

---

## Una interpretación de las diversas visiones sobre la restricción externa\*

---

*Andrés Asiain*

UBA

andresasiain@gmail.com

*Pedro Gaité*

CENES-UBA

gaitepedro@gmail.com

An interpretation of the different views on external restraint

Uma interpretação das diferentes visões sobre restrição externa

Recibido: 28 de septiembre de 2018

Aceptado: 30 de noviembre de 2018

### Resumen

La restricción externa al crecimiento ha estado en el centro del debate económico argentino a lo largo de décadas. El análisis de sus causas y las propuestas de política económica para superarla dadas por los economistas argentinos han sido muy diversas. En este artículo presentamos un esquema que permite comprender y comparar esas diferentes miradas, tanto teóricas como de programas económicos de gobierno.

**Palabras clave:** restricción externa, desarrollo económico; pensamiento argentino.

**Códigos JEL:** B20, F30, F40.

---

\*- Agradecemos las sugerencias y aportes realizados por Nicolás Zeolla y Estanislao Malic.

## Abstract

The external restriction to growth has been in the center of the Argentinian economic debate through decades. The analysis of its causes and the proposal of economic politics to overcome it, given by the Argentinian economists have been various. In this paper we present a scheme that permits to understand and compare those different views, both theoretical and of economic government programs.

**Keywords:** External restraint, economic development, argentine thought.

**JEL codes:** B20, F30, F40.

## Resumo

A restrição externa ao crescimento está no centro do debate econômico argentino há décadas. A análise de suas causas e as propostas de política econômica para superá-la dadas pelos economistas argentinos têm sido muito diversas. Neste artigo apresentamos um esquema que nos permite entender e comparar essas diferentes visões, tanto teóricas quanto econômicas.

**Palavras-chave:** Restrição externa, desenvolvimento econômico, pensamento argentino.

**Códigos JEL:** B20, F30, F40.

## Introducción

La restricción externa, entendida como el límite al crecimiento económico generado por escasez de divisas, ha ocupado un lugar central en el debate económico argentino y de otras regiones que enfrentaron una problemática similar. En este artículo se propone una presentación simple de las principales visiones dadas por los economistas argentinos, tanto teóricos como los que gestionaron la política económica nacional, al limitante de divisas como freno a la actividad económica. La selección de las diversas visiones no deja de ser relativamente arbitraria y subjetiva; sin embargo, intenta contener las principales ideas y prácticas de política económica con que se abordó la problemática de la restricción externa en la Argentina en los últimos 100 años.

### 1. La restricción externa, un modelo sencillo

Para formalizar las distintas visiones sobre la restricción externa, vamos a simplificar la presentación del balance de pagos<sup>1</sup>. De esa manera, reescribi-

mos la identidad del balance de pagos (BP) de una economía como:

$$(1.1) \quad BP = 0 = p^x X - p^m M - r^* D + \Delta D - F$$

siendo " $p^x X$ " las exportaciones y " $p^m M$ " las importaciones de bienes y servicios, valuadas en divisa; " $r^*$ " la tasa media de rendimientos que devengan los pasivos externos netos de reservas internacionales " $D$ ", " $\Delta$ " su incremento y " $F$ " la fuga de capitales.

Llamando " $E$ " al tipo de cambio nominal (moneda nacional/divisa de referencia) y dividiendo (1.1) por el ingreso nacional valuado en dólares  $\left(\frac{p^y Y}{E}\right)$  obtenemos:

$$\frac{BP E}{Y p^y} = 0 = \frac{(p^x X - p^m M) E}{p^y Y} + \left(\frac{\Delta D_t}{D} - r^*\right) \left(\frac{ED}{p^y Y}\right) - \left(\frac{EF}{p^y Y}\right)$$

Denominando  $s^e = \frac{(p^m M - p^x X) E}{Y p^y}$ ;  $gD = \frac{\Delta D_t}{D}$ ;  $d = \frac{ED}{p^y Y}$  y  $f = \frac{EF}{p^y Y}$ , obtenemos:

$$(1.2) \quad s^e = (gD - r^*) d - f$$

La ecuación (1.2) no es más que el balance entre las transacciones reales y financieras del sector externo. La contrapartida de un déficit de comercio con relación al producto ( $s^e$ ), debe ser un incremento en los pasivos externos netos de reservas en relación al producto ( $d$ ) – para lo que la tasa de incremento de los pasivos externos netos de reservas ( $gD$ ) debe superar los rendimientos que devenga ( $r^*$ ) – tal que supere la fuga de capitales en relación al producto ( $f$ ).

### 1.1 Tasa de crecimiento y déficit comercial externo

El análisis de la cuenta comercial externa de largo plazo requiere describir la evolución de las exportaciones e importaciones. Para representarlo, en términos formales, la función de comportamiento de las exportaciones puede escribirse como:

$$X = E r^\eta Y_x^e$$

donde  $X$  hace referencia a las exportaciones reales,  $E r = \frac{E p^x}{p^y}$  es el tipo de cambio real,  $\eta$  es la elasticidad de las exportaciones en relación al tipo de

1- Algunos de los supuestos del modelo general se relajan al desarrollar las diferentes visiones.

2- Los Pasivos Externos  $F$  son los pasivos externos menos los activos externos, excluyendo de estos últimos al stock de capitales fugados al exterior. La tasa  $r^*$  puede aproximarse como la relación entre las Rentas de Inversión y el stock neto de IED y deuda externa menos las reservas internacionales. No se toman las transferencias corrientes ni la cuenta capital para simplificar la exposición.

cambio real,  $Y_x$  es el ingreso del resto del mundo y  $\varepsilon$  la elasticidad de las exportaciones con relación al crecimiento mundial.

Por otro lado, la función de las importaciones estará dada por:

$$M = Er^\psi Y^\phi$$

donde  $M$  son las importaciones reales,  $\psi$  es la elasticidad tipo de cambio real de las importaciones,  $Y$  es el nivel de actividad de la economía doméstica y  $\phi$  es la elasticidad de las importaciones con respecto al nivel de actividad de la economía local.

Ahora bien para analizar el efecto del crecimiento económico sobre la balanza comercial y así analizar en qué momento se hace operativa la restricción externa, debemos expresar estas ecuaciones en forma dinámica, ya no en niveles. Para eso aplicamos logaritmos a ambos lados de la igualdad y derivamos, obteniendo la siguiente ecuación para las exportaciones:

$$gX = \eta \left( \frac{Er'}{Er} \right) + \varepsilon gY_x$$

donde  $gX$  es la tasa de crecimiento de las exportaciones,  $\left( \frac{Er'}{Er} \right)$  es la tasa de variación del tipo de cambio real y  $gY_x$  es la tasa de crecimiento de la economía mundial. Por otro lado, la nueva ecuación expresando la tasa de crecimiento de las importaciones es la siguiente:

$$gM = \psi \left( \frac{Er'}{Er} \right) + \phi gY$$

donde  $gM$  es la tasa de crecimiento de las importaciones y  $gY$  la tasa de crecimiento de la economía doméstica.

La tasa de variación del tipo de cambio real  $\left( \frac{Er'}{Er} \right)$  no puede ser positiva o negativa en el largo plazo. Si bien el tipo de cambio real puede apreciarse o depreciarse en un momento dado, si esa tendencia se mantiene de forma sostenida se llegaría a un absurdo, es decir, el tipo de cambio real tendería a 0 o a infinito respectivamente, hecho imposible ya que un tipo de cambio real extremadamente elevado desata pujas distributivas que tienden a reducirlo, y uno demasiado bajo presiones de sectores que no pueden competir con la importación y/o un déficit comercial que tienden a incrementarlo. Por esa razón, podemos asumir que  $\left( \frac{Er'}{Er} \right)$  tomará un valor igual a 0 en el largo plazo, anulando todo ese término en la ecuación. De ahí que podamos reescribir la tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones cómo:

$$\begin{aligned} gX &= \varepsilon gY_x \\ gM &= \phi gY \end{aligned}$$

Si los términos de intercambio no tienen una tendencia definida en el largo plazo (los suponemos fijos) y asumiendo para simplificar la matemática que  $p^x = p^m = p^y = E = 1$  y  $m = \frac{M}{M-X}$ , el déficit comercial con relación al PBI ( $gS^e$ ) evoluciona en el tiempo de acuerdo a:

$$gS^e = g \frac{(p^m M - p^x X) E}{Y p^y} = g \frac{(M-X)}{Y} = gM m - gX(m-1) - gY$$

$$gS^e = \phi gY m - \varepsilon gY_x(m-1) - gY = (\phi m - 1) gY - \varepsilon gY_x(m-1)$$

