el gráfico (2011-2015) destaca el período de análisis central de esta investigación, en el cual el gobierno argentino impuso controles estrictos sobre el acceso al mercado de divisas, se evidencia un claro estancamiento económico.

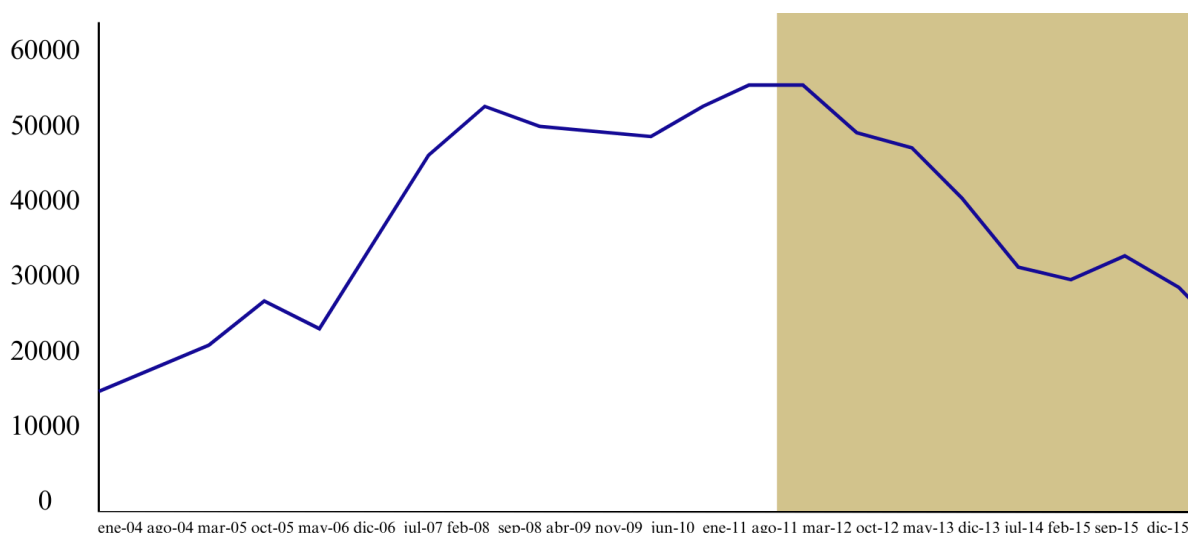
En este momento, a diferencia de la salida de la convertibilidad, la brecha del producto no era significativa, lo cual implica que el crecimiento ya no podía depender simplemente de la mayor utilización de capacidad ociosa, sino que era imperante la necesidad de nuevas inversiones o de mejoras sustantivas en la productividad. Justo en este contexto, la implementación del cepo cambiario fue una decisión profundamente desacertada.

En lugar de fomentar el crecimiento, las restricciones cambiarias ahogaron las posibilidades de inversión. En un momento donde era crucial atraer inversión para aumentar la productividad, el cepo generó incertidumbre, y como resultado, las inversiones se postergaron o se desviaron a mercados más predecibles.

Este error estratégico no solo afectó a la inversión externa, sino también a las industrias nacionales, de las cuales muchas dependían de insumos importados. Su capacidad de producción se vio afectada, ya que el acceso a dólares se volvió extremadamente limitado. La disrupción de las cadenas de suministro no hizo más que acentuar la caída en la productividad.

Las restricciones cambiarias afectaron la inversión privada local al generar mayor incertidumbre macroeconómica y aumentar el riesgo país. La dificultad para acceder a insumos importados y el temor a una devaluación abrupta desincentivaron proyectos de inversión de largo plazo, afectando el crecimiento potencial del país.

Gráfico N°2: Reservas Internacionales, brutas, en millones de dólares



Elaboración propia en base a datos del BCRA

La evolución de las reservas internacionales es, sin duda, el indicador más elocuente de la paradoja inherente a las restricciones cambiarias implementadas. Estas medidas, justificadas por Cristina Fernández bajo el argumento de que "me veo en la

obligación de cuidar las reservas", buscaban frenar la fuga de divisas y preservar el patrimonio del Banco Central. Sin embargo, lejos de lograr su objetivo, distorsionaron profundamente los incentivos económicos. El resultado fue el opuesto al esperado: desalentaron la inversión, fomentaron la aparición de mercados paralelos y, paradójicamente, aceleraron la pérdida de reservas que se pretendía evitar.

