

Florencia MÉDICI
Editora

DISCUSIONES SOBRE EL TIPO DE CAMBIO

El eterno retorno de lo mismo



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE MORENO

**Discusiones sobre el tipo de cambio.
El eterno retorno de lo mismo**

UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO

Rector

Hugo O. ANDRADE

Vicerrector

Manuel L. GÓMEZ

Secretaria académica

Roxana S. CARELLI

Secretaria de Investigación, Vinculación Tecnológica y Relaciones Internacionales

Adriana M. del H. SÁNCHEZ

Secretaria de Extensión Universitaria

V. Silvio SANTANTONIO a/c

Secretaria de Administración

Graciela C. HAGE

Secretario Legal y Técnico

Guillermo E. CONY

Secretario General

V. Silvio SANTANTONIO

Consejo superior

Autoridades:

Hugo O. ANDRADE

Manuel L. GÓMEZ

Jorge L. ETCHARRÁN

Pablo A. TAVILLA

Roberto C. MARAFIOTI

Consejeros

Claustro docente:

M. Beatriz ARIAS

Adriana A. M. SPERANZA

Cristina V. LIVITSANOS (s)

Adriana M. del H. SÁNCHEZ (s)

Claustro estudiantil

Lucía E. FERNANDEZ

Cecilia B. QUIROGA

Claustro no docente

Carlos F. DADDARIO

Discusiones sobre el tipo de cambio. El eterno retorno de lo mismo

Florencia Médici
Editora



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE MORENO

Discusiones sobre el tipo de cambio : el eterno retorno de lo mismo / Florencia Médici ... [et al.] ; editado por Florencia Médici. - 1a ed. - Moreno : UNM Editora, 2017.

314 p. ; 21 x 15 cm. - (Biblioteca de economía)

ISBN 978-987-3700-67-5

1. Economía. I. Médici, Florencia II. Médici, Florencia , edit.
CDD 330

Departamento de Economía y Administración
Director-Decano: Pablo A. TAVILLA

Colección: Biblioteca de Economía
Director: Pablo A. TAVILLA y Alejandro L. ROBBA.

1a. edición: octubre 2017
© UNM Editora, 2017
Av. Bartolomé Mitre 1891, Moreno
(B1744OHC), prov. de Buenos Aires, Argentina
(+54 237) 425-1619/1786, (+54 237) 460-1309,
(+54 237) 462-8629,
(+54 237) 466-1529/4530/7186, (+54 237)
488-3147/3151/3473
Interno: 154
unmeditora@unm.edu.ar
<http://www.unm.edu.ar/editora>

ISBN (edición impresa): 978-987-3700-67-5

La edición en formato digital de esta obra se encuentra disponible en: <http://www.unm.edu.ar/repositorio/repositorio.aspx>

La reproducción total o parcial de esta obra está autorizada a condición de mencionarla expresamente como fuente, incluyendo el título completo del trabajo correspondiente y el nombre de su autor.

ISBN (edición digital): 978-987-3700-72-9

UNM Editora

Consejo Editorial

Miembros ejecutivos:

V. Silvio SANTANTONIO (presidente)
Roxana S. CARELLI
Adriana M. del H. SÁNCHEZ
Jorge L. ETCHARRÁN
Pablo A. TAVILLA
Roberto C. MARAFIOTI
L. Osvaldo GIRARDIN
Pablo E. COLL
Alejandro A. OTERO
Florencia MEDICI
Adriana A. M. SPERANZA
María de los Ángeles MARTINI

Miembros honorarios:

Hugo O. ANDRADE
Manuel L. GÓMEZ

Dirección de Comunicación Institucional

Ana C. LÓPEZ

Departamento de Asuntos Editoriales

Pablo N. PENELA

Staff:

R. Alejo CORDARA (arte)
Josefina DARRIBA (¡a! Design)
Sebastián D. HERMOSA ACUÑA
Cristina V. LIVITSANOS
Daniela A. RAMOS ESPINOSA

Este libro se terminó de imprimir en diciembre de 2017 en los talleres de OFINSUMOS S.A. Tucumán 978 1°C.A.B.A.

Libro de edición argentina
Queda hecho el depósito que marca la Ley 11.723



Libro
Universitario
Argentino



Presentación

*“..sentirse menos enredados en la
improbabilidad chirle de las cosas”
(Juan José Saer, El Entenado)*

Con esta publicación, y a través de lo que proponen los autores participantes, avanzamos en la concreción de propósitos vinculados a lo que interpretamos como un aspecto de la misión universitaria: reflexionar, generar conocimientos y compartirlos, aportar pensamiento que coincida con las necesidades propias de su tiempo, de su lugar de vida. Y más ambición aún, porque no, que pueda servir para inspirar la eficacia de la acción tendiente a mejorar el mundo.

Contamos esta vez con valiosas contribuciones de docentes e investigadores que no sólo pertenecen a la Casa. Intentamos también crear y ampliar espacios estimulantes y amigables para la reflexión, la imaginación, el intercambio y la socialización de saberes y la búsqueda de respuestas a los desafíos de nuestra época.

Mucho mejor aún si, como es el caso de este trabajo colectivo, logramos el plus de arriesgar con propuestas de miradas diferentes a lo que más abunda, en la búsqueda de explicaciones más adecuadas en materia de economía política.

Para mejorar el mundo necesitamos también un acompañamiento desde las ideas. La formación universitaria debe estar a la altura del momento histórico contribuyendo a hacer inteligible lo que sucede, a nombrar aspectos de la realidad y a lograr mejores políticas, comportamientos sociales e instituciones económicas favorables a nuevas y mejores respuestas a los problemas contemporáneos.

Tenemos que asumir la tarea de romper esa especie de confluencia hacia una trampa de “eterno retorno” en relación con la vida política y con el funcionamiento de la economía nacional. Sólo en la naturaleza las cosas se pueden reiterar, no en el mundo de los humanos de carne y hueso que, aún con condicionantes estructurales, no dejan de hacer la historia y construir nuevos mundos.

La UNM pretende constituirse en un ámbito de puertas abiertas al debate con la necesaria pluralidad real de enfoques y voces en materia de economía política. Partimos de no estar satisfechos con el estado de situación en la disciplina. Fundamentalmente, a partir del abrumador predominio del pensamiento marginalista o neoclásico que sigue moldeando mentes en la mayoría de los centros académicos; con sus esquemas, corsés y reduccionismos varios y cuyo alcance desmesurado hasta coloniza el sentido común y, así, abona el campo para la hegemonía política y cultural neoliberal.

Sabemos que el neoliberalismo, con sus propuestas de políticas no es un modelo de desarrollo ni siquiera para los países centrales. El magro desempeño en materia de crecimiento económico y el brutal aumento de las desigualdades son evidencias fácilmente constatables desde el giro que implicó en la década de 1980. Se trata de un proyecto político y cultural que ha conjugado muy bien con las abstracciones reduccionistas, irreales y negadoras del “barro” de la vida económica y social a que conduce la tradición teórica marginalista o neoclásica.

En la UNM nos proponemos enriquecer las perspectivas de análisis en temáticas económicas como las abordadas por este texto, desde el reconocimiento en, y a partir de, valiosos legados que no tienen la suficiente presencia en aulas y laboratorios de investigación y producción académica: poskeynesianos, kaleckianos, estructuralistas, economía clásica y su crítica.

Esta publicación se centra particularmente en el intento de echar alguna luz y a dimensionar problemáticas que se vinculan a los alcances e implicancias de los movimientos de ciertos precios relativos. En especial, se trata de poner algo de orden en relación con el desmedido lugar de “centro de escena” y de obstinada permanencia que

tiene la consideración del tipo de cambio, de sus usos y de la política cambiaria en nuestro país. La discusión sobre los determinantes y sobre los efectos y alcances de los movimientos en las cotizaciones de divisas o tipo de cambio, en un contexto de capitalismo periférico. Integrante pleno de un sistema mundial con fuerte gravitación de las finanzas y, a la vez, con una imperiosa necesidad de poner en marcha un proyecto de desarrollo nacional.

Esperamos con este texto cumplir - aunque más no sea en dar un paso adelante - con el propósito de hacer de la formación y reflexión en economía política algo diferente a la mera “literatura de evasión” o a la justificación y naturalización del orden existente. Cumplir con nuestras expectativas de, al menos, haber corrido un poquito el ángulo desde donde enfocamos para tener una mejor y más rica mirada sobre distintos aspectos de la economía política nacional y el mundo.

Entendemos que siempre es necesaria cierta mediación teórica, cierto mapa o cartografía, que aporte a la orientación de la acción política, tanto en el campo de las luchas de poder como en el debate sobre problemas prioritarios y políticas económicas.

Aún cuando invitamos a no caer en ese exceso de confianza tan frecuente en los discursos profesoriales, tampoco se trata de dejarse tomar por los tiempos cortos y neuróticos de las coyunturas y los vaivenes políticos y mucho menos por la seducción de cierto anti-intelectualismo demagógico que hace su contribución a los voluntarismos inocuos y las cegueras y encerronas que terminan también llevando agua al molino del fatalismo en relación con el *status quo*.

Confiamos en que lo que sigue no defraudará intereses y expectativas. Los autores son especialistas muy valiosos que vienen trabajando en los temas que tratan, hay rigor argumental y respaldo empírico en lo que se postula. No podemos ni queremos disimular la inmensa satisfacción que nos da el que hayan aceptado participar de esta propuesta de nuestra Editorial. Nuestro agradecimiento a todos.

Nos parece que estas contribuciones representan lo que pretendemos en materia de reflexión serena y profunda. Esa que intenta

superar críticamente las reducciones, las simplificaciones, los recortes, las frases superficiales pero efectistas, la abstracción lejana del piso, las manipulaciones. Nos pareció bien salir en estas condiciones.

Octubre de 2017
Pablo A. TAVILLA
Director-Decano
Departamento de Economía y Administración

Índice

1. Introducción.....	13
Floencia MÉDICI	
2. La declinación del estructuralismo latinoamericano.....	19
Eduardo A. CRESPO	
3. Inflación, crecimiento y balanza de pagos: el rol del tipo de cambio real.....	39
Fabián AMICO y Alejandro FIORITO	
4. La limitación al crecimiento de los países latinoamericanos a partir de sus elasticidades de comercio exterior: ¿mito o realidad?.....	85
Guido ZACK y Floencia M. FARES	
5. Interacciones en el <i>pass-through</i>. Un análisis de las relaciones de mediación entre el efecto transferencia de tipo de cambio a precios y terceras variables.....	111
Sergio A. ROSANOVICH	
6. Tipo de cambio y distribución del ingreso. Un modelo clásico para economías pequeñas y abiertas.....	149
Fernando M. GARCÍA DÍAZ	

7. Inestabilidad financiera como problema de desarrollo en economías con restricción externa: Un enfoque minskiano.....	191
Florence MÉDICI	
8. El rol financiero del tipo de cambio en las economías periféricas.....	221
Genaro GRASSO, Estanislao MALIC y Leandro ZICCARELLI	
9. Control de cambios en perspectiva histórica: El caso argentino luego de Bretton Woods.....	251
Santiago GAHN	
10. El rol de la política fiscal en episodios de crisis de cambiarias. Un estudio para los países emergentes.....	287
Pablo G. BORTZ y Nicolás H. ZEOLLA	

Introducción

El tipo de cambio es una variable central en economías como la argentina, caracterizadas por una tendencia sistemática a incurrir en crisis originadas en la escasez de divisas, por su impacto en la distribución del ingreso, el empleo, los precios, la demanda efectiva y el crecimiento económico.

Sin embargo, las posiciones teóricas sobre la efectividad del tipo de cambio para influir en las variables macroeconómicas están divididas y, por lo tanto, también lo están las recomendaciones de políticas públicas que de ellas se derivan. Hasta la década del ochenta, varios autores (Canitrot, 1975; Díaz-Alejandro, 1963; Krugman & Taylor, 1978) eran escépticos respecto de la posibilidad de generar condiciones propicias para el desarrollo económico mediante la administración del tipo de cambio. Posteriormente, en la década de los noventa, el *mainstream* (e.g. Williamson, 1990) sostuvo que el tipo de cambio no era una herramienta efectiva para impulsar el crecimiento y debía mantenerse en su “valor de equilibrio”. Desde este último punto de vista, tanto una moneda apreciada como una depreciada constituyen “males” para las economías, pues una moneda doméstica por fuera de sus valores de equilibrio genera desbalances, sean externos o internos.

En los últimos años y con la experiencia del Sudeste Asiático, donde el rápido crecimiento fue asociado con el sostenimiento de un tipo de cambio elevado, tomó impulso una nueva fase de la discusión sobre la efectividad de la política cambiaria como herramienta para promover el desarrollo económico. Un número importante de estudios basados fundamentalmente en resultados econométricos de estos casos “exitosos” fueron optimistas sobre la posibilidad de alcanzar un

crecimiento acelerado a través de un “tipo de cambio real alto y estable”.

Estos enfoques enfatizan el efecto de un tipo de cambio real alto sobre el comercio (i.e. impulsar las exportaciones y sustituir las importaciones) y sobre la productividad, lo que constituye a la política cambiaria en una herramienta efectiva para impulsar el desarrollo. Esta literatura, que hoy se alza como una de las voces principales en este debate, no sólo suele desestimar la existencia de efectos contrapuestos que operan sobre el producto, el empleo y la distribución del ingreso, sino que reduce la polifacética discusión del desarrollo de las fuerzas productivas a la determinación y manejo de un instrumento.

En Argentina el debate económico sobre la política cambiaria está marcado por la experiencia de los años noventa, cuando se mantuvo un régimen de tipo de cambio fijo. No es casual que se haga referencia a esta etapa como “la Convertibilidad” o “el 1 a 1”, dando así una centralidad a la política cambiaria sobre los acontecimientos de la década, que también se caracterizó por transitar otros procesos como la liberalización comercial y financiera y la elevada fragilidad externa. Tampoco hemos saldado la discusión sobre el rol de la política cambiaria para explicar la recuperación y el buen desempeño macroeconómico sostenido durante los primeros años del milenio. Nuevamente, el debate tiende a girar en torno a si fue o no el tipo de cambio alto el motor del crecimiento argentino en esos años (y, por consiguiente si la apreciación posterior fue la que estancó el proceso).

En este contexto, y ante un nuevo rumbo económico iniciado a fines de 2015 con una fuerte devaluación –seguida por la apreciación posterior debido al impacto en los precios–, con algunos colegas percibimos que el debate académico sobre nuestros problemas económicos volvía a centrarse en la política cambiaria.

Así, nos sentimos atrapados en el eterno retorno de lo mismo: se repiten una y otra vez las mismas ideas, pensamientos y comportamientos, en una historia que termina –en nuestro caso con una fuerte devaluación y recesión– para luego volver a empezar, sin que nada cambie.

Ahora, si esta discusión del tipo de cambio se va a repetir eternamente, al menos tratemos de abarcar algunos de los múltiples efectos

que un tipo de cambio alto tiene sobre la dinámica económica (si es que un tipo de cambio real alto y estable es una variable que puede ser determinada por una decisión de política pública). Si esta discusión se va a repetir eternamente, entonces trataremos de enriquecerla. Esto es lo que nos motivó comenzar este proyecto. Tal vez como en el Día de la Marmota, donde el personaje de Bill Murray se encuentra atrapado en una repetición tediosa de un mismo día de su vida, podamos incidir con este libro – aunque sea levemente– sobre esos sucesos.

Por ello, esta obra es presentada en nueve capítulos en los que los autores discuten los vínculos centrales del tipo de cambio con variables económicas de relevancia: el crecimiento, los precios, la distribución del ingreso, la balanza de pagos y las finanzas. También delinean posibles propuestas de política económica.

Para comenzar el libro, en el siguiente capítulo, el profesor CRESPO hace un breve pero contundente recorrido por el pensamiento estructuralista, desde el pensamiento de Raúl Prebisch hasta nuestros días, para desplegar una incisiva crítica sobre su evolución y pérdida de profundidad en su reflexión, que en otros tiempos supo cautivarnos e inspirarnos.

En el tercer capítulo, AMICO y FIORITO buscan mostrar de qué manera el tipo de cambio tiene vínculos sobre la economía que no son los que convencionalmente son supuestos. Para ello, los autores abordan, desde un enfoque alternativo, los efectos y consecuencias del tipo de cambio sobre tres ámbitos económicos centrales: los precios y la inflación, cuestionando teórica y empíricamente los canales causales planteados en la literatura convencional; sobre el crecimiento económico desde una relación indirecta, en oposición a la literatura neodesarrollista que suele destacar al “tipo de cambio competitivo” como un canal directo del mismo; y por último, sobre la balanza de pagos al exponer algunos aspectos de la dinámica del tipo de cambio real sobre la cuenta corriente y la cuenta capital y financiera.

En el capítulo 4, ZACK y FARES presentan un completo repaso de los principales artículos que estiman las elasticidades de comercio para diferentes países latinoamericanos, un aspecto clave para pensar cuán efectiva es una política cambiara que busque incrementar la

competitividad de una economía. Si bien con algunas excepciones, el principal resultado encontrado es que las elasticidades ingreso de las importaciones son más elevadas que las de las exportaciones, mientras que las elasticidades precio son más bien reducidas. Así, la región enfrentaría una restricción al crecimiento de largo plazo por el lado del sector externo.