De ello se deriva que el déficit comercial con relación al PBI tenderá a mantenerse constante ( $gS^e=0$ ) siempre que la economía doméstica crezca a la tasa:

$$(1.3) \quad gY_{S^e=0} = \frac{\varepsilon gY_x(m-1)}{(\phi m - 1)} \frac{1}{m} = \frac{\varepsilon gY_x \left( \frac{X}{M} \right)}{\phi - \left( 1 - \frac{X}{M} \right)}$$

La ecuación (1.3) de estabilidad del déficit comercial en relación al producto es una versión de la desarrollada por Moreno-Brid (1998), tomando como constante el tipo de cambio real de largo plazo. Como señala Barbosa-Filho (2001), el cociente  $\frac{X}{M}$  es, a su vez, una relación que depende de la tasa de crecimiento económico (dado que las importaciones dependen de éste), por lo que la ecuación (1.3) puede ser estable o inestable. El análisis de las condiciones de estabilidad muestra que, en el caso relevante para las economías periféricas donde  $\phi > 1$ , si el crecimiento efectivo tiende al permitido por la brecha externa, entonces el cociente  $\frac{X}{M}$  tiende a 1 (Barbosa-Filho, 2001: 388). Nótese que si se asume un balance comercial equilibrado donde  $M = X$ , la ecuación (1.3) puede reescribirse como:

$$(1.4) \quad gY_{BC=0} = \frac{\varepsilon gY_x}{\phi}$$

que es la presentada por Thirwall (1979), también conocida como "ley de Thirwall".<sup>3</sup> Por lo tanto, las condiciones para mantener un déficit comercial sobre el PBI estable en las economías periféricas tienden a ser las mismas condiciones que se requieren para sostener un balance comercial equilibrado.

Del análisis de (1.4) se observa que la tasa de crecimiento que equilibra

3- Véase McCombie (2011) para un repaso de las críticas hechas a la "Ley de Thirwall" y sus modificaciones a lo largo del tiempo, incluyendo las condiciones financieras en la restricción externa.

el balance comercial,  $gY_{BC=0}$ , depende positivamente de la elasticidad de las exportaciones con relación a la economía mundial y de la tasa de crecimiento del resto del mundo, y negativamente de la elasticidad de las importaciones en relación al crecimiento de la economía interna. Este último factor es justamente el que más afecta a las economías periféricas, imponiendo la restricción externa cuando aceleran su tasa de crecimiento. La existencia de cuellos de botella en la producción nacional genera que la elasticidad de importaciones sea elevada y creciente en relación a la tasa de crecimiento de la economía. En la Argentina de las últimas décadas, por ejemplo, esta alcanza valores en torno a 3-4, es decir que por cada punto porcentual que crece la economía las importaciones aumentan un 3-4% (Bus y Nicolini-Llosa, 2007; Zack y Dalle (2014; 2016).

## 1.2 La cuenta financiera de largo plazo

Hemos visto que si una economía crece sistemáticamente por encima de su tasa de crecimiento de largo plazo compatible con el equilibrio comercial, el déficit comercial tiende a incrementar con relación al PBI. De la ecuación (1.2) puede observarse que para financiar indefinidamente un déficit de balance comercial creciente se requiere un incremento sistemático de la tasa de ingreso de capitales por encima de los intereses que devenga (dado un nivel de fuga con relación al producto). Ello implica un crecimiento explosivo de los pasivos externos con relación al PBI, ya que mientras el producto crece a una tasa constante, la tasa de ingreso neto de capitales es creciente en el tiempo. Es decir:

$$\text{Si } gY > gY_{BC=0} \Rightarrow \lim_{t \rightarrow \infty} (s^e) \Rightarrow \lim_{t \rightarrow \infty} gD = \infty \Rightarrow \lim_{t \rightarrow \infty} d = \infty$$

$$\left( \forall f \text{ y } r^* \text{ estables o no negativos} \right)$$

o sea, en el caso de que un crecimiento por encima de la brecha externa comercial reciba financiamiento internacional sostenido en el tiempo, genera una relación creciente entre pasivos externos netos de reservas y el PBI.

Por otro lado, de la ecuación (1.2) se observa que aún si la economía transita un crecimiento con equilibrio comercial,  $gY = gY_{BC=0}$ , ello no garantiza la estabilidad de sus pasivos externos, ya que aun cuando  $s^e = 0$ ,  $gD$  puede ser positiva si debe cubrir las rentas que devengan los pasivos externos ( $r^* d \geq 0$ ) o una determinada dolarización del excedente ( $f \geq 0$ ). De ahí que si  $gD > gY = gY_{BC=0}$ , la relación entre los pasivos externos netos de reservas y el producto ( $d$ ), tiende a incrementarse con el paso del tiempo y, dado

el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, terminaría en una crisis de incumplimiento de deudas. De esa manera, la estabilidad de la relación entre los pasivos externos y el producto requiere como condición que la tasa de crecimiento de este último iguale o sea mayor que la tasa de incremento de los pasivos externos:

$$(1.5) \quad gY \geq gD$$

Por su parte, siguiendo a Barbosa-Filho (2001), la estabilidad de la relación entre los pasivos externos y el producto requiere también que  $\frac{\Delta d}{d} = gD - gY \leq 0$  o bien que  $\Delta d = d gD - d gY \leq 0$  y dado que  $d gD = r^* d + s^e + f$  por (1.2), puede reescribirse como  $\Delta d = s^e + f + (r^* - gY)d \leq 0$ . De ahí que la condición de estabilidad, asumiendo  $s^e$  y  $f$  estables, requiere que la tasa de crecimiento de la economía supere la tasa de pagos que devengan los pasivos externos <sup>4</sup>:

$$(1.6) \quad gY > r^*$$

Por último, aun cuando se satisfagan (1.4), (1.5) y (1.6), siempre que  $s^e + f \geq 0$ , la estabilidad financiera externa requiere también que el incremento de los pasivos externo cubra el exceso de fuga de capitales por sobre el superávit comercial, para lo cual  $(gD - r^*)d \geq s^e + f$ . De ahí se deriva que para todo  $f + s \geq 0$ :

$$(1.7) \quad r^* \leq gD - \frac{(s^e + f)}{d}$$

De esta manera, la tasa de rentas que devengan los pasivos externos netos de reservas ( $r^*$ ) debe ser inferior a la diferencia entre la tasa de incremento de esos pasivos ( $gD$ ) y la relación entre el exceso de fuga de capitales por sobre el superávit comercial y el stock de pasivos externos netos de reservas,  $\frac{(s^e + f)}{d}$ .

Las ecuaciones (1.4), (1.5), (1.6) y (1.7) son cuatro restricciones del balance

4- O bien  $gY = r^*$  con  $s^e \leq 0$  y/o  $f \leq 0$ . Con  $s^e < 0$  y/o  $f < 0$ , con tendencia creciente en el tiempo, pueden aceptarse otras soluciones que aun cuando  $gY < r^*$  tiendan a generar que  $\lim_{t \rightarrow \infty} d = -\infty$ , las mismas requieren que la economía acumule superávits comerciales o reciba transferencias de capitales hasta lograr convertirse en acreedor neto del resto del mundo.

de pagos para el crecimiento de las economías que pueden resumirse en:

$$\frac{\varepsilon gY_x}{\phi} = gY_{BC=0} \geq gY \geq gD \geq gD - \frac{(f + s^e)}{d} \geq r^* \quad \forall f + s^e \geq 0$$

En este sentido, la restricción externa impone que el PBI debe crecer a una tasa menor o igual a la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio comercial de largo plazo, pero a una tasa igual o superior a la que ingresan los capitales externos y las rentas que devengan (que, a su vez, no pueden superar la diferencia entre la tasa de incremento de esos pasivos y la relación entre el exceso de fuga de capitales por sobre el superávit comercial y el stock de pasivos externos netos de reservas).