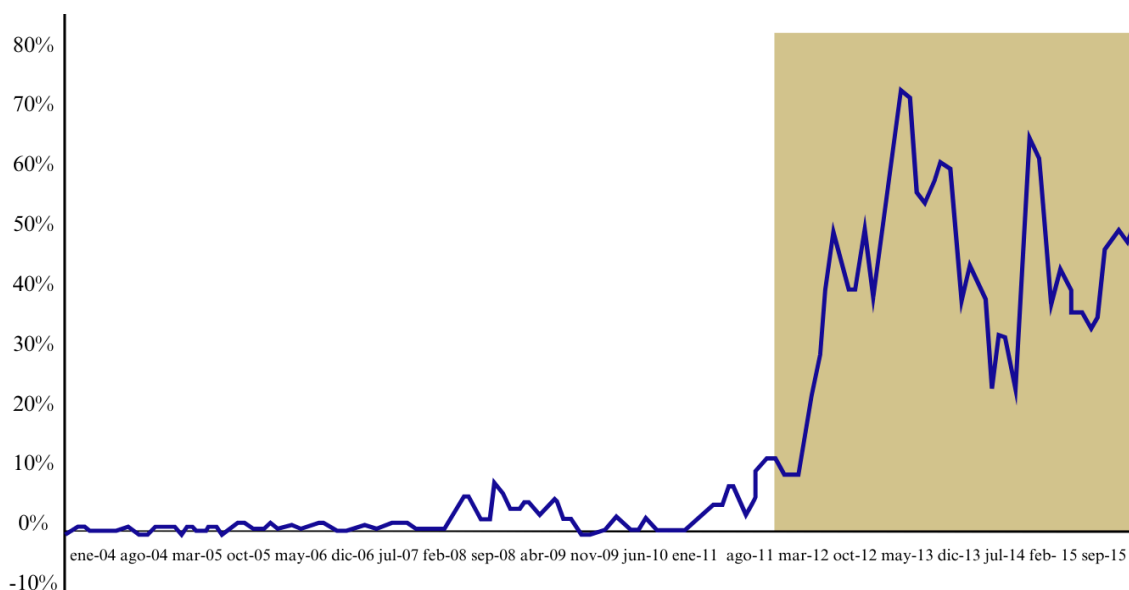
A finales de 2010, las reservas internacionales de Argentina alcanzaron un récord histórico de U\$S 52.190 millones. Sin embargo, a partir de 2011 comenzó una tendencia a la baja, con una disminución total de U\$S 6.109 millones ese año, principalmente debido a una fuga de capitales que alcanzó los U\$S 21.504 millones. El segundo trimestre de 2011 fue la única excepción, cuando las divisas de las exportaciones agrícolas impulsaron un aumento temporal.

El cepo cambiario fue implementado para frenar la salida de dólares, pero en la práctica generó el efecto contrario: ante la imposibilidad de acceder al mercado oficial, aumentó la demanda de dólares en el mercado paralelo y amplificó la expectativa de devaluación. Esto aceleró la fuga de capitales y provocó que, en 2013, las reservas cayeran U\$S 11.825 millones, el mayor descenso del período.

En los dos años siguientes, el déficit de la cuenta corriente persistió, y la flexibilización de los controles de ahorro en medio de la incertidumbre electoral reactivó la formación de activos externos. En 2014 se formaron activos en el exterior por U\$S 3.284 millones y, en 2015, por U\$S 8.250 millones. A pesar de este contexto, en 2014 las reservas aumentaron levemente en U\$S 1.197 millones, pero en 2015 volvieron a caer en U\$S 4.993 millones.

Al ponerse en vigencia las restricciones cambiarias en octubre de 2011, el Banco Central contaba con U\$S 52.025 millones. En diciembre de 2015, las reservas se habían reducido drásticamente a U\$S 25.046 millones, evidenciando el fracaso de las políticas implementadas para detener la fuga de divisas y preservar el patrimonio del país.