La efectividad de la política cambiaria para mejorar el perfil comercial de un país no sólo depende de la capacidad de la estructura productiva para responder a un estímulo vía precios, sino también a la repercusión que genera el movimiento del tipo de cambio sobre los precios. En relación a ello, ROSANOVICH discute, en el capítulo 5, tales relaciones de mediación —y su interdependencia— en el marco de la teoría clásica de los precios y la distribución. El autor formula tanto el rol de la autoridad monetaria para efectuar un control de su herramienta de política monetaria (la tasa de interés) como la potencia que ello tiene para generar un efecto en la distribución. Finalmente, hacia el final, ROSANOVICH reconstruye el argumento que vincula al *pass-through* con el nivel de inflación para luego dar cuenta de las falencias del vínculo teórico.

Siguiendo con el vínculo entre tipo de cambio y puja distributiva, GARCÍA DÍAZ, en el capítulo 6, presenta una rigurosa extensión del sistema clásico de precios que tiene por objetivo reflejar los principales mecanismos distributivos de las economías pequeñas y abiertas. El modelo desarrollado por el autor reúne la visión de la Teoría Monetaria de la Distribución con algunos aportes del pensamiento latinoamericano sobre la materia. Desde este marco el autor examina el rol de la política cambiaria, que genera desplazamientos en la frontera de salarios y ganancias, y además resulta, según lo demuestra, la contracara distributiva exacta de los salarios nominales.

En el capítulo 7, de mi autoría, propongo discutir la fragilidad financiera como la contracara de los problemas de restricción externa. En este marco, la vulnerabilidad financiera es un problema inherente de los países cuyo crecimiento está restringido por la balanza de pagos debido a que, por definición, necesitan del capital externo para crecer y, sobre todo, para sostener una política de desarrollo. Desde esta pers-

pectiva, el tipo de cambio depende en gran medida de los movimientos de capitales internacionales, por lo que la política cambiaria tiene un margen limitado para resolver la encrucijada del desarrollo –debido a que es una variable endógena de este proceso– y no soluciona el origen del problema. En el marco de esta discusión, y para pensar los alcances y límites de la política económica, se toman los casos de Argentina Brasil durante el período 1980-2016.

El siguiente capítulo, los investigadores GRASSO, MALIC y ZICCARELLI continúan con los aspectos financieros del tipo de cambio. Los autores, retomando la noción de centro y periferia, analizan la dominancia de las principales divisas mundiales, con el objetivo de discutir cómo la internacionalización del excedente económico nacional es uno de los determinantes principales de la dinámica financiera del tipo de cambio.

Los últimos dos capítulos tienen como objetivo principal discutir sobre la política económica. Por un lado, GAHN nos brinda un recorrido histórico sobre los controles cambiarios y una explicación sobre sus posibles consecuencias en una economía periférica como la Argentina. El control de cambios ha sido una herramienta utilizada por muchos países del mundo tanto por condicionamientos en su balanza de pagos como por motivos de índole política. Asimismo, tomando el caso argentino en el período 1971-2016, el autor analiza las posibles consecuencias del surgimiento de un tipo de cambio paralelo sobre la política cambiaria debido a su impacto sobre el tipo de cambio oficial.

La discusión sobre el tipo de cambio toma fuerza, por supuesto, en economías cuyo crecimiento está restringido por el sector externo. En ellas, los procesos de crecimiento económico culminan en crisis cambiarias y recesión. Por consiguiente, no podemos dejar de incluir en nuestro debate cuál es el rol de la política económica cuando las crisis finalmente se producen. En este sentido, el libro finaliza con el capítulo de BORTZ y ZEOLLA, donde discuten cuál es el papel de la política económica durante episodios de crisis del sector externo. Los autores presentan un lúcido contrapunto con el abordaje convencional de “*crowding-out*” fiscal sobre la inversión privada, que considera

efectiva una política fiscal contractiva para una rápida reversión hacia el crecimiento. O, como comúnmente se conoce, la idea de “austeridad fiscal expansiva”. Los autores muestran contundente evidencia empírica para países emergentes sobre crisis cambiaria, gasto público y déficit fiscal, que permiten sostener —a diferencia del mainstream— que existe una fuerte asociación entre crisis cambiarias no recesivas y la presencia de una política fiscal expansiva.

Más allá del aporte a la discusión sobre los efectos del tipo de cambio en las principales variables macroeconómicas, los docentes-investigadores de la UNM estamos convencidos de que el desarrollo económico debe pensarse desde una visión más amplia e interdisciplinaria, que permita abordar este complejo objetivo con mayor amplitud. Para esto, invitamos a investigadores de otros centros de estudio a acompañarnos.

Agradezco a todos los colegas que se entusiasmaron con este libro y que brindaron su dedicación y trabajo para que este proyecto fuera posible. A Ana I. GÁRRIZ, por sus valiosos aportes para pensarlo en una etapa inicial. A los profesores Alejandro FIORITO, Alejandro L. ROBBA, Eduardo A. CRESPO, Hugo O. ANDRADE y Pablo A. TAVILLA, quienes también comparten responsabilidad de esta obra. Con ellos, en uno de nuestros debates diarios, nació la idea de este libro; sus aportes, sugerencias y correcciones durante todo el proceso fueron fundamentales. Finalmente, agradezco a la UNM, no sólo por materializar las ideas e iniciativas del DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN, sino también por constituir un espacio en continuo crecimiento que apuesta al desarrollo de la educación universitaria de calidad.

Octubre de 2017
Florence MÉDICI

Editora

Directora del Observatorio Metropolitano de Economía y Trabajo (OMET)
Departamento de Economía y Administración

La declinación del estructuralismo latinoamericano

por Eduardo A. CRESPO¹

I. Introducción

Este trabajo busca interpretar el largo trayecto del pensamiento estructuralista latinoamericano. Se propone pensar una tradición que partiendo de la reflexión sobre el desarrollo capitalista en su relación con la división internacional del trabajo, terminó en una letanía monócorde y tecnocrática sobre enfermedades holandesas, apreciaciones cambiarias y crispadas denuncias del ‘populismo fiscal’. Aunque esta decadencia no fue individual sino colectiva y resulta perfectamente entendible teniendo en cuenta las frustraciones de varias generaciones, los infortunios de la política, los fracasos de repetidas intentonas desarrollistas y los reveses de las ilusiones globales, entendemos que es imposible recuperar la senda perdida sin realizar un balance crítico.

Además de esta breve introducción, la sección 2 ofrece un rápido recorrido del pensamiento estructuralista, desde el manifiesto latinoamericano de Raúl Prebisch hasta la restauración neoliberal; la sección 3 describe algunos de los principales desdoblamientos del pensamiento estructuralista a escala regional e internacional; la sección 4 analiza el giro tecnocrático desde una perspectiva histórico-estructural a un reduccionismo de la macroeconomía del sector externo; la sección 5 ofrece unas breves conclusiones.

¹ Docente-investigador de la Universidad Federal de Rio de Janeiro (UFRJ/Brasil) y de la Universidad Nacional de Moreno (UNM)

II. Desarrollismo: de la posguerra a la restauración neoliberal

El estructuralismo latinoamericano es un árbol que dejó de dar frutos. Nacido con las ilusiones del desarrollo, durante décadas fue la principal inspiración para quienes buscaban entender la historia económica de América Latina. Su mentor más distinguido, Raúl Prebisch, no fue profeta en su tierra. Denostado por igual por liberales y nacionalistas, sus ideas afuera alcanzaron dimensión planetaria y acabaron traducidas en múltiples claves intelectuales, desde el desarrollismo capitalista promovido por norteamericanos, hasta el dependentismo revolucionario de cuño marxista, pasando por el nacionalismo de la Patria Grande y la integración latinoamericana. Circulaban concepciones y proyectos a la altura de una época impar. La posguerra fue marcada por el impacto combinado de dos conflagraciones mundiales, el colapso económico de 1929 y las revoluciones rusa y china. Estos cataclismos habían roto el tejido económico mundial que se había venido urdiendo desde el siglo XIX con los hilos invisibles del comercio y las finanzas globales. En ese entramado se sustentaban las organizaciones políticas de los gobiernos de América Latina, como mediadores entre sus territorios y el sistema económico mundial. La ruptura del orden decimonónico había fragilizado las coaliciones políticas que detentaban el poder hasta entonces. El derrumbe global, como sucedería en todas las latitudes, justificó medidas de urgencia impensables en los tiempos de la primera globalización.

Los Estados que habían participado de los conflictos debieron asumir desafíos de proporciones inéditas. Las condiciones extremas de la guerra total forzaron la expansión del sector público como único modo de gerenciar la compleja logística de la movilización masiva de tropas y de redirigir las capacidades productivas al servicio de la destrucción general. Los aparatos gubernamentales desempeñaron funciones hasta entonces desconocidas. La penetración estatal sobre territorios y personas superó todo lo imaginado, inclinando la balanza del poder social, a escala planetaria², en favor del trabajo.

² Scheidel (2017).

Sus efectos se dejaron sentir en todos los rincones del globo, incluso en las geografías más alejadas de las hostilidades. Las proporciones del conflicto forzaron la transformación de millares de súbditos en ciudadanos.

No es sencillo desconocer a quien arriesga su vida en guerras patrióticas, sobre todo cuando el ejército soviético está próximo, como en Europa, o cuando las llamas seductoras de la revolución y la guerra civil aún están encendidas, como en Asia Oriental.

El orden político, diplomático, financiero y comercial de la mayor parte del mundo –con exclusión de la URSS y su área de influencia– fue reconstruido por EEUU. El gobierno norteamericano impuso las organizaciones internacionales encargadas de poner en funcionamiento el nuevo orden internacional: ONU, FMI, Banco Mundial, GATT. Simultáneamente impulsó la reconstrucción económica de Europa y Asia Oriental, regiones que pasaron a desempeñar el papel de cordones de seguridad “sanitarios” en la contención global de la pandemia comunista.

América Latina, sin ser un área particularmente estratégica, también quedó subordinada al nuevo orden internacional. Aquí la posguerra fue un terreno fértil donde germinaron las principales concepciones teóricas sobre el denominado ‘subdesarrollo’, ideas luego extendidas a otras latitudes. En ese marco surgió un órgano dependiente de la ONU, la Comisión Económica para América Latina, más conocida como CEPAL, irrevocablemente asociada al nombre de Raúl Prebisch. En torno suyo se agruparon los principales economistas y pensadores sociales de la región. Fue con base en concepciones Cepalinas –o incluso en la crítica de sus interpretaciones– como se formularon las principales ideas que marcarían el debate político y académico.

Aunque contemplado desde la actualidad pueda parecer incomprensible, en aquellos tiempos el ‘modelo’ económico a seguir –aunque de forma generalmente encubierta – era la URSS, país que había renacido triunfal del desafío industrial de la segunda guerra mundial en base a un desarrollo dirigido a sangre y fuego por el Estado. El desarrollismo buscaba replicar la industrialización en

tiempo récord de los soviéticos, aunque dentro de fronteras geopolíticas estadounidenses, bajo moldes capitalistas y por vías pacíficas. Esta circunstancia pone en evidencia que los debates engendrados por el desarrollismo no se reducían apenas a un muestrario de ideas macroeconómicas en discordancia con la ortodoxia liberal. Aunque la macroeconomía no estaba ausente, la agenda desarrollista no hubiese prosperado si sus propuestas no acarrearán una inevitable controversia sobre el papel y el sentido del Estado. En palabras de J. L. Fiori:

“El ‘debate desarrollista’ latinoamericano no tendría ninguna especificidad si se hubiera reducido a una discusión macroeconómica entre ‘ortodoxos’, neo-clásicos o liberales, y ‘heterodoxos’, keynesianos o estructuralistas, en realidad, no hubiese existido si no era por causa del Estado, y de la discusión sobre la eficacia o no de la intervención estatal, para acelerar el crecimiento económico, por encima de las ‘leyes del mercado’. Hasta porque, en América Latina como en Asia, los gobiernos desarrollistas siempre utilizaron políticas ortodoxas, según la ocasión y las circunstancias, y lo inverso también se puede decir de muchos gobiernos europeos o norteamericanos ultra liberales o conservadores que utilizaron en muchos casos políticas económicas de corte keynesiano o heterodoxo. El pivot de toda la discusión y la gran manzana de la discordia siempre fue el estado, y la definición de su papel en el proceso del desarrollo económico.” (J. L. Fiori, 2011; traducción nuestra).

El desarrollo económico no es neutro para las relaciones de poder. Nunca pasa indiferente por las jerarquías domésticas e internacionales. Quiérase o no, toda propuesta genuinamente desarrollista inevitablemente conduce a una transformación del Estado siempre conflictiva y riesgosa. No es casual que los procesos de modernización más exitosos e influyentes, invariablemente, tuvieron por base movimientos nacionalistas cohesivos, capaces de articular enérgicas coaliciones políticas con poder para remover obstáculos e impedimentos sociales al desarrollo.

CEPAL, empero, por tratarse de un organismo internacional, no produjo enfoques teóricos que incluyeran en forma explícita conflic-

tos de clases y condicionantes geopolíticos como variables relevantes del desarrollo. No obstante, varios de sus miembros más reconocidos, como Celso Furtado, tenían clara consciencia de que el desarrollo sólo podía alcanzarse en base a una compleja articulación de intereses organizados en torno al Estado.

La creación de un mercado nacional integrado, como forma de superar la dualidad estructural, era una idea compartida por todos. El nacionalismo aparecía como un prerequisite del desarrollo nacional³. Sin embargo, una vez que los movimientos nacionalistas, así como los programas que apuntaban a una transformación revolucionaria del Estado, fueron fagocitados por la crisis internacional de la deuda y el giro conservador de la potencia dominante global, para la región apenas quedaron opciones políticas forzadas a ejecutar ajustes estructurales, desregulaciones y privatizaciones, en ocasiones remozadas con intervenciones sociales localizadas.

Fue entonces cuando las ideas de la CEPAL comenzaron a perder brillo y los despojos del estructuralismo se fueron diluyendo en una retahíla de informes burocráticos sin aspiraciones teóricas ni espíritu de transformación social. Antes de este giro político e ideológico en escala global, el estructuralismo latinoamericano, aún con los corsés institucionales de universidades y organismos internacionales, era una profusa usina de ideas. El sencillo planteo de que la economía mundial se divide entre un centro y una periferia en base a fuerzas de carácter estructural, fue una representación inspiradora para las más variadas corrientes, incluso para aquellas con mayor pretensión teórica como la concepción del intercambio desigual o las teorías de la dependencia y del Sistema Mundo.

Los economistas latinoamericanos de la actualidad mayoritariamente fueron educados por la ortodoxia neoliberal o en alguna variante de la matriz Cepalina posterior a la década de 1980, como los denominados ‘neo-desarrollistas’, quienes buscan “construir una tercera vía entre el populismo y la ortodoxia”⁴. Esta constatación es de particular relevancia para comprender la casi unánime orientación tecnocrática de los debates económicos que dominan el presente.

3 Ver Bresser-Pereira (2010).

4 Fiori, 2011, traducción nuestra.

No debería sorprender que se piense al Estado como un ente neutro que aparece en el análisis como la necesidad lógica de un sujeto exógeno⁵, homogéneo y racional, milagrosamente dotado de capacidad de intervención y ajeno a conflictos de intereses o restricciones geopolíticas. Tampoco sorprende que se simplifique la historia como el simple comportamiento de unas pocas variables macroeconómicas, sea el tipo de cambio, la pauta de exportaciones o los salarios.

III. División del mundo en Centro y Periferia: el estructuralismo y sus desdoblamientos

La idea más original del estructuralismo latinoamericano es que el subdesarrollo periférico es inseparable de su conexión con el mundo a través del comercio internacional. A diferencia de las concepciones previas sobre el desarrollo capitalista, para el estructuralismo los intercambios comerciales forman parte central del análisis sobre el desarrollo y sus limitaciones. En resumidas cuentas, los países periféricos se especializan en exportar materias primas de baja elasticidad-ingreso, en tanto que importan productos manufacturados donde el signo de la elasticidad es opuesto. La heterogeneidad estructural de sus economías hace que las mejoras de productividad no se traduzcan en mayores ingresos domésticos, como subas de salarios. Por el contrario, son transferidas al exterior a través del deterioro de sus términos de intercambio⁶.

Esta combinación de factores hace que la periferia sufra crónicos problemas de balanza de pagos, lo que constituye una “restricción externa” al desarrollo que provoca una divergencia creciente y estructural con los niveles de ingreso del “centro”⁷. En otras palabras, el estructuralismo buscó ofrecer una explicación macroeconómica coherente y sistemática de la denominada “Gran Divergencia” entre países desarrollados y el resto del

5 Fiori op cit.

6 Ver Prebisch (1950) y Singer (1950).

7 Prebisch, op cit.

mundo. Simultáneamente, brindaba una solución al dilema: la periferia, para dejar de serlo, debía industrializarse.