Téngase en cuenta que dichas condiciones pueden ser incompatibles entre sí. De modo tal que el crecimiento con equilibrio comercial sin una dinámica explosiva de los pasivos externo sólo puede darse si:

$$\frac{\varepsilon gY_x}{\phi} > r^* \text{ o bien } gY_x > r^* \left( \frac{\phi}{\varepsilon} \right)$$

Si se tiene en cuenta que la elasticidad ingreso de las importaciones es mayor en los países periféricos, la relación  $\left( \frac{\phi}{\varepsilon} \right)$  es claramente superior a 1. De ahí que si el crecimiento de la economía mundial  $gY_x$  no supera la tasa a la que devengan rentas los pasivos externos  $r^*$ , en una proporción dada por la mencionada relación de elasticidades  $\frac{\phi}{\varepsilon}$ , las economías periféricas tienden a generar déficits comerciales crónicos, dinámicas explosivas de sus pasivos externos o bajas tasas de crecimiento.

## 2. Las distintas visiones sobre la restricción externa

La limitación externa al crecimiento ha sido una constante de la historia económica argentina. Como otros tantos problemas económicos, las respuestas tanto teóricas como de política económica han sido muy diversas a lo largo de los años. En esta sección intentaremos sistematizar las principales interpretaciones de las causas de la restricción externa y de las posibles soluciones.

### 2.1 La restricción externa y la industrialización

En esta sección se abordarán las visiones que ponen énfasis en la restricción externa como un problema estructural dado por la matriz productiva y la inserción internacional de la economía argentina, que requiere para su

superación la industrialización por sustitución de importaciones, donde el rol que juega la política cambiaria es secundario.

### 2.1.1 Bunge, Prebisch y los gobiernos de Juan Perón (1945-1955)

En los años '20 del siglo pasado, Alejandro Bunge señaló tempranamente el agotamiento del modelo primario exportador para nuestro país. Desde su perspectiva, el nacionalismo económico de las potencias tras el estallido de la Primera Guerra Mundial había terminado con el esquema de división internacional del trabajo surgido bajo la hegemonía liberal británica. La consecuencia era el deterioro de la demanda externa de nuestras materias primas, hecho que imponía un límite externo a nuestra expansión económica (Bunge, 1930).

La respuesta al deterioro de nuestras exportaciones no podía ser recurrir al endeudamiento externo, ya que el incremento de la relación deuda externa-exportaciones empujaría a la economía a una crisis de cesación de pagos. De ahí que tomando las recomendaciones formuladas por List en 1841 para Alemania un siglo atrás, planteara necesario el desarrollo de industrias que sustituyan importaciones en un mercado ampliado a escala sudamericana.

El planteo de Bunge fue parcialmente aplicado por los primeros gobiernos de Juan Perón (1945-1955), cuyo programa de política económica contó en la elaboración con la colaboración de numerosos discípulos de Bunge (Belini, 2014). Esas mismas ideas fueron planteadas a escala regional por otro discípulo del ingeniero. Raúl Prebisch las publicó en el "manifiesto latinoamericano" de la CEPAL, constituyendo de esa manera las bases teóricas del estructuralismo latinoamericano (Prebisch, 1949).

Para presentar las ideas de Bunge y Prebisch, reescribimos la condición de crecimiento con balance comercial equilibrado, levantando el supuesto de términos de intercambio constantes<sup>5</sup>. Para ello planteamos la igualdad dinámica entre las exportaciones e importaciones:

$$g(p^x X) - g(p^m M) = g\left(\frac{p^x}{p^m}\right) + \varepsilon gY_x - \phi gY = 0$$

5- Suponemos que la evolución de los términos de intercambio no afecta las cantidades exportadas e importadas. Ello se debe a que suponemos el precio de los bienes industriales estable y que los términos de intercambio varían sólo para las materias primas que no tienen una elasticidad precio de exportación o de sustitución de importación significativa.

De ahí derivamos la tasa de crecimiento del producto compatible con el equilibrio comercial:

$$(2.1) \quad gY_{BC=0} = \frac{g\left(\frac{p^x}{p^m}\right) + \varepsilon gY_x}{\phi}$$

En el gráfico 2.1, el tipo de cambio real ocupa el eje de las ordenadas y las tasas de crecimiento económico, el de las abscisas. La gráfica es una línea vertical, ya que, bajo la concepción de Bunge y Prebisch, la restricción externa no depende en forma relevante del nivel del tipo de cambio real, sino de condiciones estructurales del comercio mundial. Los puntos a la derecha no son sostenibles en el tiempo, ya que tasas de crecimiento superiores implican déficits comerciales que activan la restricción externa.

Desde la óptica de Bunge y Prebisch, las condiciones económicas internacionales habían generado un deterioro sistemático del precio de las materias primas con relación a los bienes industriales, disminuyendo los términos de intercambio de la periferia  $g\left(\frac{p^x}{p^m}\right) < 0$ . Por su parte, el progreso técnico en los centros y la exportación de sus pautas de consumo hacia la periferia hacía que  $\frac{\varepsilon}{\phi}$  también tuviera una tendencia decreciente. Ambos procesos acentuaban la restricción externa, generando que  $gY_{BC=0}$  se encuentre a la izquierda de la tasa natural  $gY_{pleno\ empleo}$ , que representa la tasa a la que crece la oferta de trabajo anualmente y la que necesita alcanzar una economía para evitar un incremento sistemático del desempleo. La propuesta de desarrollar la industria sustitutiva buscaba reducir la elasticidad del ingreso de las importaciones  $\phi$ , de manera tal que la restricción externa  $gY_{BC=0}$  se desplazara a la derecha, acercándose a  $gY_{pleno\ empleo}$ .

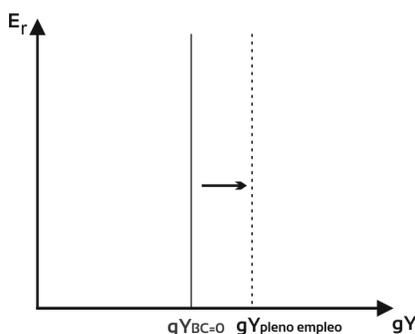


Gráfico 2.1 La restricción externa según Bunge-Prebisch

Desde la perspectiva estructuralista, el desarrollo industrial se justificaba aunque la producción local se realizara a mayores costos que su valor internacional dado que, pese a ser “más costosa”, permitía un incremento del producto global al evitar el desempleo que imponía la especialización primaria exportadora y era, por lo tanto, eficiente desde un punto de vista macroeconómico. Sin embargo, la disminución de la elasticidad ingreso de las importaciones se mostró demasiado compleja de alcanzar, ya que el desarrollo industrial requería de la realización de masivas inversiones con la consiguiente importación de maquinarias y tecnologías. De esa manera, la industrialización sustitutiva generaba un crecimiento volátil marcado por despegues económicos que derivaban en déficits comerciales y devaluaciones contractivas. Eran los ciclos de freno y arranque que describieron Braun y Joy (1968).

### 2.1.2 El desarrollismo

Desde el desarrollismo, corriente de pensamiento que buscó compatibilizar el industrialismo de la periferia con la expansión multinacional del capital norteamericano, se planteó la necesidad de avanzar en las industrias básicas como forma de independizar el crecimiento de las necesidades de importar insumos industriales. Para Frigerio, mentor de esa corriente y mano derecha del presidente Frondizi (1958-1962), el peronismo había alentado una industrialización liviana que dependía de la importación de insumos industriales y energía, hecho que derivaba en la restricción externa al desarrollo<sup>6</sup>.

Esa industrialización liviana era el resultado, según el pensador peronista Arturo Jauretche (1962: 67-68), de la necesidad de compatibilizar industrialización con democracia, hecho que impedía avanzar primero en la industria pesada y requería comenzar por la etapa final, cercana a la satisfacción del consumo de las masas. Sin embargo, para el desarrollismo había una forma de avanzar en una industrialización más profunda sin necesidad de generar un sacrificio del consumo. La solución era financiar el desarrollo industrial mediante el arribo de inversiones extranjeras.

---

6- En realidad el planteo de Frigerio (1967) mezcla el concepto de brecha externa con uno de “insuficiencia de ahorro”, de ahí que su apelación al capital extranjero se justifica en apelar al “ahorro externo” y no a la necesidad de divisas y conocimientos tecnológicos que impone el desarrollo de la industria pesada.