Gráfico N°3: Brecha cambiaria



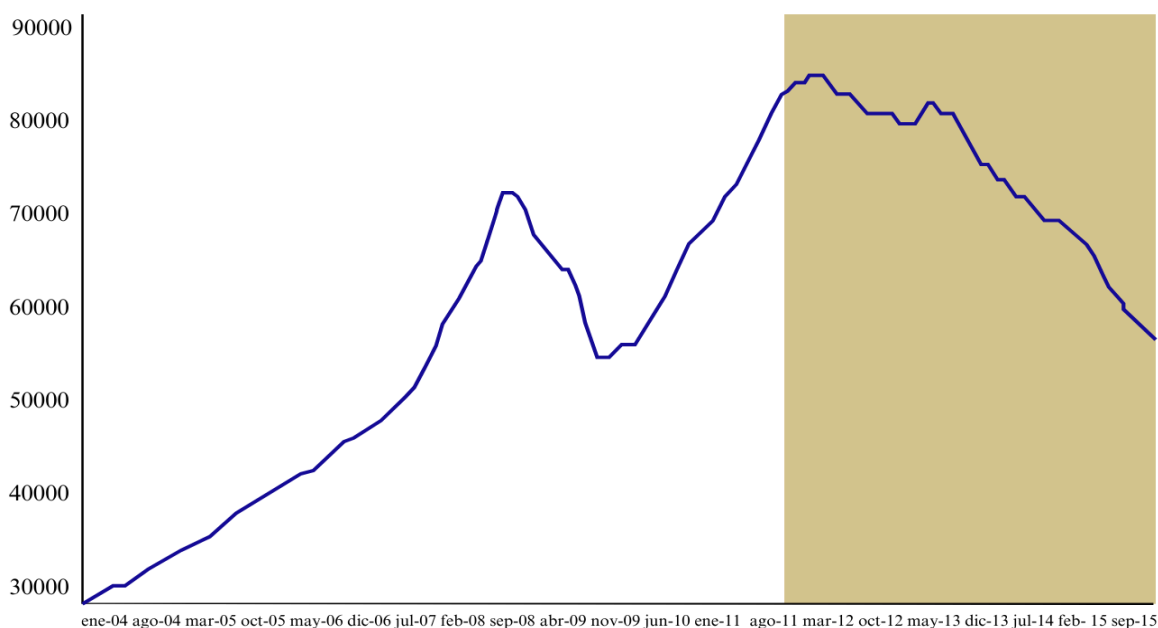
Elaboración propia en base a datos de InfoDolar

El gráfico N°3 muestra la evolución de la brecha cambiaria en Argentina, disparándose a partir de 2011, coincidiendo con la implementación de las restricciones cambiarias. Este aumento se intensifica en los años posteriores, alcanzando picos cercanos al 70%. A partir de ahí, la brecha experimenta oscilaciones, pero se mantiene en niveles elevados hasta finales de 2015.

Como consecuencia de las restricciones, se produjo una divergencia creciente entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, reflejando una pérdida de confianza en la política cambiaria y en la estabilidad macroeconómica. Desde una perspectiva teórica, este fenómeno puede ser entendido como una respuesta directa de los mercados segmentados o mercados duales de divisas, donde las intervenciones estatales, lejos de estabilizar el sistema, generaron ineficiencias que propiciaron la especulación y el arbitraje, a la subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones.

La evolución de la brecha cambiaria y la caída de reservas reflejan la contradicción de intentar sostener estabilidad cambiaria y expansión monetaria sin apertura de capitales. Como predice el trilema de Mundell-Fleming, esta combinación sólo puede sostenerse temporalmente antes de que surjan presiones sobre las reservas y el mercado de cambios, obligando a restricciones cada vez más severas. Las restricciones no lograron frenar la pérdida de reservas, sino que, por el contrario, incentivaron la dolarización informal y aceleraron la salida de capitales. La experiencia argentina entre 2011 y 2015 refuerza la idea de que cualquier intento de sostener simultáneamente la estabilidad cambiaria y la expansión monetaria en un entorno de baja confianza genera mercados paralelos y distorsiones que terminan agravando el problema original.

Gráfico N°4: Exportaciones, acumulado móvil de 12 meses, en MM de dólares



Elaboración propia en base a datos de INDEC

El gráfico N°4 refleja el declive pronunciado de las exportaciones argentinas durante el período 2011-2015. Aunque a primera vista este comportamiento podría ser atribuible a factores globales, como la caída en los precios de los commodities o el estancamiento de la demanda internacional, un análisis más detallado revela que los mecanismos internos generados por las restricciones cambiarias jugaron un rol crucial al distorsionar los incentivos económicos de los agentes exportadores.

La subfacturación de exportaciones emerge como un fenómeno predecible dentro de este contexto. Según Bhagwati, los controles cambiarios tienden a crear incentivos perversos, ya que los exportadores buscan evitar la liquidación de divisas a un tipo de cambio oficial que subestima el valor real de la moneda en mercados paralelos. Esto no solo implica una fuga potencial de capitales no declarados, sino también una reconfiguración de las estrategias comerciales. En términos técnicos, se podría argumentar que el diferencial cambiario actúa como un impuesto implícito sobre las exportaciones, desincentivando tanto el cumplimiento normativo como la reinversión de utilidades en la economía local.