La industrialización pasó a ser la meta a alcanzar, el indicador más conciso de modernización. Aunque América Latina ya había comenzado un incipiente proceso de sustitución de importaciones de forma espontánea, como consecuencia de la ruptura del orden decimonónico, o incluso antes, a partir de la posguerra la industrialización se convirtió en un objetivo explícito de las coaliciones políticas nacionalistas, que propugnaban una intervención más decidida del Estado en apoyo de la sustitución de importaciones.

Aunque los estructuralistas no participaron directamente de las coaliciones nacionalistas, suministraron conceptos acreditados primero para justificar la industrialización de la periferia y luego para comprender sus dificultades y restricciones. De acuerdo con esta perspectiva, una vez superada la etapa más simple de industrias livianas y consumo final, la sustitución de importaciones suele toparse con estrangulamientos de divisas por las dificultades de sustituir ciertos insumos y bienes de capital.

Esta etapa de bienes de capital e insumos, identificada por algunos como el principal indicador de que la industrialización alcanzó la madurez⁸, suele dificultarse, sea por la complejidad técnica, por escalas reducidas de producción o por los excesivos volúmenes de financiamiento requeridos. Por ello, el crecimiento en estas economías suele ir acompañado de una elevada elasticidad de importaciones, lo que se traduce, una vez más, en estrangulamiento de divisas, aun cuando se logre cierto éxito en la sustitución de importaciones⁹.

En la medida en que la restricción externa no es superada, las expansiones impulsadas desde dentro, por ejemplo, a través de políticas de impulso a la demanda doméstica, chocan con crisis de balanza de pagos, hecho que coloca a las exportaciones como la variable crítica que posibilita la continuidad del crecimiento. Dicha centralidad se refleja en la importancia política y social de los sectores exportadores de materias primas, por caso, los cafeteros en Brasil y los propietarios de la Pampa Húmeda en Argentina.

8 Mello (1982).

9 Tavares (1972).

Aunque en apariencia el razonamiento macroeconómico estructuralista pueda parecer inocuo, la dinámica de un crecimiento periférico con restricción externa también tiene como correlato una sociología específica. A los espasmos del ciclo económico descripto, por ejemplo, por Marcelo Diamand (1985) normalmente le correspondió un “ciclo político” de conflictos sociales paralelos, pero también con fases y etapas identificables en la estructura económica, como fue reflejado en la obra de Guillermo O’Donnell (1972, 1977, 1982). En este marco, la reflexión estructuralista también engendró controversias sobre las necesarias alianzas entre actores sociales en torno a estrategias de desarrollo: sindicatos, empresarios locales, firmas multinacionales.

Las distintas corrientes de la teoría de la dependencia, todas derivadas del estructuralismo cepalino aunque combinadas con lecturas marxistas de la historia, se dividieron en campos opuestos en función de estos debates¹⁰. Al concebir al subdesarrollo como un proceso que se reproduce a través de la división internacional del trabajo, no se precisaba acudir a mecanismos extra económicos, como intromisiones imperialistas de carácter militar o político, para comprender que la economía mundial tiende a dividirse en un Centro y una Periferia en base a mecanismos de mercado. La teoría de la dependencia reinterpretó el mensaje estructuralista con un argumento radical: el mismo sistema económico internacional que genera desarrollo reproduce el subdesarrollo. Desarrollo y subdesarrollo eran las dos caras de una misma moneda:

“El subdesarrollo no es debido a la supervivencia de instituciones arcaicas o a la escasez de capital en regiones que se han mantenido aisladas del torrente de la historia del mundo. Por el contrario, el subdesarrollo ha sido y es aún generado por el mismo proceso histórico que genera también desarrollo económico: el propio desarrollo del capitalismo”. (Frank, A. G. 1966; traducción nuestra).

10 Los textos clásicos sobre el tema son Frank (1966), Cardoso y Faletto (1970), Marini (1973). Para una reseña breve, ver Bresser-Pereira (2010).

Esta estructura económica y sus respectivas sociología y dinámica política, se argumentaba en aquellos tiempos, también reflejaba condicionantes cuyas fuentes debían buscarse en la formación económica y territorial de los países periféricos, comenzando por el período colonial. El marco estructuralista ofreció herramientas para pensar contribuciones teóricas del pasado.

La obra de Caio Prado Jr. (1942, 1959), por ejemplo, es anterior al desarrollo de las ideas características del estructuralismo. Sin embargo, el modo como había interpretado la colonización —de Brasil, aunque sus argumentos son extensibles a cualquier colonia de explotación tropical— ofrecía elementos perfectamente compatibles con un mensaje estructuralista de larga duración. No es casual, por ello, que haya influido sobre algunos trabajos seminales del estructuralismo latinoamericano, especialmente sobre Celso Furtado (1959). Para Prado las colonias americanas formaban parte de un proceso mayor de expansión europea y tenían como finalidad, como función esencial, servir a los mercados del viejo mundo en expansión.

Las colonias de explotación no fueron creadas para servirse a sí mismas. No producían para atender las demandas de sus habitantes. Fueron organizadas en función de las necesidades de la metrópolis y para atender demandas externas. La esclavitud, el latifundio y la extrema concentración del poder en los terratenientes, eran la manifestación de ese sentido fundamental del proceso de colonización. A partir de este concepto Prado estableció una cronología de la historia económica brasileña y de la ocupación territorial basada en ciclos de exportación; los regidos por azúcar, oro, algodón, caucho, café. Aunque ninguna de estas mercancías integraba la dieta básica de la población brasileña, definían los rasgos generales de la historia económica y de la ocupación territorial de la colonia.

Esta caracterización de Prado Jr. se emparenta con visiones más directamente vinculadas al estructuralismo, como las ofrecidas por Celso Furtado (1959) y Fernando Novais (1979), para Brasil, y Aldo Ferrer (1963) para Argentina, donde la historia económica es narrada desde las vicisitudes del sector externo y el crecimiento a largo plazo está supeditado a la demanda por exportaciones. Igualmente, la teoría

del sistema mundo desarrollada por Immanuel Wallerstein (1979, 1984, 1998, 2013), combinó el mensaje estructuralista con categorías de análisis originadas en Marx y Ferdinand Braudel¹¹.

La ductilidad del estructuralismo latinoamericano como fuente de inspiración para enfoques globales no es casual. El motivo debe encontrarse en el propio modo como el estructuralismo pensó el subdesarrollo latinoamericano. Éste no era el mero resultado accidental de deficiencias económicas domésticas, ni una consecuencia atribuible sólo a las dinámicas políticas locales. Al contrario, la división internacional del trabajo consolidada en el siglo XIX tendía a reproducirlo en forma sistemática.

Así, el estructuralismo desde su propia concepción estuvo exento de las deficiencias analíticas y conceptuales del denominado “nacionalismo metodológico”, característico de la mayor parte de los estudios sociales hasta la actualidad. Para esta metodología implícita, cada país se piensa como un fenómeno comprensible por separado. Se presupone, sin jamás justificarlo en términos teóricos, una ‘sociedad’ nacional autónoma, analíticamente separable del sistema internacional y nítidamente delimitada por el territorio bajo jurisdicción del Estado. Estos enfoques, al suponer una “sociedad” definida por el Estado, resultan en un politicismo extremo incapaz de lidiar analíticamente con la economía mundial, la geopolítica y las tendencias ideológicas de orden global¹².

IV. Giro tecnocrático

A partir de la década de 1980 el estructuralismo se fue alejando de sus ramificaciones intelectuales originales, más amplias y profundas. Dejó de ser cuerpo teórico destinado a pensar América Latina en perspectiva histórica para transformarse en un conjunto de intuiciones macroeconómicas cada vez más resbaladizo y alejado de sus pretensiones originales. De él sólo quedaron, más por inercia que

11 Otro enfoque en parte derivado del estructuralismo latinoamericano fue la teoría del intercambio desigual. Ver Emmanuel (1972).

12 Sobre el nacionalismo metodológico, ver Medeiros (2010) y Crespo y Muñiz (2017).

por impulso autónomo, apenas algunas válidas nociones aisladas. La restricción externa, categoría cada día más confundida con presuntas restricciones fiscales y de oferta¹³, tal vez sea la categoría cepalina de mayor resiliencia. Pero las razones de su sobrevivencia no son simples y por lo general delatan una reorientación colonial en los términos apuntados por Caio Prado Jr.

La restricción externa, para los neo-desarrollistas, por ejemplo, dejó de ser el resultado de estructuras productivas. Pasó a interpretarse como la incapacidad para fijar un tipo de cambio “competitivo”. La creciente popularidad de categorías como “enfermedad holandesa” redujo el debate sobre el desarrollo a la cotización de la moneda estadounidense. Una abundante entrada de divisas o un auge exportador tendería a provocar una “falla de mercado” que afectaría negativamente al sistema de precios relativos¹⁴, sobrevaluando la moneda doméstica con efectos des-industrializadores.

Algunos autores neo-desarrollistas incluso sugieren que las políticas industriales activas habrían perdido vigencia. Alcanzaría con un adecuado manejo de precios relativos. Bastaría fijar el tipo de cambio con perseverancia en el valor adecuado, en el denominado “nivel de equilibrio industrial”¹⁵, para garantizar la industrialización y diversificación productivas.

La devaluación del tipo de cambio puede reducir la restricción externa mediante una sustitución de importaciones o un aumento de las exportaciones. Analizamos ambos casos por separado.

- a) Sustitución de importaciones por producción doméstica o sustitución de producción doméstica por importaciones:** Si la devaluación reduce los costos en dólares de la producción local para la elaboración de un determinado producto, un sector antes excluido de la competencia puede tornarse competitivo. Ocurrirá, así, una sustitución de importa-

13 La popularidad de los enfoques de ‘brechas’, como Chenery y Bruno (1962) y Bacha (1990), reflejan la desconcertante confusión entre estrangulamiento de divisas y restricciones pre-keynesianas basadas en presuntas brechas fiscales o de ahorro.

14 Bresser-Pereira (2008).

15 Bresser-Pereira (2012).

ciones. Viceversa, si la apreciación cambiaria eleva los costos en dólares de la producción doméstica, un sector antes competitivo podría quedar excluido del mercado local y se produciría así una sustitución de la producción doméstica por productos elaborados en el exterior.

b) Aumento o reducción de exportaciones: si la devaluación consigue reducir el precio internacional de determinados productos, es decir, si los costos locales determinan precios internacionales inferiores, puede ocurrir un aumento de las cantidades exportadas, deterioro de los términos de intercambio mediante. Esta circunstancia conlleva un alivio para la restricción externa siempre que los productos en cuestión satisfagan la condición de Marshall-Lerner¹⁶.

La primera situación suele ocurrir con frecuencia¹⁷, aunque se restringe a sectores ubicados en las proximidades del umbral de entrada o salida del mercado. En otras palabras, los sectores muy competitivos frecuentemente no son desplazados del mercado por causa de una apreciación. Recíprocamente, los sectores poco competitivos, con costos domésticos muy superiores a los internacionales, no se convierten en competitivos gracias a una simple devaluación. Los sectores sensibles a la devaluación (apreciación) son aquellos que se encuentran en el entorno del precio límite que fija la exclusión o inclusión del mercado¹⁸.

La segunda situación es muy infrecuente¹⁹, ya que requiere que el sector local exportador determine un nuevo precio internacional, como si se tratase de un denominado ‘país grande’. En países como Argentina, puede observarse alguna sensibilidad de exportaciones de este tipo en casos como el turismo o servicios muy diferenciados como software, donde cada producto tiene un precio individualiza-

16 Es decir, siempre y cuando la suma de las elasticidades de las demandas sea superior a 1.

17 No nos explayamos sobre las evidencias empíricas de ambas posibilidades porque otros capítulos del libro tratarán el asunto en detalle.

18 Para un desarrollo más detallado de este punto ver Crespo y Lazzarini (2015).

19 Ver nota 17.

ble. En *commodities* esta posibilidad es improbable, ya que requiere se fije nuevos precios internacionales para productos estandarizados. En ambos casos el saldo de divisas depende se cumpla la condición de Marshall-Lerner²⁰.

En aspectos esenciales este giro choca con las ideas originales del estructuralismo. Si para Prebisch (1950), Furtado (1966), Lewis (1954, 1978), el deterioro de los términos de intercambio era un problema estructural, para los neo-desarrollistas el problema es exactamente opuesto, ya que las mejoras de los términos de intercambio apreciarían el tipo de cambio desencadenando mecanismos de enfermedad holandesa. Igualmente, para los autores tradicionales del estructuralismo, el estancamiento de los salarios de la periferia impedía que las mejoras de productividad quedaran dentro de los respectivos países, provocando un deterioro de los términos de intercambio que agravaba la restricción externa. Para el neo-desarrollismo, por el contrario, el estancamiento salarial permite superarla.

El neo-desarrollismo incluso ofrece canales alternativos por los cuales la gestión del tipo de cambio influiría positivamente sobre el empleo y el crecimiento. En particular, mediante la introducción de artilugios analíticos, como funciones neoclásicas de producción, deducen que una devaluación, al reducir los salarios, podría elevar los niveles de empleo por cuenta de la adopción de técnicas trabajo-intensivas en sectores ‘transables’ (sustitución directa de factores productivos) y el re-direccionamiento de inversión y mano de obra hacia bienes transables intensivos en trabajo (sustitución indirecta de factores productivos a través de cambios en la composición del producto). Los mecanismos subyacentes a este canal son los mismos que pueden encontrarse en cualquier manual de microeconomía

20 Algunos autores, como Rapetti (2015) y Gerchunoff y Rapetti (2016) asumen la presencia de un ‘país chico’, es decir, incapaz de modificar precios internacionales. Este país enfrentaría una suerte de curva de demanda internacional horizontal, o infinitamente elástica. De este modo, se podrían ofrecer mayores cantidades al mercado mundial sin modificar el precio internacional. Más allá de la abstracción de una curva de demanda internacional horizontal, resulta difícil comprender de qué forma, para demandas internacionales dadas, un determinado país podría aumentar sus cantidades exportadas sin desplazar producción de un tercer país, es decir, sin modificar el precio internacional.

neoclásica²¹. Si las funciones de producción Cobb-Douglass fueran una representación realista de las condiciones de producción en economías periféricas, no estaríamos discutiendo los problemas del subdesarrollo.

Finalmente, resulta llamativo que los salarios y el tipo de cambio despierten un inusitado interés entre los economistas de América Latina en coincidencia con el ascenso asiático. Los reducidos costos de producción orientales no sólo reflejan salarios relativos bajos medidos en términos internacionales. También son consecuencia de enormes escalas de producción y una modernización sin precedentes de infraestructuras debido a elevados niveles de inversión pública, condiciones inexistentes en América Latina. No es razonable suponer que la región pueda desarrollarse compitiendo con productos asiáticos en base a salarios reducidos. La brecha de competitividad industrial entre América Latina y Asia difícilmente se podrá cerrar con los reducidos niveles de inversión pública imperantes en la región²², máxime teniendo en cuenta que la austeridad fiscal forma parte de las recomendaciones recurrentes de política sugeridas por los neo-desarrollistas²³.

V. Conclusión

El estructuralismo latinoamericano recorrió un largo camino desde la posguerra hasta la actualidad. Parafraseando a Karl Polanyi, nació en los tiempos de la *Gran Transformación*, período histórico en el que se activaron los mecanismos de “autoprotección de la sociedad”²⁴. La mayoría de las coaliciones políticas gobernantes buscaban promover

21 Para una crítica detallada de esta interpretación ver Dvoskin, Feldman y Ianni (2017).

22 Para un breve análisis de la inversión pública sobre la competitividad, ver Crespo y Mazat (2016).

23 A modo de ejemplo pueden revisarse estas posiciones públicas:

<http://www.valor.com.br/brasil/5114388/brasil-e-vitima-de-populismo-fiscal-e-cambial-diz-bresser-pereira>

<https://jlcereiro.wordpress.com/tag/populismo-economico/>

<http://www.infobae.com/economia/2017/04/02/roberto-frenkel-despues-de-las-elecciones-tendran-que-subir-el-dolar-y-las-tarifas/>

24 Polanyi (1991).

el desarrollo económico y proteger a sus poblaciones del desamparo y las consecuencias políticas y geopolíticas provocadas durante la “era de las catástrofes”²⁵. Aunque sus principales mentores se desempeñaban como funcionarios de organismos internacionales, no les faltó inspiración ni creatividad para promover el único conjunto de ideas verdaderamente originales del pensamiento social latinoamericano.

Esas ideas inspiraron los programas de desarrollo más ambiciosos del continente y se difundieron hacia otras latitudes mezclándose con las tradiciones más diversas para nutrir nuevos programas e interpretaciones sobre el desarrollo, la historia y el porvenir. Pero como toda tradición, el derrotero estructuralista no podía salir inmune frente a los retrocesos de la historia. Cuando el “molino satánico”²⁶ se puso nuevamente en movimiento movido por los vientos huracanados del neoliberalismo, el estructuralismo se recluyó en el redil burocrático de consultoras y organismos internacionales.