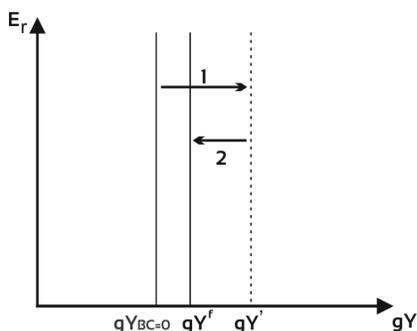


Gráfico 2.2. Desplazamiento de la restricción externa según el desarrollismo

Este gráfico representa la propuesta del desarrollismo. La entrada de capitales externos por IED acrecienta la tasa de crecimiento de equilibrio en el corto plazo, ya que permite financiar con esos dólares que ingresaron un mayor volumen de importaciones y sostener el nivel de actividad industrial (1). Sin embargo, la clave del desarrollismo reside en que buena parte de las divisas que ingresaron se utilicen para transformar la estructura productiva. En ese sentido, el rol del Estado es fundamental ya que debe dar las señales necesarias para que los capitales se inviertan en sectores estratégicos que permitan reducir el déficit comercial. De esa manera, si el país logró reducir su déficit externo permanente por encima de las utilidades que mandan anualmente las empresas trasnacionales,  $\frac{\partial[-s^*]}{\partial d} \geq r^*$ , la tasa de crecimiento de equilibrio puede desplazarse hacia la derecha desde su situación inicial (2).

La experiencia desarrollista tuvo sus altibajos. Si bien logró elevadas tasas de crecimiento y el desarrollo de industrias sustitutas, las multinacionales generaron elevadas importaciones desde empresas vinculadas y una remisión de utilidades que en muchos casos agravaron la brecha externa. Por otro lado, expandieron pautas de consumo de sus países de origen en el mercado local (automóviles), incrementando de esa manera el coeficiente de importaciones implícito en la demanda de consumo de la población (Diamand, 1974).

El debate posterior en torno al desarrollo industrial avanzó hacia la necesidad de construir un sistema científico-tecnológico nacional, que no sólo reduzca las importaciones intensivas en tecnología, sino que también fuera capaz de desarrollar una tecnología acorde a las condiciones de producción y hábitos de consumo nacionales (Sábato, 1975). Ya en el siglo XXI, algunos gobiernos de la región plantearon en su constitución la teoría del "buen vivir", donde el camino del desarrollo requería también la construcción

de una densa cultura nacional, que evitara la importación masiva de pautas de consumo extranjeras (Acosta, 2015).

## **2.2 Tipo de cambio real y brecha externa**

En la sección anterior se desarrollaron visiones donde la brecha externa al crecimiento era generada por factores estructurales, independientes del nivel del tipo de cambio real. Pasemos ahora al estudio de aquellas posiciones que entienden que el nivel del tipo de cambio real es una variable relevante aún en el largo plazo.

### **2.2.1 Conservadurismo agrario y neodesarrollismo**

Para los sectores conservadores y liberales vinculados al sector agropecuario, la restricción externa al crecimiento no era la consecuencia del cambio en las condiciones económicas mundiales que habían agotado el modelo de acumulación basado en la exportación de materias primas. Por el contrario, pensaban que el afán industrialista y redistribucionista de los gobiernos populares había generado una estructura de precios relativos desfavorable para el sector agropecuario. De esa manera, se castigaba al sector competitivo de la economía nacional de acuerdo con sus ventajas comparativas dadas por la abundancia relativa de recursos primarios de nuestro país. Ese sesgo “anti-campo” de la política económica, terminaba deteriorando el crecimiento de las exportaciones generando los déficits comerciales y, por ende, la brecha externa al crecimiento (Gerchunoff y Llach, 2004).

Esa mirada inspiró los planes de estabilización aplicados durante el proceso de industrialización por sustitución de importaciones. Muchos de ellos ejecutados por gobiernos militares, devaluaban la moneda nacional mientras mantenían congelados los salarios en búsqueda de incrementar el tipo de cambio real. De esa manera, buscaban generar una estela de precios relativos favorable al sector primario exportador que permitiera un crecimiento con el balance externo equilibrado. Sin embargo, las devaluaciones generaban efectos distributivos y patrimoniales que derrumbaban la demanda interna e inducían una contracción de la actividad económica. Por otro lado, el impacto del tipo de cambio real elevado sobre la dinámica de las exportaciones no pudo constatarse, ya que el despegue de la actividad en el marco de los ciclos de freno y arranque iba de la mano de una recuperación del salario real y una apreciación del tipo de cambio real (Braun y Joy, 1968).

Ya en pleno siglo XXI, algunos economistas “neodesarrollistas” sostu-

vieron la necesidad de que el tipo de cambio real alto se mantenga estable en el tiempo para tener un impacto positivo sobre el balance comercial de largo plazo (Frenkel, 2006; Frenkel y Ros, 2006). Las ideas detrás del planteo neodesarrollista parten de la hipótesis Balassa y Samuelson, según la cual la productividad de los sectores transables crece en forma más veloz que la de los no transables (Balassa, 1964; Samuelson, 1964). De esa manera, una estela de precios relativos favorable para los sectores transables estimula la realización de inversiones y la expansión económica de sectores con productividad creciente, permitiendo una mayor tasa de crecimiento compatible con el intercambio comercial equilibrado. La experiencia de industrialización con crecimiento acelerado de varios países del sudeste asiático, China e India, donde los salarios en dólares eran significativamente menores a los de los países desarrollados, fue interpretada como una confirmación de la hipótesis neodesarrollista (Rodrik, 2008). El crecimiento a "tasas chinas" con superávit comercial externo durante el mandato de Néstor Kirchner (2003-2007), en el que el tipo de cambio real era elevado, fue interpretado como una nueva evidencia a favor de la hipótesis neodesarrollista (Curia, 2014).

La coincidencia del neodesarrollismo con el conservadurismo agrario es el resultado de extrapolar un análisis surgido del sudeste asiático, China e India a nuestra región, sin considerar las diferencias en su estructura productiva. Específicamente, de no considerar que mientras en esos países, el sector transable competitivo es el industrial, en Argentina lo son el sector agropecuario, minero e hidrocarburífico. De esa manera, la extrapolación de las teorías industrialistas de esos países a nuestra región tal como practica el neodesarrollismo, termina emparentándolos con las posiciones conservadoras asociadas a los intereses primarios exportadores.

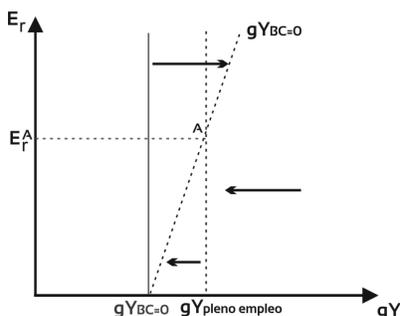


Gráfico 2.3. La restricción externa según el conservadurismo agrario y el neodesarrollismo

Vamos a reescribir las ecuaciones de comportamiento de las exportaciones e importaciones bajo la visión del conservadurismo agrario y los neodesarrollistas:

$$X = Er^\eta Y_x^{\varepsilon(Er)}$$

$$M = Er^\psi Y^{\phi(Er)}$$

donde  $\varepsilon(Er)$  con  $\frac{\partial[\varepsilon(Er)]}{\partial Er} > 0$  y  $\phi(Er)$  con  $\frac{\partial[\phi(Er)]}{\partial Er} < 0$  indican que las elasticidades ingreso de las exportaciones e importaciones dependen ahora del nivel del tipo de cambio real. De esa manera, la tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones, suponiendo un tipo de cambio real fijo en el largo plazo, es:

$$gX = \varepsilon(Er) gY_x$$

$$gM = \phi(Er) gY$$

Así, la tasa de crecimiento compatible con el crecimiento balanceado puede escribirse como:

$$(2.2) \quad gY_{BC=0} = \frac{\varepsilon(Er) gY_x}{\phi(Er)} = f(Er) gY_x \text{ con } \frac{\partial[f(Er)]}{\partial Er} > 0$$

En el gráfico 2.3 se presenta la restricción externa de acuerdo al conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. La pendiente positiva de  $gY_{BC=0}$  indica que a mayor nivel de  $Er$ , mayor es la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio comercial. Como puede observarse, a niveles de tipo de cambio real suficientemente elevados  $Er^A$ , existe la posibilidad de tornar compatible la restricción externa con un crecimiento que garantice el pleno empleo de la mano de obra (A).