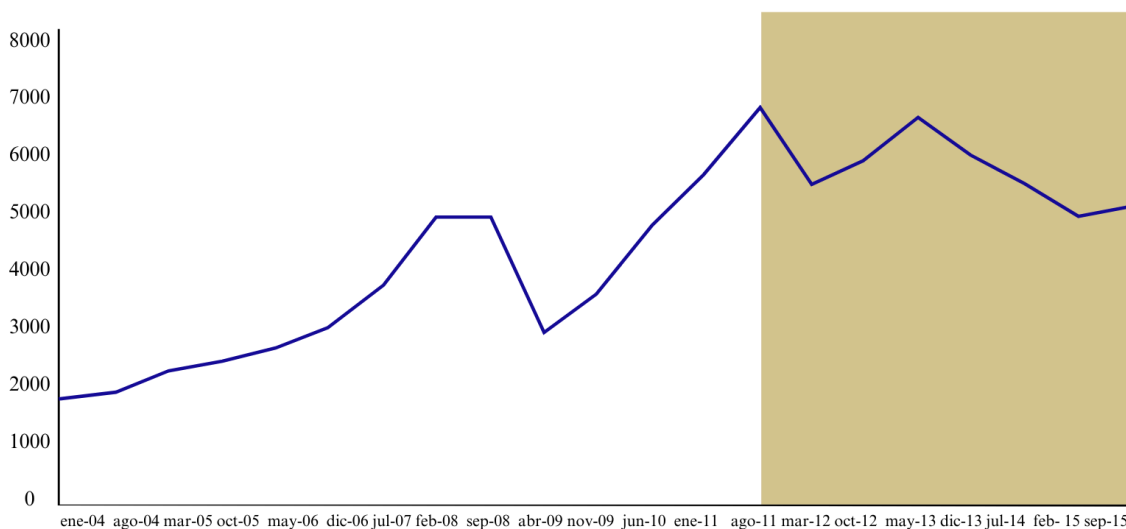
Más allá de los incentivos individuales, el período también estuvo marcado por un deterioro en la competitividad estructural. Las restricciones al acceso de divisas para la importación de bienes de capital y materias primas esenciales exacerbaron cuellos de botella productivos en sectores exportadores clave, reduciendo la capacidad de oferta agregada. En otras palabras, las políticas cambiarias no sólo desincentivaron la declaración formal de exportaciones, sino que también erosionaron la capacidad misma de producir bienes exportables. Este fenómeno puede vincularse con teorías como la "restricción externa estructural", donde el desbalance entre los sectores productivos y las necesidades cambiarias bloquea el crecimiento sostenido en economías como la argentina.

Otra dimensión crítica es el deterioro de la confianza empresarial. Las empresas multinacionales enfrentaron restricciones para repatriar utilidades, lo cual alteró sus decisiones de inversión de manera significativa. En sectores con alta elasticidad de localización, como el agroindustrial, los exportadores optaron por desviar operaciones hacia mercados menos regulados o más predecibles, reduciendo el volumen real exportado. En particular, el sector agropecuario, principal generador de divisas del país, se vio especialmente afectado, ya que enfrentó no sólo las restricciones cambiarias, sino también un conjunto de medidas como las retenciones a las exportaciones y la brecha cambiaria, que distorsionaron gravemente los incentivos económicos. Este contexto incentivó la subfacturación de exportaciones y el almacenamiento de productos agrícolas, como la soja, utilizados como reserva de valor frente a un entorno de incertidumbre macroeconómica.

El gráfico también expone una paradoja inherente a las restricciones cambiarias: mientras estas políticas pretendían preservar las reservas internacionales, terminaron alimentando dinámicas que drenaron tanto el ingreso formal de divisas como el capital productivo a largo plazo. Este fenómeno puede explicarse mediante un marco conceptual inspirado en Bhagwati y Krueger: los controles cambiarios, al generar rentas artificiales para quienes evaden las regulaciones, favorecen la economía

informal y distorsionan la asignación de recursos, perpetuando una estructura económica ineficiente y dependiente de intervenciones estatales sucesivas.

Gráfico N°5: Importaciones, serie desestacionalizada en MM de dólares



Elaboración propia en base a datos de INDEC

Con lo que respecta a las importaciones, se observa una disminución pronunciada en el volumen de importaciones, un fenómeno que puede ser atribuido directamente a la imposición del denominado "cepo cambiario". Esta política limitó severamente el acceso a divisas por parte de las empresas y particulares, con el objetivo explícito de proteger las reservas internacionales del Banco Central. Sin embargo, sus implicancias económicas fueron mucho más profundas y de largo alcance.