Su última recaída fue el giro monotemático cambiario, fiel testimonio de una época sin sueños colectivos y de una profesión -la del economista-, cada vez más atenta a la reputación que a la verdad²⁷. En conformidad con las tendencias globales²⁸, su obsesión primordial es morigerar las aspiraciones salariales a la espera, cual colonia de explotación, que los mercados externos hagan su parte. En esta versión remozada del estructuralismo sólo quedó la legítima preocupación por el sector externo, aunque armonizada con eclecticismo teórico y conservadurismo político.

25 Hobsbawm (1994).

26 Polanyi, *op cit.*

27 Haidt (2012).

28 Milanovic (2016).

Referencias

- BACHA, E. L. *A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries*. Journal of Development Economics 32, 279-296.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. *Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana*. En “Doença holandesa e a indústria”, Editora da Fundação Getulio Vargas, 2008.
- _____. *As três interpretações da dependência*. Perspectivas, São Paulo, v. 38, p. 17-48, jul./dez. 2010. Disponible en: http://www.bresserpereira.org.br/papers/2009/09.11.Tres_interpretacoes_dependencia.Perspectivas_26.pdf
- _____. *A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento*. Estudos Avançados. vol.26 no.75 São Paulo May/Aug. 2012.
- CARDOSO, F. H.; FALETTO, E. *Dependência e desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: Difel, 1970.
- CHENERY, H. B.; Bruno, M. *Development alternatives in an open economy: The case of Israel*, Economic Journal 72, 79-103, 1962.
- CRESPO, E. y MUNIZ, M. *Una aproximación a las condiciones globales del Desarrollo Económico*. Revista Estado y Políticas Públicas, Número 8, año 5, pp 21-39, mayo de 2017.
- CRESPO, E. y LAZZARINI, A. *A Reinterpretation of the ‘Unbalanced Productive Structures’*. En “Peripheral Visions of Economic Development: New Frontiers in Development Economics and the History of Economic Thought”. Routledge, 2015.
- CRESPO, E. y MAZAT, N. *América Latina, un déficit estructural*. En Contribuciones para una formación heterodoxa en economía I: Reflexiones sobre la realidad argentina. Universidad Nacional de Moreno, 2016.
- DIAMAND, M. *El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?* Centro de Estudios de la Realidad Económica, 1985.
- DVOSKIN, A.; FELDMAN, G.; IANNI, G. (2017), *Some Limits of the Neo-Developmentalist Approach to the Relationship between the Exchange Rate and Economic Growth*, trabajo presentado en el 2nd

- New Developmentalism's Workshop, 'Theory and Policy for Developing Countries', São Paulo, 4-5 Agosto, 2017.
- EMMANUEL, A. *Unequal Exchange. A Study of the Imperialism of Trade*. Monthly Review Press, 1972.
- FERRER, A. *La Economía Argentina: las etapas de su desarrollo y problemas actuales*. México - Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica, 1963
- FIORI, J. L. *A miséria do "novo desenvolvimentismo"*, Jornal Valor Econômico, 30/11/ 2011.
- _____. *Estado e Desenvolvimento na América Latina: notas para um novo "programa de pesquisa"*, CEPAL, noviembre 2013.
- FRANK, A. G. *Capitalism and development in Latin America*. New York: Monthly Review Press, 1969.
- FRENKEL, R. & ROS, J. (2006) 'Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America' *World Development*, 34 (4): 631-46.
- FURTADO, C. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1959.
- _____. *Desarrollo y Estancamiento en América Latina (Enfoque estructuralista)*. Desarrollo Económico. Vol. VI N° 22-23. 1966.
- GERCHUNOFF, P. y RAPETTI, M. *La Economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930- 2015)*. El Trimestre Económico, vol. LXXXIII(2), núm. 330, pp. 225-272. Abril-junio, 2016.
- HAIDT, J. *The Righteous Mind: Why Good People Are Divided by Politics and Religion*. Vintage, 2012.
- HOBBSBAWM, E. *Historia del Siglo XX. Crítica*. Grijalbo Mondadori, Buenos Aires, 1994.
- LEWIS, A. W.: *Economic Development with Unlimited Supplies of Labour*, The Manchester School, Vol. 22, 1954.
- _____. *The Evolution of the International Economic Order*, Princeton: Princeton University Press, 1978.
- MARINI, R. M. *Dialéctica de la dependencia*. México: Ediciones Era, 1973.
- MEDEIROS, C. A. *Instituições e desenvolvimento econômico: uma nota crítica ao "nacionalismo metodológico"*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 3 (40), p. 637-645, 2010.

- MELLO, J. O. *Capitalismo tardio*. SP: Brasiliense, 1982.
- MILANOVIC, B. *Global Inequality. A New Approach for the Age of Globalization*. Harvard University Press, 2016.
- NOVAIS, F. *Portugal e Brasil na Crise do Antigo Sistema Colonial 1777 1808*. Editora Hucitec, São Paulo, 1977.
- O'DONNELL, G. *Modernización y autoritarismo*. Buenos Aires, Paidós, 1972.
-
- _____. *Estado y Alianzas en la Argentina, 1956-1976*. Desarrollo Económico, vol. XVI, n°64, 1977.
-
- _____. *El Estado burocrático autoritario*. Buenos Aires, Editorial de Belgrano, 1982.
- POLANYI, K. *La gran transformación*, Fondo de Cultura Económica, México, 1991[1944].
- PRADO Jr., C. *Formação do Brasil Contemporâneo*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1942. v. 1
-
- _____. *História econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1945. v. 9. Disponible en: <<http://goo.gl/XpZy6A>>.
- PREBISCH, R. *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. Desarrollo Económico, Vol. 26, No. 103, 1986 [1950].
- RAPETTI, M. *Three Key Levels of the Real Exchange Rate in Latin America*, mimeo CEDES, 2015.
- SCHEIDEL, W. *The Great Leveler. Violence and the history inequality from the Stone Age to the twenty-first century*. Princeton University Press, 2017.
- SINGER, P.: *The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries*. The American Economic Review, Vol. 40, No. 2, 1950.
- TAVARES, M. C. *Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil*. En “Da substituição de importações a capitalismo financeiro”. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.
- WALLERSTEIN, I. *El moderno sistema mundial. La agricultura capitalista y los orígenes de la economía-mundo europea en el siglo XVI*. Madrid: Siglo XXI Editores, 1979.
-
- _____. *El moderno sistema mundial II. El mercantilismo y la consolidación de la economía-mundo europea, 1600-1750*. México, Siglo XXI Editores, 1984.

El moderno sistema mundial III. La segunda era de gran expansión de la economía-mundo capitalista, 1730-1850. México, Siglo XXI Editores, 1998.

The Modern World-System IV: Centrist Liberalism Triumphant, 1789-1914, California, University of California Press, the Modern, 2013.

Inflación, crecimiento y balanza de pagos: el rol del tipo de cambio real

por Fabián AMICO¹ y Alejandro FIORITO²

I. Introducción

En la Argentina, el debate sobre el nivel y variación del tipo de cambio nominal y real parece obsesionar y dominar las preocupaciones de economistas y políticos, quienes le asignan múltiples vínculos económicos, sobre los precios, la producción y el balance de pagos. A resultas de esto, el tipo de cambio representa una suerte de *elixir mágico* el cual es presentado por economistas de varias orientaciones para cumplir múltiples objetivos: *impulsar* exportaciones, *evitar* importaciones e inducir sustitución, diversificar la estructura productiva, estimular el desarrollo tecnológico y fomentar el empleo, limitar el turismo o lograr frenar una creciente formación de activos externos, entre otras, en la convicción nunca fundamentada de que se tiene una llave que abre conjuntamente múltiples puertas de la macroeconomía.

En efecto, ante cada coyuntura de la economía nacional, diversos especialistas muestran nuevos canales de transmisión que normalmente trasuntan algún tipo de principio de sustitución doméstico o internacional a corto y a largo plazo. Y como si esta variable tuviese propiedades especiales puede además de modificar la distribución del ingreso por su efecto sobre los salarios y precios, efectivizar impul-

1 Fabián Amico: Co-Director de la Revista Circus.

2 Alejandro Fiorito: Docente-Investigador de la Universidad Nacional de Moreno (UNM). Co-Director de Revista Circus

tos positivos sobre el crecimiento del nivel de actividad, o bien por efecto sobre el comercio y los flujos financieros, mejorar el balance de pagos. Tal es la tarea de Sísifo en que los economistas argentinos se embarcan con sus recomendaciones de política económica: como nunca se consiguen los objetivos prometidos por esta vía y el fracaso es reiterado, toda la empresa de manejo del tipo de cambio se torna un *eterno retorno de lo igual* de la política económica.

El trabajo se divide en tres secciones: una primera se aboca al análisis de la interacción del tipo de cambio y los precios, y el impacto que tiene una variación sobre la inflación. Para ello se plantea un modelo donde los precios son afectados principalmente por shocks exógenos (costos, distribución del ingreso y tipo de cambio entre otros) en abierta oposición causal a las visiones convencionales del nuevo consenso neoclásico que siempre los vincula a excesos de demanda (brecha de producto).

Una segunda sección en donde se analizan, desde un enfoque de crecimiento dirigido por la demanda, los canales de impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre el producto, afectando a los salarios reales, a las exportaciones y a las importaciones. Estas últimas mediadas por la propensión a invertir, habida cuenta de la gran correlación que existe entre estas variables en la Argentina desde la apertura comercial de los '90.

En la última sección se abordan los efectos de las variaciones del tipo de cambio en la balanza comercial y la cuenta corriente. Se muestra que las variaciones del tipo de cambio nominal actúan sobre la balanza comercial mediada por su efecto en el producto y de este último en las importaciones. Es decir, derivado de las anteriores secciones, los ajustes son de las cantidades importadas más que de los efectos precio. Por otra parte se analiza la dinámica y relación del tipo de cambio nominal y el diferencial de tasas nominales de interés con respecto a los flujos de capital, como el carácter residual del tipo de cambio real.

II. Tipo de cambio e inflación

Para la visión que se enfoca en este trabajo, la clásico-Keynesiana³, el tipo de cambio nominal es una variable de causación exógena (determinación política) que modifica la distribución del ingreso y los niveles de precios de la economía, pero que sus efectos sobre las cantidades producidas, analizadas más adelante, se manifiestan como una relación de no persistencia teórica, ni de causación directa⁴. En efecto, el objeto de la crítica principal a la visión marginalista es el supuesto general de un vínculo sistemático entre evolución de precios y distribución con respecto a las cantidades producidas.⁵

A diferencia de la visión convencional, los efectos de las variaciones del tipo de cambio, desde la visión clásica, son centralmente canalizados hacia la modificación de la distribución del ingreso y por esa vía al cambio del nivel de precios, manteniendo una separación metodológica entre dichos precios y cantidades.

En efecto la teoría clásica realiza un análisis de tipo general cuando analiza las relaciones entre precios y de los precios con la distribución de la renta. Por lo que los precios relativos y la distribución tienen que ser compatibles y simultáneamente determinables. Todos los precios relativos son determinados de manera conjunta con la tasa de ganancia normal.⁶

Por otra parte la relación de precios está separada metodológicamente de las cantidades, las que se estudian por separado e inductivamente. Esto no implica que se supongan que sean independientes. Como afirma Mongiovi:

3 En base al trabajo de Piero Sraffa (1960), que dio un revival de la teoría del excedente de los autores clásicos, Smith y Ricardo

4 Ver en Garegnani, (2014) y Petri, (2004)

5 Un corolario de ello es la idea de un tipo de cambio real de equilibrio social y otro macroeconómico, donde este último establecería “simultáneamente el pleno empleo y un balance de pagos equilibrado”. En efecto, hace jugar a las cantidades producidas y empleo como función del tipo de cambio. Gerchunoff & Rapetti, (2015:5)

6 Ver Crespo, (2008)

“En el método clásico de separación lógica, sin embargo, no se supone que las interrelaciones entre los precios, los productos, la distribución, etc., son insignificantes. Al revés, en general presume que no es despreciable, como en el análisis ricardiano de rendimientos decrecientes, la renta y la tasa de ganancia. La distinción que se hace en la teoría clásica...es **entre las relaciones que tienen una condición necesaria y de carácter cuantitativamente exacto debido a las normas que rigen mercados en el capitalismo**, y aquellas relaciones que, no son lógicamente necesarias, y no pueden ser examinadas con el mismo grado de precisión formal...” (Mongiovi, 1996, p.221)

Entonces, los efectos del tipo de cambio sobre una economía tendrán en común con los de otros precios de la distribución el hecho de poder afectar a la misma operando sobre costes macroeconómicos (*pass-through*).

En cambio, los efectos de una devaluación sobre las cantidades producidas se manifiestan en términos generales como de causación no necesaria o de efectos indirectos, y solo en determinadas circunstancias como condición de techo o límite de la rentabilidad normal, pero no así como regulador necesario del comportamiento de la producción y la inversión.

II.1. Modelo convencional de la inflación

El modelo de consenso convencional internacional macroeconómico basado en la confluencia de nuevos clásicos y neokeynesianos plantea un modelo de explicación de la inflación a partir de una curva de Phillips, para una economía abierta que hace las veces de una curva de oferta:⁷

$$\pi = \theta(a\pi_{t-1} + b(Y - Y^*) + c + (1 - \theta)(\pi^* + \Delta E) \quad [1]$$

⁷ Romer (2000), Taylor (2000) y Woodford, (2002)

Con $a=1$; $b>0$ y $c=0$; θ como ponderador de los precios domésticos en el índice de precios al consumidor y $(1-\theta)$ es la ponderación de los precios de los transables donde π^* representa la inflación de transables en dólares. Por otra parte, Y^* es el producto potencial que es exógeno respecto de la evolución del producto efectivo (Y) y de la demanda efectiva global.

Dentro del mismo modelo, se incorpora a la ecuación [1] una curva IS en economías abiertas, con pendiente negativa respecto a r (tanto para economías cerradas como abiertas) que funge como curva de demanda (Carlin & Soskice, 2010):

$$Y = A - Br + CE^* \quad [2]$$

Donde A es la demanda autónoma, B y $C>0$ ⁸ coeficientes, r la tasa de interés real y E^* es el tipo de cambio real en logaritmos.

Para explicar cómo se forma E^* , se sabe que en el nuevo consenso se cumple tanto la paridad descubierta de la tasa de interés (*uncovered interest parity* ó UIP):

$$i - i^* = (E^e - E) \quad [3]$$

Donde E^e es el tipo de cambio esperado y E el tipo de cambio efectivo.

También se cumple la paridad de poder de compra (*purchasing power parity* ó PPP) en su versión relativa:

$$\pi - \pi^* = E^e - E = \Delta E = 0 \quad [4]$$

con tasas de inflación que deben compensarse con variaciones de los tipos de cambio esperado (suponiendo que se forman con expectativas futuras).

De estas dos ecuaciones [3] y [4] se obtiene por resultado la paridad real de las tasas de interés o (RIP):

$$\begin{aligned} \pi - \pi^* &= i - i^* = 0 \\ \underline{r - r^*} &= 0 \end{aligned} \quad \text{o bien:} \quad [5]$$

8 Lo que expresa que ante una devaluación se cumple la condición de Marshall Lerner.

Hay que notar que si se incorpora la PPP [4] a la curva de Phillips con economía abierta [1] se obtiene:

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + b(Y - Y^*) + c \quad [6]$$

Esta última expresión [6] es idéntica a la curva de Phillips para una economía cerrada⁹. De esa manera, el nuevo consenso adopta una hipótesis de neutralidad de los factores externos sobre la inflación doméstica.

Donde π_t es la inflación actual, a es el coeficiente de inercia considerado igual a uno ($a=1$), Y es el producto, e Y^* el producto potencial que se considera exógeno e independiente de Y , $b > 0$ es el coeficiente que expresa la brecha en el producto; y c una constante de promedio estadístico cero ($c=0$). Con dichos supuestos, la inflación es impulsada aceleradamente por shocks de demanda, que incrementan la brecha de producto y que merced al supuesto de $a=1$, de inercia completa, acelera la inflación con solo un shock.

La hipótesis de neutralidad de los factores externos deducida más arriba, para determinar la tasa de interés para una economía abierta, se establece por la regla de Taylor (la tasa de interés debe estar por encima de la tasa de inflación), la que resulta idéntica al caso de economía cerrada:

$$i = \pi_t + \varphi(\pi_t - \pi_{t-1}) + \gamma(Y - Y^*) + r_n^e \quad [7]$$

Si se cumple la PPP, implica que $(Y - Y^*) = 0$ y $(\pi_t - \pi_{t-1}) = 0$,

$$\text{se obtiene: } r_n^e = i - \pi \quad [8]$$

que coincide con la tasa esperada en una economía cerrada.

II.2. Crítica de supuestos convencionales

El modelo aceleracionista convencional se definió más arriba, en los supuestos sobre los parámetros a , b y c de la ecuación 1 (Serrano, 2006). Se analizarán las consecuencias de mantener estos supuestos convencionales y las alternativas que surgen si se modifican.