Pero tanto para el conservadurismo agrario como los neodesarrollistas, el afán redistribucionista de los gobiernos populares y las presiones sindicales por incrementar los salarios, impiden mantener a la economía en un sendero de elevado crecimiento con tipo de cambio real alto. Siguiendo a Braun y Joy (1968) y Canitrot (1975), puede trazarse una relación negativa entre tasa de crecimiento económico y tipo de cambio real. La hipótesis detrás es una versión de la curva de Phillips para países con restricción externa, a la cual denominaremos curva de Braun-Canitrot<sup>7</sup>. La misma vincula la tasa de desempleo no con la inflación como en los países centrales (Phillips, 1958) –ya que en economías con brecha externa la inflación se produce tanto en momentos de auge como de crisis (Braun y Joy, 1968)–, sino una vinculación

entre tasa de desempleo y tipo de cambio real que indica que cuando la economía va reduciendo su tasa de desempleo, las presiones sindicales por elevar salarios generan una apreciación del tipo de cambio real.

De ahí que las devaluaciones solo son efectivas en términos reales cuando la economía presenta elevadas tasas de desempleo. Si se intenta devaluar en condiciones de bajo desempleo, la consecuencia es un rápido reclamo salarial que genera un traspaso completo de la devaluación a precios acelerando la tasa de inflación (Otero, Cadelli, Carbajal y Cerimedo, 2005).

En términos formales, puede escribirse la curva de Braun-Canitrot como:

$$(2.3) Er = S(gY_{pleno\ empleo} - gY) \text{ con } \frac{\partial [S(gY_{pleno\ empleo} - gY)]}{\partial gY} < 0$$

La curva se presenta en el gráfico 2.4, donde el punto indica el nivel del tipo de cambio real compatible con un crecimiento a la tasa natural de pleno empleo de la mano de obra dado por la curva de Braun-Canitrot.

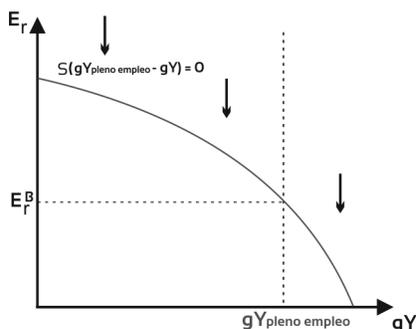


Gráfico 2.4. La curva de Braun-Canitrot

La hipótesis del conservadurismo agrario y el neodesarrollismo es que el tipo de cambio real de pleno empleo compatible con la restricción externa es más elevado que el tipo de cambio real de pleno empleo que describe la curva de Braun-Canitrot:  $Er^A > Er^B$  del gráfico 2.5. En consecuencia, no es posible alcanzar un crecimiento compatible con el pleno empleo de la mano de obra.

7- Los ciclos de freno y arranque, tienen implícita una relación inversa entre nivel de empleo y nivel del tipo de cambio real. Denominar curva Braun-Canitrot a dicha relación es un homenaje a Braun por su desarrollo de un modelo relativamente sistemático de los ciclos de freno y arranque y a Canitrot por su énfasis en la relación inversa salario real-tipo de cambio real en la determinación de la distribución del ingreso para una economía limitada por su disponibilidad de divisas. La validez empírica de dicha relación se encuentra poco trabajada y puede ser una interesante línea para futuras investigaciones.

El punto  $(Er^C; gY^{BC=0})$  del gráfico 2.5 define la tasa de crecimiento máxima alcanzable dada la restricción externa y la curva de Braun-Canitrot de acuerdo al conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. Implícitamente, define también el nivel de salario real que puede maximizar el empleo, dada la restricción externa (Canitrot, 1983).

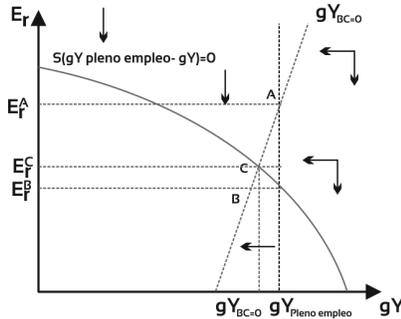


Gráfico 2.5. Tipo de cambio real y crecimiento según el conservadurismo agrario y neodesarrollismo

Puede demostrarse que un tipo de cambio real elevado *ceteris paribus*, implica un salario real bajo (Otero et al., 2005). De esa manera, el sostenimiento de un tipo de cambio real elevado dada nuestra estructura productiva, y sin mecanismos compensatorios implica una fuerte transferencia de ingresos desde los sectores vinculados al mercado interno hacia las rentas del sector primario exportador. Dado que la industria produce centralmente para el mercado interno, la política de tipo de cambio real elevado presenta un sesgo anti-industrial. Una larga tradición en el pensamiento económico (Ricardo, 1960; Olivera, 1962; Reinert, 1996) sostiene que el sector primario es menos dinámico que el industrial<sup>8</sup>. De ser así, el sostenimiento de un tipo de cambio real elevado no sólo genera una distribución regresiva del ingreso, sino que tampoco genera el desplazamiento de la restricción externa que predice el neodesarrollismo.

### 2.2.2 La solución de Marcelo Diamand

El planteo de Marcelo Diamand puede ser interpretado como un intento de reconciliar la aceleración de las exportaciones (industriales) con una más equitativa distribución del ingreso que la implícita en los planteos

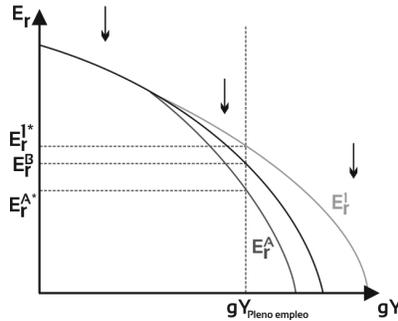
<sup>8</sup>- En la Argentina, autores como Bisang (2011) sostienen que la revolución verde habría modificado esa característica, reforzando el planteo del neodesarrollismo.

del conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. La clave para ello es el establecimiento de tipos de cambio diferenciales, que logren establecer un tipo de cambio real industrial elevado y uno primario bajo. De esa manera el tipo de cambio "equilibra" las diferencias de productividad entre el sector industrial y primario con relación a la estela de precios relativos internacionales, moderando la pérdida de salario real necesaria para desplazar la restricción externa, ya que el salario cae en bienes industriales, pero aumenta en bienes primarios (alimentos y combustibles) respecto a un valor del tipo de cambio intermedio.

Las herramientas para generar esa diferenciación cambiaria son diversas. Probablemente la más utilizada en la Argentina es la de las retenciones, es decir, fijar un tipo de cambio más alto que el que resultaría de la productividad del sector agropecuario y apropiarse de la ganancia extraordinaria a partir de un impuesto. Otro mecanismo propuesto por Diamand era el de los reintegros a la exportación industrial. De esta manera se podía sostener un tipo de cambio más bajo y de todas maneras estimular al sector industrial. Esta alternativa debería combinarse con cierta protección a la industria nacional limitando las importaciones pues, por más que se estimulen las exportaciones si el tipo de cambio es relativamente bajo, se abaratan las mercancías importadas. Por último, Diamand también mencionaba la opción del desdoblamiento del mercado cambiario con un dólar comercial y otro financiero y la negociación en el mercado financiero en porciones variables según el grado de elaboración de las exportaciones industriales. Cada una de esas opciones de política cambiaria tiene diferente impacto fiscal y administrativo, pero todas se encargan de compensar las diferencias entre la productividad relativa del sector primario e industrial y la estela de precios relativos del mercado mundial, característica de la estructura productiva argentina.

El gráfico 2.6 ilustra el impacto del tipo de cambio diferencial sobre la curva de Braun-Canitrot. La misma se desdobra desplazándose hacia abajo y la izquierda para el sector primario y hacia arriba a la derecha para el sector industrial. Esos desplazamientos reflejan el efecto del tipo de cambio diferencial sobre los precios relativos internos, encareciendo los bienes industriales y abaratando los primarios respecto a un valor intermedio de tipo de cambio unificado. El tamaño del desplazamiento de cada curva dependerá de la composición de la canasta de bienes y servicios que conforman el salario real y el impacto en la misma del cambio de los precios relativos generado por el desdoblamiento. De esa manera, el salario real correspondiente a cada nivel de tipo de cambio real y tasa de crecimiento implícito en la curva

Braun-Canitrot se mantiene, pero con una modificación en su composición dado el cambio de los precios relativos que produce el régimen de tipo de cambio diferencial.