El análisis de la evolución de las importaciones permite identificar al menos dos efectos significativos. La estructura productiva argentina, altamente dependiente de insumos importados, bienes intermedios y bienes de capital fundamentales para el funcionamiento de sus sectores productivos, enfrentó serias limitaciones debido a las restricciones en su ingreso. Esto repercutió negativamente en la capacidad de producción y en los esfuerzos de modernización de las empresas locales. Sectores estratégicos como el automotriz, el tecnológico y el farmacéutico se vieron particularmente afectados, ya que dependen de insumos críticos que dejaron de estar disponibles o se encarecieron considerablemente como resultado de las trabas burocráticas y la discrecionalidad en la asignación de divisas, las restricciones generaron una contracción generalizada en el comercio exterior.

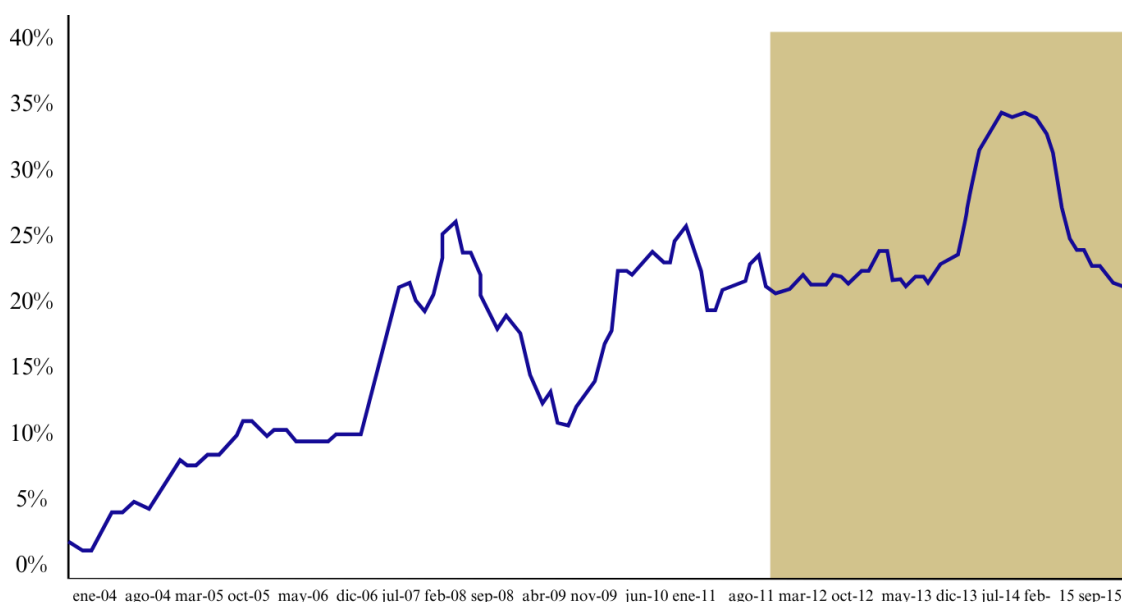
En segundo lugar, el cepo cambiario no solo redujo el volumen de importaciones, sino que también alteró su composición. Las autoridades priorizaron el ingreso de bienes considerados estratégicos, como medicamentos o alimentos esenciales, en detrimento de otros bienes que, aunque clasificados como no esenciales, eran igualmente relevantes para la competitividad de ciertos sectores productivos. Esta

distorsión generó un cambio forzoso en las prioridades del comercio exterior, con impactos negativos sobre el desarrollo industrial y tecnológico del país.

Si bien el gráfico podría mostrar una mejora en términos de saldo comercial, esta aparente ganancia se obtuvo al costo de sacrificar el desarrollo económico sostenible. La falta de insumos importados afectó la productividad nacional, incrementó los costos de producción y debilitó la confianza de los agentes económicos, tanto nacionales como internacionales.

Desde una perspectiva teórica, las ideas de Jagdish Bhagwati sobre los controles cambiarios resultan particularmente pertinentes para interpretar esta experiencia. Bhagwati argumenta que los controles excesivos sobre el comercio y las divisas generan distorsiones económicas significativas, al limitar los flujos de bienes y capitales, fomentar la informalidad y desincentivar la inversión extranjera directa. Este último punto es especialmente relevante, ya que las restricciones al acceso de divisas no solo desalentaron nuevas inversiones, sino que también dificultaron la repatriación de utilidades por parte de las empresas extranjeras ya establecidas en el país, minando aún más la confianza en la economía argentina.