⁹ Serrano (2006), Ross (1989)

- 1) El coeficiente de inercia es el que permite dar persistencia a la inflación, y se lo supone igual a uno ($a=1$), por lo que cualquier shock (de oferta o demanda) aumentará con persistencia y pasará completamente los precios pasados a los actuales dando un aumento acelerado de la inflación. Sin embargo, este coeficiente desde los '80 (periodo de "la gran moderación" salarial) es sistemáticamente menor que uno, lo que abona la hipótesis alternativa de una inflación que no puede ser mantenida en el tiempo con un shock inicial.
- 2) Los shocks de oferta son supuestos en promedio y a largo plazo iguales a cero ($c=0$), por lo cual la inercia inflacionaria reproduce solo los impulsos de demanda a largo plazo, y es la que normalmente se encuentra analizada como inflación *núcleo*¹⁰. En efecto, según el nuevo consenso, la oferta impulsará solo temporariamente a la inflación por lo que se extinguirá cuando este impulso mengüe, o se mantendrá si el impulso es continuo -como el caso de los años '80 en la Argentina- que derivó en una hiperinflación en 1989¹¹.
- 3) Mientras que $b>0$ es un coeficiente que pondera la brecha de producto ($Y-Y^*$) que se torna positiva por efectos de los shocks de demanda y que son, en virtud del supuesto 2, los únicos responsables pasados de la inflación actual. Es extraño sin embargo, considerar en promedio los shocks de oferta en media igual a cero -en tanto involucran a la puja distributiva, la suba de salarios, la inflación internacional, las devaluaciones- y no considerar, en cambio, que los shocks de demanda son en media igual a cero (ver Serrano 2006).

10 Frente a un shock de oferta negativo, el BC puede optar por no intervenir si juzga que dicha inflación es temporal; o bien intervenir con un impulso de demanda negativo sea que se trate de inflación por un shock de oferta ($c>0$) o demanda ($Y>Y^*$). Es decir que subiendo la tasa de interés origina un impulso de demanda inversa reduciendo el nivel de actividad.

11 Según la visión convencional, supone que la suba de tasa de interés afecta negativamente a la inversión. Sin embargo el hecho estilizado del acelerador de la inversión niega este canal, y afirma otro de costos: atrae flujos de divisas, apreciando el tipo de cambio y por esta vía ejerce un impulso de contención y baja de precios. Ver Fiorito, (2015:85-90)

Para la visión del nuevo consenso, la afectación de precios por una política monetaria se la considera neutral a largo plazo, es decir que no afectaría el crecimiento del producto, actuando solo sobre el ciclo y sobre la tasa de inflación (Pivetti, 2000). Si esto es así para el *mainstream*, no hay razones claras de por qué una menor inflación sería preferible por esta posición (Lavoie, 2006)¹².

II.3. Visión alternativa: los supuestos pueden ser más realistas

Si se levanta el supuesto 1) no habrá inercia total con $a < 1$.

Si se levanta el supuesto 2) ante shocks de oferta, con $c > 0$ (suba de precios de insumos importados, del petróleo o bien una devaluación) la tasa de inflación se acelerará hasta el punto en que el shock finalice y entonces $c = 0$. No hay neutralidad de variables externas como el tipo de cambio, y precio internacionales.

Si se levanta el supuesto 3) se supone que el producto potencial es endógeno y sigue la tendencia de crecimiento del producto efectivo y de la demanda. Una explicación de este tipo de crecimiento se da por el multiplicador y acelerador de la inversión con distribución del ingreso exógena (Amico *et al*, 2010).

Además, para la visión alternativa se supone que el tipo de cambio nominal es función del diferencial de tasas de interés nominal $i - i^*$ en el corto plazo y que el Banco Central (BC) utiliza a la tasa de interés para alcanzar la meta de inflación. Para la ecuación 2) de la IS se supone que la variable autónoma es el gasto público.

Como resultado, la explicación de la inflación se torna completamente incompatible con la visión del nuevo consenso (o cuantitativismo endógeno).

Si entonces la formación de precios se da como suma de costos en virtud de levantar el supuesto 2) $c > 0$, macroeconómicamente la formación de los precios puede darse por la siguiente expresión:

12 Existe algún tipo de ecuación oculta, la cual explicaría esta política.

$$P_t = lW + kP_{t-1}(1 + i) + meP_t^{*13} \quad [9]$$

Donde P_t es el nivel de precios, l , k , y m son los coeficientes técnicos de insumos de trabajo, de capital e importados respectivamente, W es el salario nominal y P_t^* es el precio en divisas del insumo importado.

II.4. Inflación de costos y puja distributiva

La variación de precios aplicada a ecuación [9], previamente tomada en logaritmos, da lugar a la siguiente expresión en variaciones que depende de tres variables causales:

$$\pi_t = lw + ki + m(e + \pi_t^*) \quad [10]$$

Definiendo a la variación de precios general π_t , la variación de salarios w , la variación de la tasa de interés i ; la variación del tipo de cambio e ; y la variación de la inflación internacional π_t^* forman la ecuación [10].

Si la variación de salarios depende asimismo de la inflación anterior y de la tasa de desocupación U , se puede representar de la siguiente manera:

$$w = \rho\pi_{t-1} + \tau U + c \quad [11]$$

Siendo ρ el coeficiente que acompaña la inflación pasada y τ el coeficiente correspondiente a $U = \frac{N-L}{N}$ que a su vez es definida por la resta del total de la población activa (N) y los ocupados (L). El parámetro c representa factores culturales e institucionales¹⁴. Reemplazando [11] en [10] y operando convenientemente se obtiene una curva de Phillips:

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + \varphi U + lc + ki + m(e + \pi_t^*) \quad [12]$$

Se supone que la inercia es parcial por lo que entonces se cumple que $a < 1$ y cualquier shock tendrá un efecto temporal sobre la inflación. Se pueden descartar de la ecuación, por tener un efecto

13 Se toma la tasa de interés nominal sin las ganancias netas de empresa, por simplificación igualándolo al *mark-up* nominal.

14 La variable c afectando el crecimiento de los salarios, no guarda un necesario y asociado comportamiento con el nivel de actividad.

temporario, los shocks de demanda, debido al ajuste de la capacidad productiva que sigue a la demanda efectiva cerrando la brecha más allá del corto plazo (acelerador de la inversión). Del mismo modo, la tasa de interés i también se elimina de la ecuación [12] al tener un efecto temporario sobre la inflación (la i tiene efectos sobre el nivel de precios más que con su variación).

Operando sobre [12], la inflación desde esta visión de costos y puja distributiva depende entonces de la inflación internacional π_t^* , de la variación del tipo de cambio e^{15} , del nivel de conflicto c , del nivel de desempleo U y de la persistencia inflacionaria a^{16} .

$$\pi_t = \frac{\varphi U + lc + m(e + \pi_t^*)}{1 - aL} \quad [13]$$

II.5. Los resultados empíricos para la región y la Argentina

Este modelo teórico alternativo expresado en (13) permite explicar muy bien los resultados empíricos para la región que identifican y ponderan la contribución específica de los componentes inercial, distributivo, importado, cambiario y de exceso de demanda sobre la tasa de inflación observada.

En Trajtemberg *et al.*, (2015) se obtienen resultados que explican la inflación con un modelo econométrico para datos de panel con frecuencia anual correspondientes a 11 países de América Latina durante el período comprendido de 1990 a 2013. Para la región en su conjunto, se obtienen los cuatro siguientes resultados para la inflación¹⁷:

1) Existe una alta correlación (0.762) del tipo de cambio con la variación de los costos laborales unitarios ajustados por productividad (c) exógenos y del período anterior y la variación de los precios, donde los resultados son netos de la variación de precios anterior.

15 En la sección 3 se desarrolla la formación del tipo de cambio y sus efectos.

16 Otra variable que se incluye para explicar la evolución del salario es la variación de la productividad en tanto que si los salarios crecen por debajo de la misma, su incidencia en la formación del precio caerá.

17 Para el método de Arellano y Bond.

En suma, se trata de todos los factores institucionales y de puja por reparto del ingreso por los que los costos laborales unitarios pueden cambiar, excluido el ajuste por inflación del período anterior, por lo que es calculado neto del efecto inercial de precios explicado en el punto 4 más abajo.

2) Existe una significatividad del tipo de cambio nominal e (0.326) que abona la ecuación 6, donde el tipo de cambio es un término de la variación de los precios en tanto que Insumos importados y productos exportables pertenecen a la canasta salarial y por ende afectan al índice de precios al consumidor. También juega aquí un rol no menor la inflación internacional: π_t^* (0.227). Un hecho estilizado (efecto repase) que deriva de esta correlación asociada a la variación del TC y su traslado a precios suele variar dependiendo de la situación en que se encuentre la reactividad del salario según la ecuación anterior [11].

3) Se obtiene una irrelevante brecha del producto desde el punto de vista estadístico: (0.147). Esto contradice al enfoque convencional que considera a la inflación como un fenómeno debido al exceso de demanda. En suma, la demanda no tiene efecto directo sobre la inflación núcleo, como suele observarse en las políticas de manejo de tasas de interés para obtener objetivos de tasas de inflación.

4) Se debe considerar el papel de la inercia inflacionaria (0.326), que es estadísticamente similar al regresor del tipo de cambio y bastante menor que el efecto de la variación de los costos laborales. Como se había desarrollado más arriba, el papel de este efecto está subordinado a la existencia de la puja distributiva. En efecto, la “inercia” capta los niveles de precios anteriores que provienen de la respuesta e interacción de los *mark-ups* con las variaciones salariales. Sin embargo, queda claro por la evidencia econométrica que la inflación no es explicada por la inercia, dado que los coeficientes obtenidos por esta son muy menores en relación a los costos salariales y por el efecto de la variación del tipo de cambio.

Además, el trabajo de Trajtemberg *et al* (2015, pp.174-188) realiza una descomposición de los factores que permiten explicar la tasa de inflación para cada año de la etapa 1993-2013 en el caso específico de Argentina. El estudio presenta tres resultados altamente significativos y concluyentes que ponen en cuestión ciertas visiones usuales de la inflación argentina (tanto ortodoxas como heterodoxas):

1) Considerando la alta correlación existente entre la variación de los costos laborales unitarios en un período y la variación del nivel de precios en el periodo anterior, los autores utilizaron una regresión auxiliar para eliminar la parte de la variación de los costos laborales unitarios debida a la inflación previa. Por lo tanto, los costos laborales unitarios considerados son “netos”, es decir no incluyen el efecto de la inflación del período anterior. Así, se logra captar el efecto de un cambio “autónomo” de los costos laborales sobre la inflación. Con este criterio, aún así, la inercia o persistencia inflacionaria nunca es la parte más importante de la inflación en cada año. En algunos años (2008, 2011, 2012, 2013), la inercia es similar a la incidencia autónoma de los costos laborales unitarios, y ambas variables son más importantes que el tipo de cambio (excepto en 2002 y 2013). Esto implica que no existen bases empíricas para caracterizar a la inflación argentina como “inercial” y esto se debe a que incluso en etapas donde la tasa de inflación es más o menos constante, la puja distributiva es un factor crucial que también puede producir el fenómenos de una inflación crónica y estable¹⁸.

2) La brecha de producto no tiene ninguna significación en la inflación argentina. Por ende, la idea de que el banco central puede controlar la inflación regulando los “excesos de demanda” carece de sentido.

3) El tipo de cambio es otro factor crucial de la dinámica inflacionaria y no parece tener efecto neutro sobre la inflación, al menos en los plazos relevantes para la política macroeconómica.

Cabe considerar que si bien no aparece el desempleo como variable, si este es persistente tendrá efecto sobre la resistencia salarial y,

18 Sobre la *teoría* de la inflación inercial, ver Ros (1989) y Serrano (2010).

por lo tanto, sobre la inflación tal como se muestra en ecuación [10] y [12] (ver Amico, 2015)

II.6 . Modelos de transables y no transables: el problema de recursividad¹⁹

Algunos modelos neodesarrollistas plantean que el efecto de una variación del tipo de cambio real implica una modificación de los precios relativos entre productos transables y los no transables con el exterior, con el propósito de disminuir el salario real, una ventaja competitiva en los primeros productos. En este tipo de modelos se ha postulado una función Cobb-Douglas para la producción de bienes transables, y una función de coeficientes fijos para bienes no transables o bien una función con algún factor fijo. Con esos supuestos, ante una devaluación del tipo de cambio e , se obtiene un crecimiento de la relación de precios relativos $P_r = \frac{P_t}{P_{nt}}$, lo que mejora la rentabilidad relativa $R_r = \frac{r_t}{r_{nt}}$ y, por lo tanto, incentiva mayormente la inversión en los productos transables, elevando a su vez la producción transable y el empleo en dicho sector por la caída salarial real $\frac{w}{p}$. (Gerchunoff & Rapetti, 2015).

Así, se derivan dos efectos: el efecto sustitución (por el aumento de P_r) y el efecto ingreso (debido a la expansión del producto transable y_t) que traccionan la producción no transable y_{nt} . En primer lugar, un aumento de P_r favorece un mayor consumo de no transables por parte del mayor número de empleos generados en el sector y_t que, a su vez, lleva a un mayor empleo en el sector de no transables²⁰. No obstante, de esta interacción de producción pueden surgir resultados distintos P_r para de los que afirma esta visión neodesarrollista.

19 En un esquema donde la producción de mercancías se realiza por medio de mercancías, las variaciones de precios son variaciones de costos que dentro de la integración productiva dada producen resultados que desvirtúan la convencional denominación de las actividades productivas como “mano de obra o capital intensivas”.

20 Dependiendo de las funciones de producción que se supongan, se puede incidir en los rendimientos marginales y a escala de los no transables, vg. una Cobb-Douglas con trabajo y un factor fijo implica rendimientos marginales y a escala decrecientes. Sin embargo, no evita el resultado general de una indeterminación a priori del resultado. Ver Dvoskin, et al (2017)

De hecho, si se postula como caso general que los bienes no transables son insumos de los bienes transables y viceversa ambos serán básicos y por lo tanto, sus precios serán los costos del otro.

A resultados de ello y como es sabido desde la crítica de Sraffa en Producción de Mercancías por medio de Mercancías, ante variaciones de precios (devaluación) la relación entre ellos no podrá ser determinada a priori. Si se tienen los dos sectores transables (t) y no transables (nt) con insumos básicos cruzados:

$$eP_t(1 - x) = p_t = (1 + r)(Wl_t + P_{nt}K_{nt}) \quad [13]$$

$$eP_{nt}(1 + t) = p_{nt} = (1 + r)(Wl_{nt} + eP_tK_t)^{21} \quad [14]$$

Donde P_i son los precios, t es el arancel a las importaciones, x impuestos a exportaciones, r es la tasa de interés (piso de la tasa de ganancia que incorpora las ganancias netas de empresa), W los salarios, e el tipo de cambio, l el coeficiente de trabajo, y K los coeficientes de insumos.

Entonces, ante una devaluación, la evolución de los costos de los bienes no transables afectarán a la formación de precios de transables y viceversa. (ecuaciones 13 y 14) y por lo tanto los precios relativos $P_r(l_t, l_{nt}, K_t, K_{nt})$ dependerán de sus coeficientes técnicos de trabajo y capital particulares²². Es más, en relación con la puja distributiva luego de una devaluación, la suba inicial de e va a implicar un encarecimiento de los bienes salariales y, en tanto que en la Argentina y otros países de la región “se exporta lo que se come”, impulsará una recuperación salarial real, que revierte la devaluación en términos reales y que puede reducir sustancialmente a P_r .

Así, podemos concluir que, con una variación del tipo de cambio (variable distributiva que modifica los salarios reales), toda la cadena causal de precios relativos puede variar sin un resultado determinado a priori como el estipulado en estos modelos.

21 Estas ecuaciones bien pueden ser otras, y la crítica al resultado de precios relativos neodesarrollista no sufrirá modificaciones.

22 El fenómeno de reversión del capital basado en la recurrencia de los bienes básicos de capital, puede manifestar variaciones de valores de los productos que integra, opuestas al sentido marginalista habitual del principio de sustitución, vg. que crezca la demanda de la producción con mayor cantidad del insumo que se encareció.

III. El crecimiento argentino y el tipo de cambio real

Consideremos un modelo muy simple donde el crecimiento es liderado por la demanda²³. Se utilizará este modelo simple para representar el patrón de crecimiento de la economía argentina en años recientes. Se dividen los componentes de la demanda en dos grupos: gastos autónomos y gastos inducidos. Los gastos autónomos (por ejemplo, el gasto público o las exportaciones) son independientes del nivel de ingreso o producto generado en el período corriente. Contrariamente, los gastos inducidos (inversión en capacidad productiva, o consumo asalariado) *dependen* del nivel de producto que las empresas deciden producir y forzosamente varían cuando se modifica el nivel de ingreso corriente. Se tiene entonces:

$$D = G + Z + X + hY + wl(1 - t)Y - mY \quad [1]$$

Donde D es la demanda efectiva agregada, G es el gasto público, X son las exportaciones, Z es el nivel de consumo autónomo (por ejemplo, el consumo de los trabajadores financiado por crédito), $h=I/Y$ es la “propensión a invertir”, es decir, $I = hY$ ²⁴; w/Y es la participación de los salarios en el ingreso antes de impuestos (donde w es el salario real, l es el nivel de empleo y t es la tasa impositiva), y finalmente m es la propensión a importar, tal que $m = M/Y$ ²⁵. El nivel de producto potencial de la economía seguirá la tendencia de la demanda efectiva y del producto efectivo ($Y^* \rightarrow Y \rightarrow D$). Luego:

$$Y = (G + X + Z) \frac{1}{[1 - wl(1 - t) - h + m]} \quad [2]$$

23 El modelo sigue las líneas esenciales presentes en Serrano (1995). Con algunas diferencias, modelos similares pueden encontrarse en Bortis (1984,1989) y De Juan (2005). Para una discusión actual puede verse Freitas & Serrano (2015).