**Gráfico 2.6.** La curva de Braun-Canitrot bajo tipo de cambio diferencial

El efecto del tipo de cambio diferencial sobre la brecha externa al crecimiento es ambiguo. Las posiciones industrialistas sostendrán que permite un crecimiento más rápido de las exportaciones y menor de las importaciones, dado que se mantiene el estímulo a la productividad de un mercado interno amplio junto a las señales de precios favorables para el sector. Quienes sostienen que la tasa de expansión del sector primario es sensible a los precios, plantearán que el tipo de cambio diferencial perjudica la expansión del sector afectando el crecimiento de las exportaciones. Para simplificar la presentación, asumiremos que ambos efectos se compensan de manera que el desdoblamiento cambiario no modifica la restricción externa respecto a una política de tipo de cambio unificado, en el corto plazo.

En el largo plazo, una de las virtudes que tendría el desdoblamiento del tipo de cambio es incentivar la actividad industrial, lo que permitiría reducir la dependencia de importaciones en este sector, y eventualmente aumentar las exportaciones. De esta manera, relajaría la restricción externa.

El gráfico 2.7 muestra un tipo de cambio diferencial que permite alcanzar la tasa de crecimiento con pleno empleo y equilibrio comercial. La clave para lograrlo es el desplazamiento hacia arriba y la derecha de la curva de Braun-Canitrot al compensar el impacto de la suba del tipo de cambio real industrial sobre el salario real, mediante un abaratamiento de los bienes primarios (alimentos y combustibles) a través de un tipo de cambio real agrícola bajo. Como puede observarse en el gráfico, si la recta  $gY^{BC=0}$  no sufre desplazamientos pronunciados hacia la izquierda, el tipo de cambio diferencial permite alcanzar tasas de crecimiento superiores a una política

de tipo de cambio unificado (el punto A se encuentra a la derecha del C).

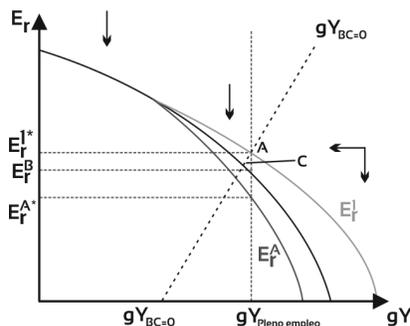


Gráfico 2.7. Tipo de cambio real y crecimiento según Diamond

Sin embargo, la política de establecer tipos de cambio diferenciales no está exenta de dificultades, tanto por la resistencia de sectores primarios al establecimiento de un tipo de cambio bajo para el sector, como por las dificultades administrativas que pueden generar algunas de las formas de administración de los tipos de cambio diferenciales.

### 2.3 Las visiones sobre la estabilidad financiera externa

Las distintas visiones sobre la restricción externa que repasamos hasta el momento hacen hincapié en la balanza comercial de la economía como su determinante de largo plazo. Ahora intentaremos sumergirnos en los aspectos financieros de largo plazo del balance de pagos y las distintas posiciones al respecto.

Existen fuertes vínculos entre la condición de equilibrio comercial externo y la estabilidad de largo plazo de la cuenta financiera del balance de pagos. Tal como señalamos en el apartado 2.2, sostener déficits comerciales crecientes respecto al PBI genera un incremento de los pasivos externos con relación al producto, es decir, un crecimiento por encima del que permite la brecha externa sostenido en el tiempo, requiere una acumulación creciente de pasivos externos en relación al producto.

El funcionamiento de los mercados financieros indica que, salvo flujos de capital explicados por causas extra-económicas (geopolíticas, por ejemplo), una relación creciente entre pasivos externos y PBI en la economía es insostenible en el largo plazo, derivando tarde o temprano en una crisis de cesación de pagos de la deuda externa.

De esa manera, se establece un vínculo directo entre las distintas

visiones de la restricción externa que se centran en el balance comercial desarrolladas anteriormente y la estabilidad financiera. Es decir, las políticas sugeridas por las distintas interpretaciones de la restricción externa para su desplazamiento son, a su vez, una condición para lograr la estabilidad de las variables financieras externas en el largo plazo, evitando una acumulación creciente de pasivos externos netos en relación al producto.

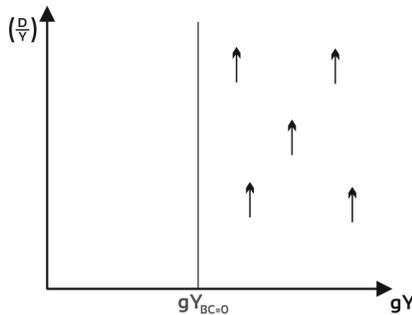


Gráfico 2.8. Saldo comercial y estabilidad financiera externa

Para ilustrar esa vinculación, en el gráfico 2.8 se presenta en el eje de las ordenadas la relación pasivos externos netos de reservas y el PBI ( $D/Y$ ). Nótese que a diferencia de  $d$ , la relación ( $D/Y$ ) no toma en cuenta el impacto de cambios en el tipo de cambio en relación a los precios internos ( $\frac{E}{P^*}$ ). El efecto del tipo de cambio real sobre la relación pasivos externos-producto será considerado más adelante.

En el eje de las abscisas representamos la tasa de crecimiento de la economía,  $gY$ . La restricción externa  $gY_{BC=0}$ , se presenta como una recta ya que no depende del nivel de  $D/Y$ . Las flechas en dirección ascendente a la derecha de  $gY_{BC=0}$  indican que el crecimiento por encima de la brecha externa sólo es posible mediante la acumulación de crecientes pasivos externos en relación al producto.

Las distintas políticas para desplazar la brecha externa desarrolladas en los apartados anteriores, implican desplazamientos hacia la derecha de la recta  $gY_{BC=0}$  en el gráfico (2.8), de manera tal que mayores tasas de crecimiento son compatibles con la estabilidad financiera de largo plazo.

Otra condición de estabilidad financiera de largo plazo dada por (1.6), señalaba que la economía debe crecer a una tasa superior que la tasa de rentas que devengan los pasivos externos netos:  $gY > r^*$ . Las condiciones para relajar esa restricción dan lugar a diversas interpretaciones sobre los determinantes de  $r^*$ .

### 2.3.1 El neoliberalismo financiero

Las visiones liberales vinculadas a los intereses financieros que conforman el monetarismo global (Johnson, 1972; Laidler, 1975 y Frenkel, 1976) inspiraron políticas económicas en la Argentina como las implementadas como la tablita cambiaria de Martínez de Hoz, la convertibilidad de Cavallo o el más reciente ensayo económico del gobierno de Mauricio Macri. Estas visiones suelen asumir que las economías periféricas pueden acceder a crecientes flujos de capital externo sin que ello genere modificaciones en las condiciones crediticias. El supuesto de “país pequeño” con que suelen elaborar sus modelos implica que la tasa de financiamiento internacional es independiente del volumen de crédito que se tome. Asumiendo fijo el tipo de cambio real (dado por la paridad de precios internacionales para esta corriente de pensamiento), en el gráfico 2.9 se presenta la restricción  $gY > r^*$  como una recta independiente de “D/Y”. Los puntos a la izquierda de  $r^*$  se corresponden con una dinámica insustentable de los pasivos externos, hecho que muestran las flechas con dirección ascendente.

Para esta visión, la tasa de crecimiento está determinada por la disponibilidad de factores productivos y el estado de la tecnología. Si se aplican políticas de desregulación de los mercados de factores, se podrá alcanzar el crecimiento de pleno empleo  $gY_{\text{pleno empleo}}$ . Ese crecimiento será compatible con el equilibrio comercial de largo plazo  $gY_{BC=0}$  (en el corto la periferia tendrá un déficit financiado por la atracción de capital que genera la mayor productividad del capital en esa región dada su escasez relativa), siempre que no se implementen políticas fiscales expansivas que generen un exceso de absorción interna.