Gráfico N°6: Inflación, acumulado móvil 12 meses



Elaboración propia en base a datos de INDEC hasta 2006, luego IPC San Luis, IPCBA

El gráfico N° 6 refleja la evolución de la inflación acumulada móvil en 12 meses, con un incremento pronunciado durante el período 2012-2015, íntimamente ligado al deterioro de las expectativas económicas generado por el cepo cambiario. Lejos de ser una política neutral, el cepo instauró un régimen de incertidumbre y desconfianza que impactó tanto en las decisiones de los agentes económicos como en las dinámicas inflacionarias.

La teoría de las expectativas racionales resulta clave para entender este fenómeno: los agentes ajustaron sus decisiones de consumo, inversión y fijación de precios anticipando las consecuencias futuras de las restricciones cambiarias. La imposibilidad de acceder libremente al mercado de divisas, junto con la ampliación de la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, consolidó la percepción de que el peso argentino estaba sobrevaluado. Esta percepción no sólo incentivó la dolarización de portafolios, sino que también reforzó la indexación de precios en el mercado doméstico, exacerbando la inflación.

El dólar paralelo se convirtió en el principal indicador de expectativas económicas. En un contexto donde el tipo de cambio oficial estaba atrasado artificialmente, el dólar blue<sup>2</sup> marcó la referencia para las transacciones fuera de los controles formales. La ampliación de la brecha cambiaria, que en algunos momentos superó el 80%, amplificó la desconfianza en la capacidad del gobierno para sostener el régimen cambiario. Esto tuvo un doble impacto inflacionario: por un lado, alimentó la especulación sobre una futura devaluación abrupta, llevando a los productores y comerciantes a valorar sus bienes bajo esa expectativa; por otro lado, encareció los bienes importados y aquellos cuyos precios están atados al dólar.

La inflación observada durante este período no puede explicarse únicamente desde un exceso de emisión monetaria. Si bien la política fiscal deficitaria jugó un rol, el elemento central fue la distorsión de precios relativos y la desconfianza generalizada hacia la política económica. En ausencia de un ancla de credibilidad —ya sea fiscal, monetaria o cambiaria—, los agentes ajustaron sus expectativas al peor escenario posible, retroalimentando la dinámica inflacionaria. La interacción entre la inflación, la brecha cambiaria y la desconfianza estructural destaca la incapacidad de las políticas de control para estabilizar un sistema económico profundamente erosionado por la falta de previsibilidad y consistencia.

La inversión extranjera directa (IED) es un indicador clave de la confianza de los inversores internacionales en una economía. En el caso de Argentina, las restricciones cambiarias impuestas generaron un contexto de incertidumbre para los flujos de capital extranjero. Se considera clave analizar la evolución de la IED en Argentina en comparación con otros países de América Latina.

Según la CEPAL (2016), en 2015 la entrada de inversión extranjera directa (IED) en América Latina y el Caribe cayó un 9,1%, con fuertes contracciones en Brasil, Colombia y Uruguay. No obstante, algunos países, como Argentina y Venezuela, experimentaron aumentos significativos. La siguiente tabla muestra la evolución de los flujos de IED en la región entre 2005 y 2015.

---

<sup>2</sup> Adicionalmente, en el año 2011 surge el dólar contado con liquidación

Tabla N°3: América Latina y el Caribe: ingresos de inversión extranjera directa,  
por países receptores y subregiones, 2005-2015.

Paises	2005- 2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Diferencia Abs.* 2015-2014	Diferencia Rel.** 2015-2014
Argentina	6.204	11.333	10.840	15.324	9.822	5.065	11.655	6.590	130
Bolivia	259	643	859	1.060	1.750	648	503.000	-144	-22
Brasil	32.331	88.452	101.158	86.607	69.181	96.895	75.075	-21.820	-23
Chile	11.891	15.51	23.309	28.493	19.362	22.342	20.457	-1.885	-8
Colombia	8.894	6.430	14.648	15.039	16.209	16.325	12.108	-4.217	-26
Ecuador	465	165	644	567	727.000	773	1.060	287	37
Paraguay	131	216	557	738	72.000	346	283.000	-63	-18
Perú	4.978	8.455	7.665	11.918	9.298	7.885	6.861	-1.023	-13
Uruguay	1.461	2.289	2.504	2.536	3.032	2.188	1.647	-540	-25
Venezuela	1.403	1.574	5.740	5.973	2.680	320	1.383	837	153

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras y estimaciones oficiales al 27 de mayo de 2016. \* En millones de dólares, \*\* en porcentajes de variación.