24 Esto se debe a un mecanismo de acelerador flexible. De hecho como las firmas desean ajustar el nivel de su stock de capital a tendencia de largo plazo de la demanda efectiva. Eso permite escribir la propensión marginal a invertir como: $h=vg^e$, donde v es una relación técnica de capital sobre producto normal y g^e es el crecimiento esperado del producto (ver Freitas & Serrano 2015).

25 No hay cambios para lo que se trata aquí, si se considera a las importaciones en relación con el total de la demanda y no solo con el producto.

El nivel de producto que las empresas desean producir es un múltiplo de los componentes autónomos de la demanda ($G+X+Z$) más la inversión inducida ($I=hY$), mientras que el multiplicador será mayor cuando la propensión marginal a consumir sea mayor (en este caso, dada por la participación de los asalariado en el ingreso). Por último, una mayor propensión a importar (m) implicará que una parte de la inyección autónoma de demanda se “filtrará” hacia el exterior. El modelo simple resumido en la expresión [2] nos permitirá presentar los rasgos principales del patrón de crecimiento de Argentina en los últimos años. También ofrece un contexto para analizar los potenciales efectos del tipo de cambio real sobre el crecimiento.

¿Cómo afecta el tipo de cambio real al crecimiento según el modelo resumido en [2]? En principio, como se vio en la sección anterior, un aumento del tipo de cambio nominal (e) produce una *aceleración* de la inflación y por ende una reducción del salario real (w/p), al menos en el corto plazo²⁶. Luego, la disminución del salario real lleva a una reducción del consumo asalariado y una consecuente caída del PIB (Y):

$$\uparrow e \rightarrow \uparrow p \rightarrow \downarrow (w/p) \rightarrow \downarrow Y \quad [3]$$

Por otro lado, el tipo de cambio real podría tener un efecto positivo sobre las cantidades exportadas. En general, ese efecto es muy pequeño²⁷ (si existe):

$$\uparrow e \rightarrow \cong X \quad [4]^{28}$$

26 “Si el análisis se concentra en los momentos de aceleración, se observa que el tipo de cambio parece ser el factor que más contribuyó a la variación de la inflación en las fases en que esta se aceleró en la Argentina, el Brasil, México y Venezuela” (Trajtemberg et al, 2016:186).

27 Zack & Dalle (2014); Berretoni & Castresana (2008); Zack & Fares (capítulo 4 de este libro).

28 En general las elasticidades-precio del comercio son pequeñas: 0.07 para exportaciones, 0.32 para importaciones. mientras que son bastante mayores las elasticidades-ingreso por efecto de las demandas respectivas: 0.85 para exportaciones y 1.72 para las importaciones (Zack & Dalle, 2014, pp. 39-40)

De modo que, en general, la variación positiva de las cantidades exportadas tras el aumento del tipo de cambio real, si existe, es insuficiente para siquiera compensar el efecto contractivo de la caída del salario. La evaluación de estos dos impactos (y su repetida confirmación histórica) está en la base de la hipótesis de la *devaluación contractiva*.

Existe, sin embargo, un tercer canal (*derivado* de [3] y [4]) que es crucial y que complementa y refuerza la hipótesis de la devaluación contractiva. La disminución de los salarios reales suponen una menor demanda de bienes de consumo para los asalariados y, por tanto, supone que el grado de utilización de los todos los sectores que (directa o indirectamente) atienden esa demanda se reduce. Este menor grado de utilización de la capacidad induce una caída de la inversión privada proporcionalmente mayor que la caída del producto. Así, dado que el resultado *neto* de la devaluación es contractivo, forzosamente le sigue una disminución de la propensión a invertir ($h=I/Y$), lo que involucra algunos efectos adicionales importantes.

$$\downarrow Y \rightarrow \downarrow h \rightarrow \downarrow I/Y \rightarrow \downarrow M \rightarrow \downarrow m \quad [5]$$

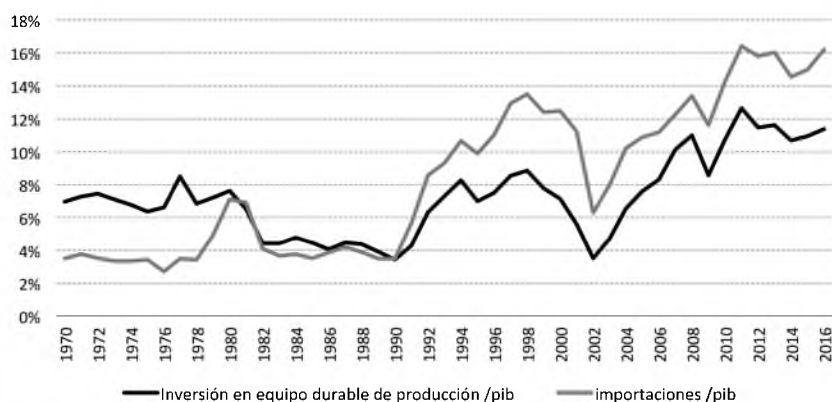
En términos del modelo, la reducción del multiplicador tendrá solo un *efecto de nivel* sobre el producto, el que disminuirá *once and for all* para luego continuar creciendo al ritmo de la demanda autónoma.²⁹ A su vez, la baja de la propensión invertir (h) será transitoria y luego regresará a la tasa de crecimiento de los gastos autónomos (dada por el crecimiento medio ponderado de X , Z y G)³⁰.

29 Para la distinción entre efectos de nivel y efectos sobre la *tasa de crecimiento*, ver Freitas & Serrano (2015).

30 “On the other hand, a permanent change in the marginal propensity to save will have a level effect on output and capacity but no permanent effect on the trend rate of growth. If the marginal propensity to save decreases (say, because of an exogenous increase in the wage share), consumption and aggregate demand will initially grow faster as the multiplier of the economy has now increased. But this will be just a level effect, as the economy will tend to return to a growth rate that matches at the rate of growth of autonomous consumption, with a higher multiplier and the same required trend investment share” (Freitas & Serrano, 2015, p. 16).

La secuencia anterior supone que la propensión a invertir es el **determinante principal** de la propensión a importar, algo natural puesto que la mayoría de las importaciones del país son bienes de capital, piezas y accesorios para bienes de capital e insumos intermedios.

Gráfico 1. Argentina: Propensión a invertir y a importar, 1970-2016 (en %)



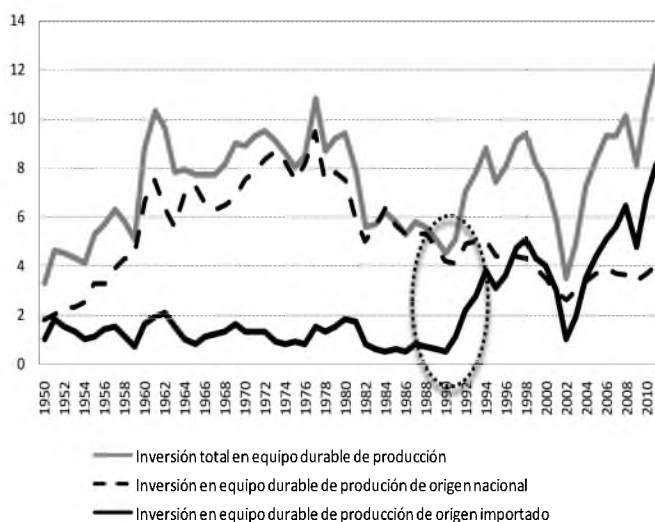
Fuente: Ferreres (2010) y Ministerio de Economía y Finanzas.

La estrecha correlación entre inversión e importaciones es debida a los cambios estructurales ocurridos durante la apertura comercial que tuvo lugar entre 1988 a 1991³¹. Hasta 1990, por ejemplo, la inversión privada en bienes de capital, impulsada por el ritmo de la demanda final, estaba altamente correlacionada con la producción nacional de bienes de inversión e insumos (Gráfico 2). Con cada ciclo de auge de la economía, la inversión en equipo de producción crecía. Esta era, a su vez, una de las principales fuentes de creci-

³¹ Por ejemplo, en el período 1950-1989 la correlación entre la inversión total en equipo durable de producción y la inversión en equipos de producción importados fue de 0,45, mientras que en 1990-2011 esta correlación aumentó a 0,95 (estimado en base a las series presentadas en Coremberg, Heymann, Goldzier & Ramos (2007)).

miento industrial, ya que la oferta de bienes de capital, insumos y bienes intermedios era crecientemente satisfecha por una producción nacional, estimulada por las políticas estatales de sustitución de importaciones. Pero, desde 1990, la inversión productiva agregada ha mostrado una correlación estrecha con la demanda de bienes de capital y bienes de capital importados, y a partir de ahí, cualquier aumento en la inversión se traduce en una aceleración de las importaciones.

Gráfico 2. Inversión en equipo de producción importado y nacional (% del PBI)



Fuente: Elaborado en base a Coremberg, Heymann, Goldzier & Ramos (2007).

En términos más generales, esta característica permite comprender mejor la importante reducción del coeficiente de importaciones (m) que ocurre durante las recesiones. Las reformas de la liberalización del comercio incluían barreras arancelarias y no arancelarias. La mayoría de las interpretaciones de las causas de la desarticulación industrial y productiva, y de la apertura importadora en los años 90,

aparecen siempre concentradas en el “retraso” del tipo de cambio real y la rebaja de aranceles. Pero, dado que todas las estimaciones muestran que el “efecto precio” es generalmente pequeño, una parte significativa de la explicación de qué afectó la estructura productiva de una vez y para siempre en un sentido sistémico parece estar ausente. Algo importante parece faltar.

Como fue observado por Schvarzer (1995) la liberalización comercial no fue producida exclusivamente por el canal de precios. Schvarzer observó que la industria argentina gozó de una protección muy generosa por un período de más de medio siglo. Dicha protección consistía en aranceles elevados, barreras para-arancelarias y también en la *prohibición* de importar una gama muy amplia de bienes. Esto comenzó a cambiar radicalmente entre 1989 y 1991, cuando se introdujo una amplia reforma estructural (regresiva) en la economía. Ciertamente, los aranceles promedio fueron mucho más bajos que antes, pero sobre todo fueron *eliminadas* todas las prohibiciones a la importación, así como las barreras para-arancelarias.

Un aspecto fundamental fueron los cambios en el sistema de compras estatales y de contratación pública. Históricamente, se había establecido un amplio sistema de empresas públicas que, junto con la inversión del Estado en infraestructura (carreteras, hospitales, etc.), requerían una compra masiva de bienes. En la medida en que esta demanda de bienes se dirigía hacia la industria doméstica (con el llamado “Compre Nacional”) se convirtió en una poderosa herramienta para estimular la actividad local.

Al principio, este proceso surgió más o menos espontáneamente. Más tarde, sin embargo, el poder de compra del Estado se convirtió en un régimen sistemático, y fue regulado y aplicado a una amplia variedad de actividades con resultados notables. Desde la promoción “fácil” de producción y sustitución de varios bienes de consumo se expandió rápidamente al incentivo de la industria de bienes de capital. “Gran parte de la producción argentina de equipos pesados y tecnologías avanzadas nació de este proceso” (Schvarzer, 1995:24). Ciertamente, la continuidad del proceso exigía que las empresas públicas se trasladaran hacia nuevas áreas, con demandas tecnológicas más sofisticadas, lo que

planteaba nuevos desafíos al sistema. No obstante, la decisión de privatizar las empresas públicas puso punto final al proceso.

La transferencia de empresas públicas a operadores privados representó un cambio radical en el régimen previo. Ahora, con pocas excepciones, las empresas privadas que operaban en zonas anteriormente nacionalizadas no tenían obligación de dirigir su demanda de bienes hacia la industria local. Así, los proveedores locales tradicionales se vieron obligados a competir con la producción importada. El debilitamiento de los organismos que habían impulsado la industrialización liderada por el Estado completó el proceso de transferencia de decisiones del sector público al sector privado y cerró una etapa histórica en la que el poder de compra del Estado había sido una fuerza orientadora en el proceso de industrialización en el país.

Una forma simple de testear estas hipótesis sería utilizando variables *dummy* para los años de liberación comercial junto con las tradicionales variables que miden la elasticidad precio e ingreso de las importaciones. Es lo que hacen Pacheco-López & Thirlwall, (2006) para una muestra de 16 países en el lapso 1977-2002. El resultado es que la elasticidad ingreso *antes* de la liberalización del comercio es 2.08 y *después* de las reformas es 2.63 (mientras el coeficiente del tipo de cambio real se reduce aún más en la segunda estimación). Esta prueba alternativa confirma la hipótesis de que el período de liberalización del comercio está relacionado con un aumento de la elasticidad *ingreso* de la demanda de importación.

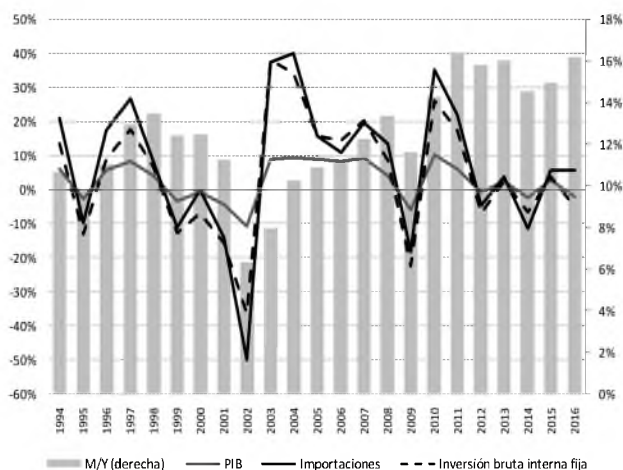
En tal contexto, desde 1990, cuando la economía experimenta un *boom* (el PIB creció 9,1% en 1991, 7,9 en 1992 y 8,2 en 1993), la inversión en equipos naturalmente se acelera. La IBIF en equipo durable de producción, que había caído 14,1% en 1990, creció 38,6% en 1991 y 61,6% en 1992, siguiendo el principio del acelerador.³² Las importaciones, por supuesto, aumentaron aún más. Este aumento fue el resultado combinado del crecimiento de la inversión inducida (por

32 Frenkel, Fanelli & Bonvecchi (1997, p.43) observaron que, pese a los flujos de capital, “la evolución de la demanda agregada sigue siendo un determinante crucial de la demanda de inversión”. Para explicar el comportamiento de la inversión agregada, los autores estimaron un modelo de acelerador flexible utilizando series trimestrales para el período 1980-1995, y el modelo estimado probó ser enteramente significativo durante todo el período.

ende, de la nueva dinámica de los gastos autónomos) sumado a un “cambio de nivel” (estructural) producido tras el proceso de apertura comercial³³.

Así, las relaciones implicadas en la secuencia [5] pueden resumirse e ilustrarse en el Gráfico 3. Dado que el comportamiento de las importaciones es dominado por el nivel de actividad y, en particular, por la dinámica de la inversión, los efectos del tipo de cambio real sobre las importaciones tienen lugar *indirectamente*, en la medida en que el tipo de cambio real afecta el salario real y por esta vía el nivel de actividad. Es decir, prevalece casi enteramente el “efecto ingreso”³⁴.

Gráfico 3. PBI, inversión e importaciones
(variación % anual y %)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

33 Damill, Frenkel & Maurizio (2002) utilizan el tipo de cambio real como variable explicativa para la dinámica del producto y de las importaciones, en una estimación econométrica que cubre el lapso 1992-2001. En ambos casos la inclusión del tipo de cambio real *no resultó significativa*. Los autores adjudican esta carencia de significación a la reducida varianza de la variable en el período. De todas formas, el resultado es compatible con la interpretación alternativa que proponemos.

34 Los coeficientes de **elasticidad-ingreso de las importaciones** son importantes: 2.76 y 2.88 para largo y corto plazo, mientras que las **elasticidades-precio** de las mismas son menores: -0.34 y -0.21 para largo y corto plazo (Berretoni & Castresana, 2008, p. 94).

De este modo, con las grandes devaluaciones (2002, 2014, 2016) el salario real cae y se reduce el *PIB*. La inversión privada **disminuye aún más** (por efecto del acelerador), por ende, cae la relación I/Y (inversión/producto) y eso hace caer las importaciones *más* que el producto. La excepción (apenas parcial) es 2016 donde las importaciones crecieron a la misma tasa que el año previo, aunque la inversión disminuyó. En 2016, con el *PIB* cayendo, las importaciones de bienes de consumo aumentaron debido al recorte del sistema de licencias no automáticas y otros recursos de regulación del comercio exterior, lo que provocó una suba inusual (“autónoma”) de importaciones de bienes de consumo.