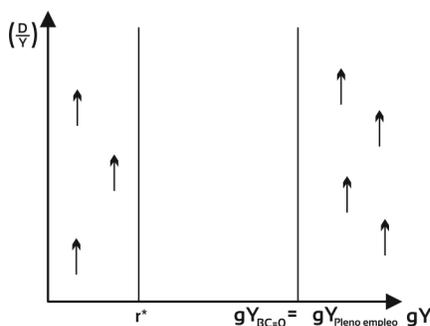


Gráfico 2.9. Estabilidad financiera externa según neoliberalismo financiero

Los puntos entre las dos restricciones,  $r^* \leq gY \leq gY_{(BC=0)} = gY_{\text{pleno empleo}}$ , permiten un crecimiento con estabilidad financiera de largo plazo. La tarea de los gobiernos es implementar “buenas prácticas de política económica” (presupuestos equilibrados, baja inflación, seguridad jurídica, etc.), para acceder a elevadas calificaciones crediticias que le permitan disminuir  $r^*$ . Los gobiernos populistas que no generan confianza de los inversores internacionales, recibirán malas calificaciones de las agencias crediticias empujando  $r^*$  hacia la derecha, restringiendo el crecimiento compatible con la estabilidad financiera hasta tornarlo imposible:  $r^* > gY_{BC=0}$ . Algunos autores destacan que factores externos como la política monetaria de los centros y eventos de crisis en mercados similares que se “contagian” a los países periféricos, pueden generar variaciones bruscas de  $r^*$  hacia la derecha, contribuyendo a generar dinámicas insustentables de los pasivos externos netos aún bajo gobiernos que aplican “buenas prácticas de política económica” (Calvo, 2002).

### 2.3.2 Del vivir con lo nuestro de Ferrer a las crisis de freno repentino

Las prácticas habituales de los mercados financieros señalan que aun cuando un país sea relativamente pequeño con relación al mercado financiero mundial, su costo de acceso al crédito no es independiente de su nivel de endeudamiento. Ello es así por la existencia de regulaciones en torno a la concentración de crédito en un determinado deudor y el incremento del riesgo en caso de incumplimiento que implica, hecho que es trasladado al deudor como un incremento en el costo de financiamiento y, llegado cierto nivel crítico de  $D/Y$ , en un racionamiento del crédito (Stiglitz y Weiss, 1981). De la misma manera, la existencia de incertidumbre respecto a la sostenibilidad de un determinado valor del tipo de cambio esperado al evaluar el rendimiento de las inversiones en la periferia, se traduce en un incremento del riesgo y de las tasas de interés a medida que se incrementa el nivel de pasivos externos de una economía (Frenkel, 1982). Tomando ello en consideración se puede establecer que la tasa de rentas que devengan los pasivos externos netos es una función de la relación entre éstos y el PBI:  $r^*(d)$  con  $\frac{\partial[r^*(d)]}{\partial d} > 0$

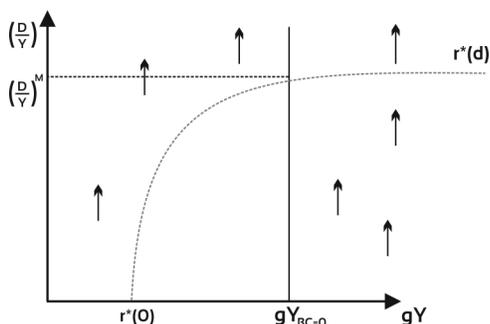


Gráfico 2.10. Desendeudamiento y estabilidad financiera

En el gráfico 2.10 se presenta  $r^*(d)$ . Para valores bajos de  $d$ , la tasa  $r^*$  permanece relativamente constante. Sin embargo, llegado cierto nivel de  $\left(\frac{D}{Y}\right)$ ,  $r^*$  se torna creciente y al alcanzar cierto umbral crítico  $\left(\frac{D}{Y}\right)^M$  comienza el racionamiento del crédito por lo que  $r^*(d)$  se torna horizontal. Los puntos a la izquierda y sobre  $r^*(d)$ , generan dinámicas insustentables de incremento en los pasivos externos, hecho que se representa mediante flechas en dirección ascendente respecto al eje de las ordenadas. Como puede observarse, entre  $r^*(0)$  y  $gY_{BC=0}$ , se encuentra un espectro de tasas de crecimiento que pueden derivar en dinámicas financieras sostenibles o insustentables, dependiendo del nivel de pasivos externos netos respecto al producto del que partan.

En ese sentido, las recomendaciones de “vivir con lo nuestro” de Ferrer (1983) y prácticas de política económica de desendeudamiento externo como las del kirchnerismo, pueden interpretarse como búsquedas de reducir  $\left(\frac{D}{Y}\right)$  para ampliar el espectro de tasas de crecimiento compatibles con dinámicas financieras externas sostenibles. Un ejemplo de ello se presenta en la trayectoria entre los puntos D y K del gráfico 2.11.

La relación entre pasivos externos netos y el PBI no depende únicamente de la tasa de incremento de los pasivos externos netos y del PBI, sino también del nivel del tipo de cambio en relación a los precios internos:  $d = \left(\frac{E}{p^i}\right)\left(\frac{D}{Y}\right)$ . Un tipo de cambio real  $E_r$  más elevado tiende a elevar  $d$ , mientras que un tipo de cambio real bajo tiende a disminuirlo.

De ello se desprenden lecciones relevantes para la política económica. Por ejemplo, asumamos que  $gY_{BC=0} = f(E_r)$  con  $\frac{\partial [f(E_r)]}{\partial E_r} > 0$ , tal como sostiene el conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. La política de incrementar  $gY_{BC=0}$  mediante el establecimiento de un tipo de cambio real elevado, gen-

era un incremento de  $d$  que podría arrojar a la economía hacia una dinámica financiera externa insustentable. Esa posibilidad se ilustra en la gráfica No 2.11, en la cual el eje de las ordenadas continúa representando diferentes valores de  $D/Y$  para niveles fijos del tipo de cambio real. Por ello, el desplazamiento de las curvas representa el impacto de la suba del tipo de cambio real sobre  $r(d)$  y  $gY_{BC=0}$ . Como puede observarse, si la economía se encontraba inicialmente en el punto  $D$ , pasa de ser insustentable financieramente por sus déficits comerciales, a serlo por el incremento relativo de sus pasivos externos que genera el mayor valor real de la divisa y su impacto sobre la tasa de rentas que devengan los mismos.

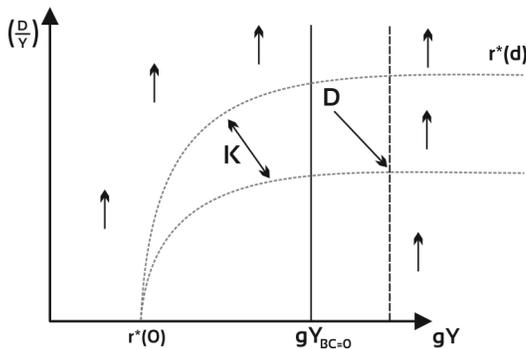


Gráfico 2.11. Incremento del tipo de cambio real y efecto balance contable

El efecto “balance contable” de las variaciones del tipo de cambio real sobre los pasivos externos netos de una economía en relación al producto, fue utilizado por Krugman (1999) para explicar las crisis de balances de pagos que sufrieron variados países del sudeste asiático hacia finales de los noventa del siglo pasado. Economías con los mismos fundamentos pasaban de ser “exitosas” y recibir cuantiosas inversiones, a países “fracasados” que caían en cesación de pagos ante eventos que sucedían en los mercados financieros alejados y que las contagiaban.

La clave estaba en que los movimientos internacionales de capitales de corto plazo motivados por esos “efectos contagio”, generaban fluctuaciones pronunciadas del tipo de cambio real, produciendo bruscas variaciones en la situación patrimonial de las empresas y el Estado endeudados en moneda extranjera. Esa explicación fue extendida para dar cuenta de crisis en otras economías emergentes, incluyendo la crisis de la convertibilidad en Argentina (1998-2002), denominándolas sucesos de “freno repentino” (Calvo, 2002).

Ese tipo de situación se representa en el punto K del gráfico precedente, donde una economía con los mismos fundamentos reales (en este caso con superávits comerciales), puede ser financieramente sustentable o insustentable de acuerdo al nivel del tipo de cambio real y su efecto balance contable (cambios en  $d$ ) y el impacto que ello genera en los costos del financiamiento internacional (desplazamiento de  $r(d)$ ).