Los datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) muestran que la IED en Argentina tuvo un comportamiento ambiguo tras la implementación del cepo: en el período previo al cepo (2004-2011), la IED en Argentina creció de 5.350 millones de dólares (promedio 2004-2007) a 10.720 millones en 2011, evidenciando una tendencia positiva. Luego, en los primeros años del cepo (2012-2013), paradójicamente, la IED aumentó a 15.324 millones, su pico máximo en el período analizado. Sin embargo, en 2013 cayó a 11.301 millones. En 2014, la IED en Argentina se desplomó a 6.612 millones, registrando una caída del 41% respecto a 2013.

Los ingresos de IED en Argentina alcanzaron 11.655 millones de dólares en 2015 representando un aumento del 130% respecto a 2014. Sin embargo, este incremento se debió a que finalmente se contabilizó la nacionalización del 51% de YPF (expropiación de Repsol en 2012). Si se descuenta esta operación, los niveles de IED en Argentina se mantendrían similares a los de 2014 lo que sugiere que no hubo nuevos flujos significativos de capital. Esto puede relacionarse con las restricciones a la repatriación de capitales y la falta de confianza en el mercado argentino.

Para evaluar si la caída de la IED fue un fenómeno exclusivo de Argentina o parte de una tendencia regional, se comparan los datos con otros países de la región. Por ejemplo Brasil experimentó una leve caída de -2% en 2014, mucho menor a la de Argentina. Chile y Colombia no sólo evitaron caídas, sino que incrementaron su IED en 8%. Paraguay y Uruguay también mostraron aumentos en la inversión. México registró una caída mayor en términos absolutos (-21.832 millones), pero atribuida a movimientos atípicos (venta de Grupo Modelo en 2013).

La CEPAL señala que en América Latina hubo una caída en la reinversión de utilidades por parte de las multinacionales. Un dato relevante es que en 2015, la tasa de reinversión en la región disminuyó, lo que sugiere que las empresas extranjeras optaron por no expandir sus operaciones. Dadas las restricciones cambiarias, se generó un entorno en el que las empresas extranjeras no pudieron repatriar sus ganancias con normalidad y, al mismo tiempo, no encontraron incentivos para reinvertirlas en el país.

Otro aspecto clave de las restricciones cambiarias fue el aumento del riesgo país y la ampliación de las primas de incertidumbre. Dado que el control de cambios generó restricciones a la repatriación de utilidades y distorsionó la formación de precios en el mercado de divisas, los inversores percibieron un mayor riesgo asociado a la economía argentina. Esto se reflejó en el aumento del riesgo país, que pasó de aproximadamente 950 puntos básicos en 2011 a más de 1.400 en 2014, encareciendo el costo del financiamiento externo.

En términos financieros, esto significó que tanto el Estado como las empresas argentinas accedían a créditos únicamente a tasas de interés más altas en los mercados internacionales, lo que dificultó la inversión productiva y la modernización del aparato industrial. En paralelo, la incertidumbre sobre el acceso a divisas llevó a una retracción en las decisiones de inversión privada, afectando tanto el capital extranjero como la inversión local. En este sentido, la política de restricciones cambiarias no solo impactó la cuenta de capital, sino que también elevó los costos de financiamiento de la economía en su conjunto, reduciendo las posibilidades de crecimiento sostenido.

Mientras otras economías de la región lograron atraer capitales con marcos normativos estables y reglas claras, Argentina quedó rezagada, perdiendo oportunidades de desarrollo productivo. En un contexto global donde la inversión se dirige a mercados predecibles y con menor intervención estatal, las políticas que distorsionan la movilidad del capital resultan contraproducentes. Lejos de estabilizar la economía, los controles arbitrarios exacerban la incertidumbre y profundizan las distorsiones estructurales.

## **7. Reflexiones finales**

El análisis de las restricciones cambiarias impuestas en Argentina entre 2011 y 2015 permite concluir que estas políticas no lograron cumplir sus objetivos y, por el contrario, generaron una serie de distorsiones macroeconómicas que comprometieron el crecimiento y la estabilidad financiera del país. Si bien fueron presentadas como una herramienta para preservar las reservas internacionales y contener la volatilidad cambiaria, los resultados evidenciaron efectos adversos en múltiples frentes.

Durante el período analizado, las reservas internacionales cayeron de 52.025 millones de dólares en 2011 a 25.563 millones en 2015, reflejando que la política cambiaria no logró frenar la salida de divisas. En simultáneo, la inflación pasó del 25,2 % en 2012 al 38 % en 2014, lo que demuestra que las restricciones no sirvieron como ancla nominal ni evitaron la aceleración de los precios. La inversión extranjera directa, un componente clave para el desarrollo económico, mostró una fuerte caída en 2014 y 2015 si se descuenta el efecto puntual de la expropiación de YPF, lo que refuerza la idea de que la incertidumbre macroeconómica desincentivó la llegada de capitales.