Dado que la sobre-reacción (caída) de la inversión y de las importaciones que sigue a las grandes devaluaciones *reduce* la relación entre importaciones y *PIB* (cae m), esto condujo a muchos economistas a afirmar (erróneamente) que tras la devaluación de 2002 habría ocurrido una “espontánea” *sustitución* de importaciones. Además, este proceso de sustitución habría sido extremadamente fugaz, ya que enseguida el coeficiente de importaciones retomó una senda creciente, alcanzando hacia 2008 los niveles máximos de la convertibilidad aún con un nivel del tipo de cambio real todavía considerado “competitivo”^{35 36}. Pero, como se dijo, la dinámica de la propensión a invertir explica casi enteramente ese resultado.

El otro factor que contribuyó para la reducción de m (M/Y) fue la dinámica de las compras externas de bienes de consumo (particularmente durables y semi durables). Los bienes de consumo pasaron de representar el 18% de las importaciones totales en 2000 al 13% en 2002. Otra vez, algunos analistas creyeron ver aquí una (también) fugaz sustitución. Pero existen otras razones, más plausibles, para explicar este cambio. En principio, la crisis externa de 2001 indujo una suba muy fuerte de las tasas de interés. La desaparición

35 “Maintaining a SCRER became a central piece of the macroeconomic strategy and proved to be a key factor behind the economic recovery and growth between 2002 and 2008” (Damill, Frenkel & Rapetti, 2015, p. 4)

36 Extrañamente a nadie se le ocurrió argumentar, con la misma lógica, que en 2014, tras la devaluación de comienzos de este año, el nivel del PIB de 2014 resultó prácticamente idéntico al de 2012 aunque con un volumen *menor* de importaciones. ¿Por qué no afirmar que hubo entonces “sustitución de importaciones”?

del crédito (estrechamente asociado con el consumo de bienes durables y semidurables) llevó a una caída fenomenal del consumo de ese tipo de bienes, que habían tenido una significativa incidencia en las importaciones. Se confundió la *supresión* de algunas importaciones (altamente elásticas a cambios en el ingreso) y un cambio en la composición de las compras externas, con un proceso de *sustitución* de importaciones por producción doméstica.³⁷

Resumiendo los resultados previos, en términos de nuestro sencillo modelo *demand-led* [2], se puede decir que la fase 1991-94 se caracterizó por una fuerte expansión del PIB del 40%. La fuerte reducción de la inflación y el rápido crecimiento del crédito impulsaron la demanda agregada, vía aumento del gasto público (ΔG), suba de los salarios reales (aumento del consumo inducido, $\Delta w/l$)³⁸, aumento de la inversión inducida, Δh) y un *boom* de crédito que sustentó la expansión del consumo de bienes durables y automóviles (ΔZ). Asimismo, pese que el tipo de cambio real disminuyó, las exportaciones crecieron a tasas importantes (ΔX).

Por otro lado, aunque la relación importaciones/producto aumentó (por el fuerte crecimiento de la inversión), la “filtración” de la demanda autónoma hacia el exterior fue *más que compensada* por el aumento de la participación de los asalariados en el ingreso, de modo que el supermultiplicador tendió a subir, al menos hasta 1993 inclusive³⁹. Lógicamente, aunque el rápido crecimiento del componente importado (derivado de la dinámica de la inversión) no impidió el

37 “Los bienes de consumo al igual que los vehículos automotores poseen demandas más elásticas que el resto de los usos, por consiguiente, la caída del ingreso tuvo mayor impacto en estos bienes que en el resto” (Mecon, 2004). El informe mencionado observa también que luego los bienes de consumo replicaron el comportamiento del agregado reflejando una moderada reacción frente a la recuperación del ingreso doméstico, posiblemente porque la demanda de bienes durables y semidurables todavía se encontraba satisfecha con las compras realizadas en años anteriores.

38 En el comienzo del plan de convertibilidad, la parada abrupta de la hiperinflación fue posible gracias a la fijación del tipo de cambio nominal en 1991. Comenzó así un proceso de desaceleración nominal de todas las variables de la economía aunque a ritmos diferentes. Por ejemplo, según datos del Ceped, en 1990 el salario real medio subió casi 20%. Luego siguieron aumentos reales de menor magnitud pero igualmente significativos (3,2% en 1991, 6,0% en 1992 y 5,3% en 1993) y desde 1994 entraron en una fase de declinación.

39 Ver Fiorito, (2015, p. 99)

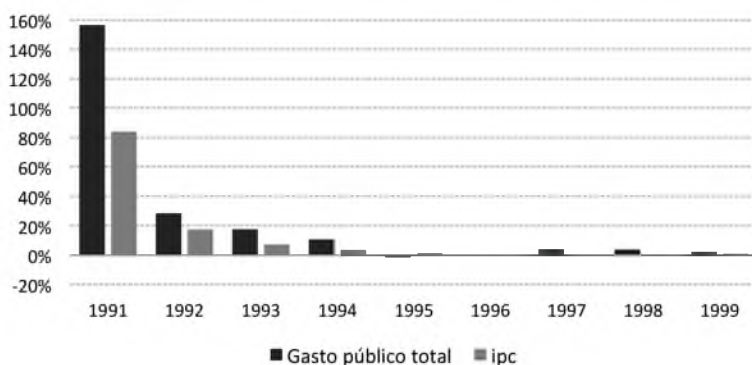
crecimiento interno, generó una tendencia al desequilibrio comercial ya desde 1992.

Por ende, como la recaudación tributaria aumentó más que el gasto público, en parte por los ingresos de las privatizaciones pero esencialmente por el aumento de los componentes *autónomos* e *inducidos* de la demanda, el peso del sector público se redujo en más de 3 puntos porcentuales respecto del PIB, y el resultado fiscal primario pasó de un déficit de -3,08% del PIB en 1990 a un superávit de 1,7% en 1992.

Lo paradójico para un enfoque convencional es que estos resultados se alcanzaron gracias a una fuerte *expansión* del gasto público. Ciertamente, el gasto público *nominal* se desaceleró rápidamente, pero a un ritmo mucho menor que la inflación.

De modo que esa forma de desinflación dio lugar a una política fiscal expansiva (la suma del gasto público en consumo, salarios, seguridad social e inversión, en términos *reales*, subió 39% en 1991). Luego, cuando el gasto público real tendió a desacelerarse, el superávit fiscal primario dio paso gradualmente a un resultado deficitario.

Gráfico 4. Gasto Público e inflación (Variación % anual)



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2010) y Mecon.

¿Qué ocurrió en la etapa 2003-2011? Paradójicamente, la economía creció de un modo muy similar. Desde 2003, se puso en prác-

tica una política fiscal claramente expansiva (ΔG)⁴⁰. La política fiscal también fue un factor importante en el impulso autónomo del consumo privado debido a las significativas transferencias sociales que el gobierno comenzó a implementar desde 2007 en adelante. Dos hitos en estas políticas fueron el llamado Plan de inclusión previsional en 2007 y la denominada Asignación Universal por Hijo (AUH) implementada a comienzos de 2010.

También hubo alguna expansión del crédito en general, y del crédito para consumo de las familias en particular, especialmente en 2010 y 2011. La mejora de los ingresos facilitó la ampliación del crédito a los hogares así como un gradual incremento del endeudamiento total de las familias (ΔZ). Asimismo, la participación de los asalariados en el ingreso aumentó sostenidamente a lo largo de todo el periodo (Δw_l , con alguna reducción transitoria en 2010 y 2014). La propensión a invertir aumentó considerablemente (Δh) como respuesta a los impulsos de demanda (autónoma e inducida) pero su efecto en la demanda fue casi compensado por el aumento asociado de la propensión a importar (Δm)⁴¹. Desde 2011, el crecimiento se desaceleró en buena medida porque el gobierno, tras las elecciones de octubre de ese año, emprendió un proceso de “sintonía fina” por el cual la política macroeconómica resultó menos expansiva (Amico 2013, pp.54–60). En términos de cantidades, las exportaciones crecieron aún menos que en la convertibilidad⁴².

40 Por ejemplo, el gasto en seguridad social (que representaba en 2002 el 20% del gasto primario) pasó de una reducción en términos nominales (-4% en 2001 y -2% en 2002), a crecer 14% anual desde 2003 para acelerarse aún más desde 2006. Aun siendo valores nominales, son cifras muy significativas. El gasto público en capital, que venía de fuertes reducciones nominales en los años previos (-32% en 2000, -13% en 2001 y -22% en 2002) y pasó a crecer a tasas impactantes (87% en 2003, 118% en 2004) para estabilizarse en torno al 25% anual hacia 2009. Ver Amico, (2013).

41 La ausencia de políticas de sustitución de importaciones produjo ese resultado al mismo tiempo que potenció el déficit comercial.

42 En el lapso 1990-2002 las exportaciones crecieron en cantidades a una tasa anual media de 6,8%, mientras entre 2003 y 2015 crecieron 0,3% al año. En la etapa de vigencia del tipo de cambio real “competitivo y estable”, entre 2003-2008, las cantidades exportadas crecieron 3,4% al año en promedio (exactamente la mitad que en la convertibilidad). No obstante, debido a la mejora de precios, el valor de las exportaciones creció 15,2% anual promedio en 2003-2008 versus 5,8% entre 1990 y 2002 de acuerdo con datos del Indec.

IV. Tipo de cambio y balance de pagos

IV.1. La cuenta corriente: dominancia del efecto ingreso

Finalmente, se verá brevemente la relación entre tipo de cambio real y ajuste del balance de pagos. Debido a las razones apuntadas en las dos secciones previas, el balance comercial (exportaciones menos importaciones) ajusta esencialmente vía cantidades. De forma análoga a Keynes en una economía cerrada (donde el nivel de ingresos funciona como la variable de ajuste entre el ahorro y la inversión), en el contexto de una economía abierta el nivel de ingreso opera como variable de ajuste del balance comercial (Harrod, 1933).

Es decir, si un país registra un persistente déficit comercial (suponiendo ausencia de flujos de capital) es la reducción en el nivel de ingresos lo que conduce a la contracción de las importaciones y al ajuste de la balanza de pagos. Esto supone que las modificaciones en el tipo de cambio afectan a la balanza comercial no por su impacto en la competitividad-precio, sino a través de su efecto sobre la distribución del ingreso y el nivel de actividad, lo que implica un regreso al (más sensato) “pesimismo de las elasticidades” de los viejos estructuralistas.

Este enfoque deriva directamente del denominado multiplicador del comercio exterior, originalmente propuesto en los años treinta por Harrod. Sin embargo, es preciso enfatizar que este modelo tenía un propósito muy diferente de los modelos Kaldor-Thirlwall en que derivó más tarde. El análisis de Harrod puede considerarse como una aplicación de principios keynesianos a las economías abiertas. Su propósito principal era cuestionar la teoría tradicional del ajuste de la balanza de pagos basada en los flujos de oro y los cambios en los precios relativos externos / internos, mostrando cómo la «doctrina clásica» descansaba crucialmente en el injustificado supuesto del pleno empleo. Por el contrario, Harrod intentó mostrar la relevancia fundamental del nivel de producción y sus variaciones en el corto plazo (factor completamente olvidado por la visión tradicional) en el ajuste externo.

Con el fin de aislar la influencia de las variaciones del producto sobre la balanza de pagos, Harrod construye un modelo muy simplificado –el llamado multiplicador de comercio exterior– en el que se excluye por completo la influencia de los flujos de oro y las variaciones de precios, mientras que el ajuste de la balanza comercial se obtiene exclusivamente a través de variaciones en el nivel de actividad.

Que el modelo tenía un propósito puramente analítico (y no pretendía servir de base a un modelo de “crecimiento liderado por exportaciones” o “restringido por balance de pagos”) se aprecia en el carácter extremo de sus supuestos: no hay flujos de capital, no hay inversión ni ahorro, y no hay gasto público, por lo cual las exportaciones son el único componente autónomo de la demanda, y el consumo el único uso posible de los ingresos. Asimismo, las importaciones son la única alternativa al consumo de bienes domésticos, y la igualdad entre importaciones y exportaciones es la condición que garantiza la igualdad entre oferta agregada y demanda agregada, siendo $Y = X \cdot (1/m)$ el único nivel de producto que garantiza esta igualdad y garantiza automáticamente una balanza comercial equilibrada, como resultado de la tendencia del producto a ajustar a la demanda agregada.

Como destaca Palumbo, (2009), dado el extremo irrealismo de las hipótesis, el multiplicador de comercio exterior de Harrod estaba solo apuntado a destacar una fuerza (la influencia del nivel de producto y sus variaciones sobre la balanza de pagos) que, de alguna manera, debe operar en el sistema incluso en condiciones más complejas que las indicadas en el caso simplificado.

Harrod no descarta los efectos del cambio en los precios, pero los considera como operando junto con los efectos de las variaciones del producto. Entre las razones por las cuales considera que el ajuste vía precios no es eficaz considera la inelasticidad precio de importaciones y exportaciones (!), así como el comportamiento del sistema bancario que podría neutralizar los efectos de los flujos de oro sobre la cantidad interna de dinero. De modo que el nivel de producto y sus cambios es la fuerza poderosa que gobierna la balanza comercial. Este enfoque se pretende recuperar aquí para explicar la relación entre tipo de cambio real y balanza *comercial*.

Pero la *cuenta corriente* externa incluye otros rubros (además de importaciones y exportaciones), como intereses, utilidades y dividendos y turismo entre otros. Respecto del gasto en turismo se ha señalado recurrentemente que es altamente elástico al tipo de cambio real vía el efecto precios relativos. Pero es una verdad relativa. En la tabla siguiente se presentan los resultados de una estimación econométrica en logaritmos de las variables (con lo cual los coeficientes pueden ser interpretados como elasticidades). Se puede comprobar que el efecto del tipo de cambio real (LogTCR) es apenas más intenso que en el caso de las importaciones (-0,39), y que el efecto ingreso (LogPIB) es casi cuatro veces más importante (1,35 aproximadamente).

Una vez más, esto implica la dominancia del efecto ingreso, que en el caso del gasto en turismo es completamente ignorado en el análisis. Esto supone que una suba del tipo de cambio real, además de reducir en un porcentaje determinado el gasto por el encarecimiento del “precio”, puede también tener un efecto indirecto más poderoso aún si afecta, por ejemplo, los salarios reales. También implica que en una fase de auge económico, con los salarios reales creciendo, un encarecimiento del “precio” del turismo (vía por ejemplo, mayores impuestos y por ende un aumento del tipo de cambio real *efectivo*) puede ser poco eficaz si uno se atiende solo al efecto-precio.

Cuadro 1. Elasticidades del gasto en Turismo argentino

Dependent Variable: LOG Gasto en turismo
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 1995Q1201601
Included observations: 85 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0,1591	0.672880	0.236375	0.8137
LogPIB(-3)	2,9670	0.260689	1.138.129	0.0000
LogPIB(-4)	-1,6197	0.263344	-6.150.555	0.0000
LogTCR	-0,3903	0.064453	-6.055.041	0.0000
R-squared	0.770028	Mean dependent var		6.890.333
Adjusted R-squared	0.761510	S.D dependent var		0.369546
S.E of regression	0.180469	Akaike info criterion		-0.540598
Sum squared resid	2.638.100	Schwarz criterion		-0.425649
Log likelihood	2.697.540	Hannan-Quinn criter.		-0.494362
F-statistic	9.040.553	Durbin-Watson stat		1.898.512

Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec, sobre datos trimestrales, variaciones interanuales.

Para la cuenta de utilidades y dividendos de la cuenta corriente, en cambio, el factor relevante es el tipo de cambio *nominal*. Las utilidades de la inversión extranjera son obtenidas en moneda doméstica y su valor en dólares disminuye cuando el tipo de cambio se deprecia. Así, eventualmente, en situaciones más o menos normales, la flexibilidad del régimen cambiario puede ser un factor de regulación del flujo de utilidades y dividendos (Frenkel & Rapetti, 2011, p.12).

IV.2. Cuenta de capital: tipo de cambio nominal y expectativas adaptativas

Como se verá enseguida, las cosas cambian radicalmente cuando se considera la relación entre el tipo de cambio y la cuenta de capital del balance de pagos. Lo fundamental aquí es el tipo de cambio *nominal* y las *expectativas* del mercado sobre su evolución futura. El punto crucial es que el tipo de cambio se determina como el precio de un activo sujeto a especulación y es decisiva la política del banco central en la construcción de las expectativas. Siguiendo a Summa (2015), el balance de pagos puede resumirse así:

$$FCP + FLP + CC = \Delta R \quad (1)$$

Compuesto por los flujos de capital de corto (*FCP*), flujos de capital de largo plazo (*FLP*), la cuenta corriente (*CC*) y la variación de reservas internacionales. Suponiendo que en el largo plazo los flujos de capital (básicamente, inversión directa) son exógenos, en el corto plazo se tiene:

$$FCP = a [i - (i^* + P + e^{esp})] \quad (2)$$

Donde i es la tasa de interés doméstica, P es el riesgo país, i^* la tasa de interés internacional, e^{esp} es la expectativa sobre el tipo de cambio futuro y a mide la sensibilidad de los flujos de capital al diferencial de intereses. El nivel de la tasa doméstica (i) –determinada *políticamente* por el banco central–, dada la expectativa sobre el tipo de cambio futuro, estimula los ingresos o salidas de capital⁴³.