### 2.3.3 Fuga de capitales y deuda externa

Las economías que dolarizan parte de su excedente, presentan una relación de largo plazo positiva entre la fuga de capitales y su nivel de ingresos:  $f = \left(\frac{F}{Y}\right)\left(\frac{E}{P^*}\right) > 0$ . Ello incorpora una restricción para la estabilidad financiera externa (1.7) que podemos reescribir como  $d \geq \frac{(s^e + f)}{(gY - r^*)}$  y dado que por (1.6)  $gY_{d_t=d} \geq gD$ , entonces se satisface cuando:

$$(2.4) \quad d \geq \frac{(s^e + f)}{(gY - r^*)} \text{ para todo } s^e + f \geq 0 .$$

Es decir, se requiere un determinado nivel de pasivos externos netos de reservas sobre el producto ( $d$ ), cuya tasa de incremento por encima de las rentas que devenga ( $gD - r^*$ ) permita cubrir las necesidades de divisas que impone el exceso de fuga de capitales por sobre el superávit comercial ( $s^e + f \geq 0$ ).

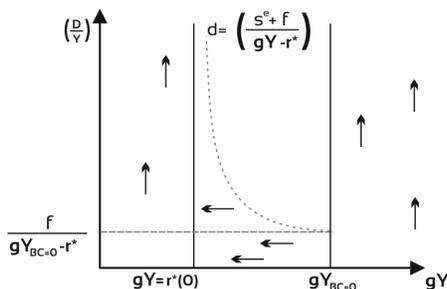


Gráfico 2.12. Fuga de capitales y endeudamiento externo

Para facilitar la presentación de esta nueva restricción en la gráfica 2.12 tomamos a  $r^*$  como independiente de  $d$  y representaremos (2.4) asumiendo que se cumplen las condiciones para que  $\frac{\partial d}{\partial gY} < 0$ .<sup>9</sup> Los puntos por debajo de la curva  $\frac{(s^e + f)}{(gY - r^*)}$  no permiten cubrir la demanda de divisas que genera el exceso de fuga de capitales por sobre el déficit comercial.

9- Que se satisface siempre que  $\frac{\partial s^e}{\partial gY} < \frac{(s^e + f)}{(gY - r^*)}$

La curva restricción (2.4) genera una interpretación interesante del hecho empírico de la economía argentina de una relación positiva de largo plazo entre endeudamiento externo y fuga de capitales (Basualdo y Kulfas, 2000). Esa relación es una condición necesaria en una economía que dolariza una porción de su excedente y obtiene vía endeudamiento externo las divisas necesarias para ello.

## Conclusiones

En este artículo presentamos una interpretación de las principales visiones dadas por los economistas argentinos, tanto teóricos como los que gestionaron la política económica nacional, al limitante de divisas como restricción del crecimiento económico. El debate sobre la restricción externa es de plena actualidad y continúa abierto; esperamos que esta breve revisión de las principales visiones sobre la problemática en los últimos 100 años sirva como insumo a quienes se encuentran elaborando nuevos aportes prácticos y teóricos en pos de su superación.

## Referencias bibliográficas

- Acosta, A. (2015). El Buen Vivir como alternativa al desarrollo. Algunas reflexiones económicas y no tan económicas. *Política y Sociedad*, 52(2), 299-330.
- Balassa, B. (1964). The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72, 584-596.
- Barbosa-Filho, N. H. (2001). The balance-of-payments constraint: from balanced trade to sustainable debt. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, 54(219), 381-400.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en Argentina. *Realidad Económica*, (173), junio-agosto.
- Belini, C. (2014). *Convenciendo al capital. Peronismo, burocracia, empresarios y política industrial, 1943-1955*. Buenos Aires: Imago Mundi.
- Bisang, R. (2011). Agro y recursos naturales en Argentina: ¿enfermedad maldita o desafío a la inteligencia colectiva? *Boletín Informativo Techint*, (336), septiembre-diciembre.
- Braun, O. y L. Joy (1968). A model of economic stagnation: a case study of the Argentine economy. *The Economic Journal*, 78(312), 868-887.
- Bunge, A. (1930). *La Economía Argentina*. Buenos Aires. 4 volúmenes.
- Bus, A. y J. Nicolini-Llosa (2007). *Importaciones de Argentina, una estimación econométrica*. XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.

Calvo, G. A. (2002). Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets. *Economía*, 2(2), 1-29.

Canitrot, A. (1975). La experiencia populista de redistribución de ingresos. *Desarrollo Económico*, 15(59), 331-351.

Canitrot, A. (1983). El salario real y la restricción externa de la economía. *Desarrollo Económico*, 23(91), 423-427.

Curia, E. (2014). *El quiebre del modelo macroeconómico de desarrollo 2003-2007 y la incertidumbre hacia el futuro: la "Sombra" del péndulo Argentino*. Buenos Aires: Dunken.

Diamand, M. (1974). *Doctrinas Económicas, Desarrollo e Independencia*. Buenos Aires: Paidós.

Ferrer, A. (1983). *Vivir con lo nuestro*. Buenos Aires: El Cid Editor.

Frenkel, J. (1976). Adjustment Mechanisms and the Monetary Approach to the Balance of Payments: A Doctrinal Perspective. En E. Classen y P. Salin (eds.) *Recent Issues International Monetary Economics*. New York: American Elsevier.

Frenkel, R. (1982). Mercado Financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital. *Desarrollo Económico*, 22(87).

Frenkel, R. (2006). An alternative to inflation targetting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 573-591.

Frenkel, R. y Ros, J. (2006). Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America. *World Development*, 34(4), 631-646.

Frigerio, R. (1967). *Estatuto del subdesarrollo: las corrientes del pensamiento económico argentino*. Buenos Aires: J. Álvarez.

Gerchunoff, P. y Llach, L. (2004). *Entre la equidad y el crecimiento. Ascenso y caída de la economía Argentina, 1880-2002*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.

Jauretche, A. (1987). *Política y economía*. Buenos Aires: Peña Lillo. Trabajo original publicado en 1962.

Johnson, H. (1972). The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (7), p.1555-1572.

Krugman, P (1999). Balance Sheets, the ransfer Problem and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4), 459-472.

Laidler, D. (1975). *Essays on money and inflation*. Chicago: Chicago University Press.

McCombie, J. S. (2011). Criticisms and Defences of the Balance-of-payments Constrained Growth Model: some old, some new. *PSE Quarterly Review*, 64(259), 353-392.

Moreno-Brid, J. C. (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2), 283-298. doi: 10.1080/01603477.1998.11490194

Olivera, J. H. G. (1962). Equilibrio monetario y ajuste internacional. *Desarrollo Económico*, 2(2), 45-60.

Otero, G., Cadelli, M., Carbajal, R., y Cerimedo, F. (2005). *Explorando los determinantes del traslado a precios*. Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires. Recuperado de: <http://www.ec.gba.gov.ar/prensa/Archivos/Julio2005.pdf>

Samuelson, P. (1964). Theoretical Notes on Trade Problems. *Review of Economics and Statistics*, 23, 145-154.

Phillips, A.W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica New Series*, 25(100), 283-299.

Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. Santiago de Chile: CEPAL. Recuperado de: [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40010/4/prebisch\\_desarrollo\\_problemas.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40010/4/prebisch_desarrollo_problemas.pdf)

Reinert, E. (1996). El rol de la tecnología en la creación de países ricos y pobres: el subdesarrollo en un sistema schumpeteriano. En D. Aldcroft y C. Ross (eds.) Rich Nations - Poor Nations. *The Long Run Perspective*. Aldershot: Edward Elgar.

Ricardo, D. (1960). Ensayo sobre las utilidades. En D. Ricardo *Folleto y artículos*, 1815-1823 (pp. 1-17). México: FCE. Trabajo original publicado en 1815.

Rodrik, D. (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 39(2), 365-412.

Sábato, J. (1975). *El pensamiento latinoamericano en la problemática ciencia-tecnología-desarrollo-dependencia*. Buenos Aires: Paidós.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.

Thirwall, A. P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate difference. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32(128), 45-53.

Zack, G. y D. Dalle (2014). Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿una limitación para el crecimiento? *Revista Argentina de Economía Internacional*, (3), octubre. Recuperado de: <http://www.cei.gov.ar/userfiles/RAEI%20n3%20-%20nota2.pdf>

Zack, G. y D. Dalle (2016). Elasticidades de comercio exterior de la Argentina (segunda parte): desagregación por socio comercial. *Revista Argentina de Economía Internacional*, (5), febrero. Recuperado de: <http://www.cei.gov.ar/userfiles/RAEI%205%20-%20articulo%201.pdf>