En el frente comercial, las exportaciones pasaron de 82.981 millones de dólares en 2011 a 56.783 millones en 2015, reflejando no solo el impacto de la caída de los precios internacionales, sino también el desincentivo generado por la brecha cambiaria y la pérdida de competitividad. Las importaciones, por su parte, se redujeron significativamente debido a los controles administrativos, afectando la capacidad productiva de sectores dependientes de insumos importados.

En este contexto, la experiencia argentina refuerza la evidencia teórica y empírica que señala que las restricciones cambiarias, lejos de ser una solución sostenible, tienden a generar ineficiencias que terminan agravando los problemas estructurales. La falta de acceso a divisas impactó negativamente en la inversión y en la previsibilidad de las decisiones económicas, generando un entorno de creciente incertidumbre.

Surge una pregunta inevitable: ¿por qué, a pesar de la experiencia acumulada y de las lecciones que ofrece la historia económica del país, los responsables de la política monetaria siguen recurriendo a medidas que, al final, no parecen cumplir con los objetivos que se buscan? Las restricciones, lejos de ser una solución efectiva, parecen agudizar las distorsiones económicas, multiplicando los desequilibrios que ya existen en la economía. Este fenómeno no es algo aislado, sino que se repite en distintas etapas, como una suerte de ciclo difícil de romper.

La reiteración de estas medidas, que en su momento parecen soluciones inmediatas a problemas urgentes, termina demostrando su ineficacia para abordar los desafíos estructurales de la economía argentina. El problema no es tanto la intención detrás de la política, sino las consecuencias que estas decisiones generan en un entorno económico complejo, donde las distorsiones tienden a multiplicarse.

Más allá del impacto inmediato en el mercado cambiario, las restricciones impuestas entre 2011 y 2015 dejaron una marca duradera en la percepción del riesgo argentino. El aumento del riesgo país y la ampliación de las primas de incertidumbre generaron costos adicionales que persistieron incluso después de que se levantaran las restricciones.

La persistencia en la implementación de este tipo de medidas en la historia económica argentina muestra una tendencia a priorizar soluciones de corto plazo con costos elevados en el largo plazo. Dicha experiencia debería servir como una advertencia clara sobre los riesgos de intervenir en el mercado cambiario sin un marco macroeconómico consistente que respalde la estabilidad de largo plazo.

## **8. Bibliografía**

Ávila, J., Canis, C., Szewach, E., et al (1989). *El control de cambios en Argentina*. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

Badosa, M. (2015). Los controles de cambio en la Argentina: El cepo cambiario.

Calvo, G. A. y Rodríguez, C. A. (1977). *A model of exchange rate determination under currency substitution and rational expectations*. *Journal of Political Economy*, 85(3), 617–625.

Basualdo, E, y Kulfas, M. (2002) “Fuga de capitales y endeudamiento externo en Argentina”, *Realidad Económica*, 173: 76-103.

Bhagwati, J. N. (1978). *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*. National Bureau of Economic Research, Inc <https://EconPapers.repec.org/RePEc:nbr:nberbk:bhag78-1>.

Bona, L.(2018) *La fuga de capitales en la Argentina: sus transformaciones, alcances y protagonistas desde 1976*. FLASCO.

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe). (2016). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2016: Desarrollo productivo y empresarial*. Naciones Unidas.

Diamand, M. (1985). *El péndulo argentino: ¿ hasta cuándo?* Cuadernos del Centro de Estudios de la Realidad Económica.

Gaggero, A., Schorr, M., y Wainer, A. (2014). *Restricción eterna: El poder económico durante el kirchnerismo*. Buenos Aires: Crisis - Futuro Anterior.

Gerchunoff, P y Llach, L, (1998) *El ciclo de la ilusión y el desencanto*.

Kamin, S. (1991). *"Argentina's Experience with Parallel Exchange Rate Markets: 1981-1990"*, Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System

Kiguel, M. y O’Connell, S. A. (1995). *Parallel exchange rates in developing countries*. The World Bank Research Observer.

Kiguel, M. A., Lizondo, J. S., y O’Connell, S. A. (2016). *Parallel Exchange Rates in Developing Countries*. Springer.

Lindauer, David L., 1989. “*Parallel, fragmented, or black? Defining market structure in developing economies*,” *World Development*, Elsevier, vol. 17

Rapoport M., “*El verdadero cepo es otro*”, 2015.

Sturzenegger, F. (2019). Macri's Macro: The meandering road to stability and growth. *Brookings Papers of Economic Activity*, (135).

Sturzenegger, F. y Mosquera, S (2021). *Cepo para principiantes*.