43 Un punto fundamental es que la tasa de interés doméstica no tiene por qué converger con la tasa internacional (más el spread de riesgo y la devaluación esperada).

Un aspecto importante es cómo se forman las expectativas sobre el tipo de cambio futuro. El supuesto es que tales expectativas siguen un patrón *adaptativo* y, por ende, el tipo de cambio esperado es, al menos, parcialmente endógeno y dependiente de la evolución *efectiva* del tipo de cambio nominal en el periodo reciente⁴⁴. La ocurrencia de shocks exógenos también pueden influenciar las expectativas sobre el tipo de cambio futuro, como las “malas” o “buenas” noticias relacionadas con la evolución actual o futura de las variables externas, las que pueden afectar las opiniones de los especuladores acerca de cuál será el tipo de cambio en el futuro, morigerando o agravando el proceso antes descrito⁴⁵.

Estas “noticias” impactan de un modo complejo en la determinación del tipo de cambio nominal y su resultado no está predeterminado. No obstante, el factor fundamental es la capacidad del banco central para guiar las expectativas (la que depende del nivel de reservas, posición externa del país, el target de la política monetaria, etc.). La forma más simple de formalizar esto es asumir que las expectativas sobre el tipo de cambio tienen como factor dominante al tipo de cambio *efectivo* prevaleciente en el período anterior ($e^{esp} = e_t - e_{t-1}$)⁴⁶. Por ende, reemplazando en (1) y (2) se tiene:

$$a [i_d - (i^* + P + e_t - e_{t-1})] + FLP + CC = \Delta R^* \quad (3)$$

Así, suponiendo –para simplificar– que el tipo de cambio esperado será fuertemente influenciado por la evolución del tipo de cambio

44 Como la tasa de cambio es objeto de especulación, tras un proceso de devaluación cambiaria nominal, los especuladores esperarán una mayor tasa de devaluación en el futuro. Por ende, aumentarán su demanda de moneda extranjera a la espera de que su precio suba en el futuro, profundizando el proceso de devaluación, ya que los oferentes de moneda extranjera subirán su precio y los compradores sólo podrán comprar a un precio más alto. Así, la tendencia efectiva a la devaluación de la moneda puede fortalecer las expectativas de devaluación (lo inverso en caso de apreciación cambiaria).

45 Un ejemplo: el anuncio de la suba de la tasa de interés de la Fed llevaría a los operadores del mercado a esperar un mayor tipo de cambio en el futuro y los induciría a aumentar su demanda por activos externos en el corto plazo.

46 Para el planteo de expectativas adaptativas (no miopes) se puede considerar que el tipo de cambio esperado es una corrección de la expectativa que se tuvo en el pasado, con los resultados efectivos pasados, que formalizado sería:

en el pasado reciente (es decir, $e^{esp} = e_t - e_{t-1}$)⁴⁷ agrupando los flujos exógenos de capital y la cuenta corriente ($F=CC+FLP$) y reescribiendo (3), se tiene:

$$e = e_{t-1} - (i_d - i^* - P) - \left(\frac{F}{a}\right) + \frac{\Delta R^*}{a} \quad (4)$$

Entonces, el tipo de cambio nominal dependerá de la misma evolución *pasada* del tipo de cambio nominal, del diferencial de intereses interno-externo (más la prima de riesgo), de los flujos de capital de largo plazo y del resultado de la cuenta corriente. Asimismo, la variación del tipo de cambio ($e_t - e_{t-1}$), especialmente en el corto plazo, dependerá del diferencial de intereses (más el *spread* de riesgo).

IV.3. Algunas observaciones

Primero, el análisis anterior tiene como implicancia fundamental que la vigencia de un diferencial de intereses persistentemente *negativo* (como exhibió Argentina desde finales de 2005, luego de la reestructuración de la deuda y la reducción abrupta del riesgo-país) es uno de los factores que probablemente indujeron buena parte de la salida de capitales y fortalecieron la tendencia a la devaluación de la moneda.

En segundo lugar, debe señalarse que esta tendencia –como observó Marcelo Diamand hace décadas– puede ser morigerada *transitoriamente* por restricciones cambiarias cuantitativas, pero nunca será eliminada por completo sin mediar un cambio en los *incentivos*⁴⁸. En tercer lugar, existen *umbrales* alcanzados por las expectativas de devaluación a partir los cuales el diferencial de intereses sencillamente *no funciona* (es decir, no logra atraer capitales y/o frenar la dolarización) o su efecto sobre el flujo de capitales es muy débil.

47 Para el planteo de expectativas adaptativas (no miopes) se puede considerar que el tipo de cambio esperado es una corrección de la expectativa que se tuvo en el pasado, con los resultados efectivos pasados, que formalizado sería: $e_t^{esp} = e_{t-1}^{esp} + b(e_{t-1} - e_{t-1}^{esp})$

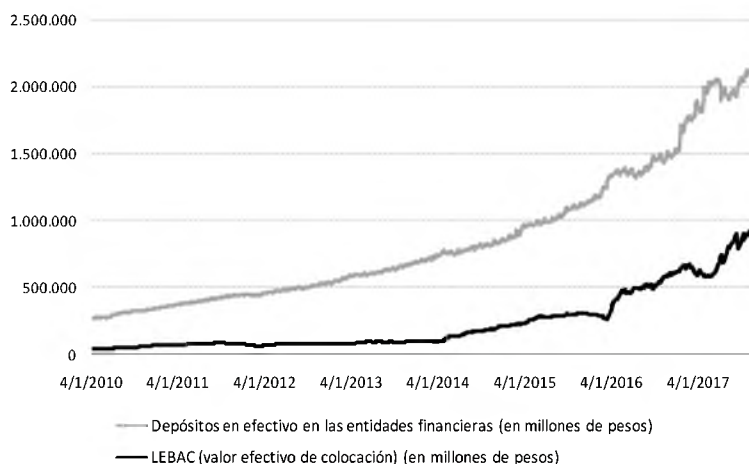
48 En la visión de Diamand la emergencia y extensión mercado paralelo del dólar así como el enorme incentivo a la sobrefacturación de exportaciones y la subfacturación de importaciones hacían que los controles cuantitativos condujeran a una situación explosiva.

Por último, algunas observaciones sobre la relación entre los pasivos del Banco Central y la fragilidad externa. En principio, es prudente observar que no hay ningún caso de quiebra o default de un país en pasivos denominados en su *propia* moneda. En el caso de las Lebac, como es una deuda en moneda doméstica, todo el mundo sabe que ese pasivo no tiene ningún riesgo.

Mucha gente creé que existiría un “umbral” (nunca definido con precisión) para la magnitud de ese tipo de pasivos a partir del cual los tenedores se pasarían en masa a la compra de dólares. Estrictamente hablando, los títulos del banco central (las Lebac) no son “deuda”, del mismo modo que cuando crecen los depósitos de un banco privado o público nadie dice que creció la “deuda” del banco. El pasivo del banco aumenta, pero tiene como contraparte el aumento de un activo. Lo mismo ocurre con el BCRA. Lo que cambia es la composición de su patrimonio (cambia el pasivo, la base monetaria, por otro, como por ejemplo Lebac). Cada una de esas intervenciones generan resultados que se van acumulando. En el extremo, si se supone que el resultado global de las operaciones del BCRA fuera negativo. ¿Qué ocurriría? Nada. ¿Por qué? Porque el punto crucial es la solvencia en dólares. Si el BCRA y el Gobierno logran mantener la solvencia externa, nada extraordinario ocurrirá. De modo análogo, cuando aumenta la base monetaria a nadie (excepto a algún monetarista fundamentalista) se le ocurría decir que “la deuda del BCRA crece explosivamente”. De facto, nadie parece preocupado por el hecho de que los *depósitos* en entidades financieras podrían potencialmente tener el mismo destino que las Lebac, es decir, pasarse a dólares. Y el volumen de depósitos más que duplica el nivel de Lebac.

En verdad, el stock de pasivos del banco central no es ni siquiera un buen indicador de cuánto dinero podría *potencialmente* sacarse del país y presionar sobre el tipo de cambio (y sobre las reservas), ya que en el escenario actual los bancos y agentes locales pueden crear dinero fácilmente (si es necesario) y enviarlo al exterior siempre que resulte rentable hacerlo (es decir, si las condiciones del diferencial de intereses cambian).

Gráfico 5. Depósito en efectivo en entidades financieras y LEBACs (millones de pesos)



Fuente: BCRA.

IV.4. Dinero endógeno y diferencial de tasas de interés nominales

En una visión de dinero endógeno, los bancos privados pueden “crear” dinero a través del sistema de crédito, algo también válido en economías abiertas. Algunos economistas interpretan que si se hace uso de esta noción de dinero endógeno uno estaría afirmando que la economía no puede tener crisis cambiarias o restricciones de balanza de pagos. En verdad, ocurre todo lo contrario: no se pueden entender adecuadamente las crisis cambiarias y financieras, ni el carácter profundo de la restricción externa, sin despojarse de las visiones contaminadas de monetarismo.

Los bancos no actúan simplemente como intermediarios, prestando un stock dado de depósitos de los ahorristas, ni tampoco “multiplican” el dinero del banco central para crear nuevos préstamos. Considerar a los bancos simplemente como intermediarios ignora el hecho de que, en realidad, en una economía moderna, los

bancos comerciales son creadores de dinero. Más bien, cuando los bancos realizan un préstamo, crean depósitos y así crean dinero. En lugar de controlar la cantidad de dinero o de reservas, los bancos centrales suelen implementar la política monetaria estableciendo el “precio” de las reservas, es decir, las tasas de interés.

En tal contexto, la posibilidad de fuga de capitales o de una corrida hacia el dólar, no tiene relación con la proporción del pasivo del BCRA que está denominado en títulos (Lebacs) y sí tiene relación con el diferencial de intereses interno-externo ($i > i^* + P + TC$ esperado). Si la tasa interna (i) es mayor que el rendimiento “externo” ($i^* + P + DevEsp$) habrá una tendencia a que los agentes locales coloquen sus excedentes financieros netos en moneda doméstica y/o un ingreso neto de capitales⁴⁹. Si el segundo miembro es mayor, particularmente si la expectativa de devaluación es muy grande, habrá una tendencia hacia la dolarización (que reforzará la expectativa de devaluación).

La composición del pasivo del banco central será mayormente *endógeno* a su política de tasas de interés (es decir, un residuo). Por ejemplo, bajar las tasas de interés tornaría más negativo (o menos positivo) el diferencial de intereses y llevaría a una mayor demanda por dólares, instalando una tendencia a la devaluación que, luego se retroalimentará por la vía de expectativas (endógenas). No parece ser una situación sostenible.

Así, en caso de una crisis externa (cuando se imponen expectativas de devaluación desmedidamente grandes) será indistinto si el pasivo del BCRA tiene muchas o pocas Lebacs. Todo excedente líquido potencialmente dolarizable, será dolarizado. En tal caso, si los bancos y el sistema financiero encuentran rentable invertir en activos externos o en dólares, “crearán” dinero de alguna forma para dolarizarlo después, porque el stock de dinero *no está dado* por el BCRA, sino por las oportunidades rentables que se le presentan a los bancos. En resumen, si hay una crisis externa, el ratio de Lebacs/reservas es

49 Conviene aclarar otro malentendido. Este excedente financiero no es sustraído de la inversión, sino que es un residuo que emerge *después* de que las decisiones sobre el volumen de inversión han sido tomadas, las que a su vez están determinadas por la dinámica del mercado y la demanda.

un indicador que *subestima* enormemente las posibilidades de dolarización, porque el sistema es elástico para crear dinero.

IV.4. Solvencia y tipo de cambio real

En parte, el carácter problemático que asume la cuenta de capital para el análisis más heterodoxo tiene alguna relación con las viejas formulaciones de los economistas estructuralistas, donde el rol de los flujos de capitales no era tomado en cuenta. O para ser más precisos: no jugaban ningún papel *autónomo* respecto del balance de pagos y la determinación de la restricción externa (Medeiros, 2008). Una de las razones de esta omisión es sin dudas histórica: en tiempos de Bretton Woods, los flujos de capitales estaban reducidos a inversión directa, y eran escasos y altamente regulados. Por eso, el enfoque tradicional se focalizó casi enteramente en los flujos de comercio, mientras los flujos de capitales ocupan un lugar secundario, meramente destinado a servir de “lubricante” para financiar el comercio (o a constituir movimientos “compensatorios”).

Pero desde la liberalización financiera en adelante se tornó cada vez más evidente no solo que los flujos de comercio no tienden hacia ningún balance, sino que los flujos de capitales han adquirido una significativa dimensión autónoma, cobrando una influencia enorme en los mercados cambiarios.

Un punto importante es que estos capitales externos (sean por ejemplo, bajo la forma de *IED* o de endeudamiento) podrían eventualmente permitir un crecimiento mayor que el que surge de la estructura de elasticidades y/o de los términos de intercambio. Sin embargo, el problema es que ese ingreso de capitales —utilizado para financiar el desequilibrio de cuenta corriente—, luego implica mayores transferencias futuras de rentas hacia el exterior bajo la forma de intereses y/o utilidades y, por ende, reaparece en la cuenta corriente como pasivo.

Una forma de medir este nivel de “solvencia” externa es comparando la tasa de interés pagada por la deuda (en dólares) versus la tasa de crecimiento de las exportaciones. Para ello, debería estimarse

el retorno ponderado de cada pasivo externo, lo que comprende indistintamente a la IED como a la deuda propiamente dicha, ya que ambas formas implican compromisos futuros de remisión de rentas en divisas. Surgiría así una “tasa promedio” que vincula el flujo de rentas (intereses o utilidades) con el stock total de pasivos acumulados.

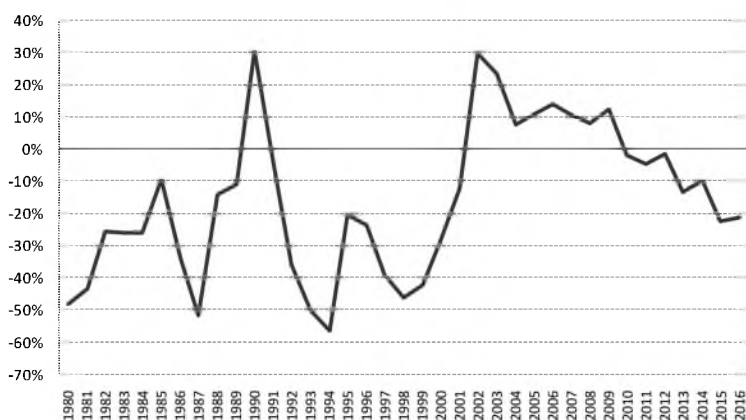
Dada la dificultad de estimar esa “tasa media” de los pasivos externos acumulados se puede recurrir a un indicador más sencillo, que es la razón entre el déficit de cuenta corriente y las exportaciones. Esto dará un indicador de la solvencia de esa economía (Medeiros & Serrano, 2006). Como se aprecia en el Gráfico 6, Argentina exhibe una tendencia al deterioro de su sostenibilidad externa de largo plazo desde 2009, aunque aún lejos de los niveles de crisis de los años ‘80 y ‘90. Ciertamente, el rápido endeudamiento externo que está tomando el gobierno argentino desde comienzos de 2016 producirá un deterioro más acelerado de estas condiciones de solvencia en la medida en que la cuenta de intereses de la cuenta corriente externa comience a reflejar los servicios de la deuda creciente⁵⁰.

Nótese que en la construcción de un indicador de solvencia el tipo de cambio real no entra como variable relevante (Amico, 2014, pp. 60-62). La razón es que el tipo de cambio real es una variable distributiva y, en gran medida, **residual**, y como tal no juega un papel activo en la generación de la crisis externa. Ciertamente, desde un punto de vista formal, en el marco de nuestro modelo *demand-led*, un supermultiplicador mayor (dado por un salario real más elevado) implica un mayor nivel de producto, y este nivel puede no ser compatible con el equilibrio externo. Un nivel menor del tipo de cambio real podría ser el resultado de un mayor salario real. Pero no es así necesariamente. Es concebible una situación donde el tipo de cambio real sea estable, con los salarios creciendo al ritmo de la productividad y el crecimiento puede aun así encontrarse restringido por la falta de divisas. Para suponer que un *cierto* valor del tipo de cambio real puede conducir (causar) al equilibrio externo, hay que suponer un rol *asignativo* al tipo de cambio real, en especial, en

50 Ver Médici, capítulo 7 en este libro.

términos de cantidades importadas y exportadas. Esto supone alguna noción de tipo de cambio real de equilibrio, que en términos teóricos es inconsistente y altamente problemática empíricamente. Así, lo que restringe *externamente* al crecimiento es la capacidad de financiamiento en divisas, una dimensión por lejos más compleja y amplia que la abarcada por el tipo de cambio real.

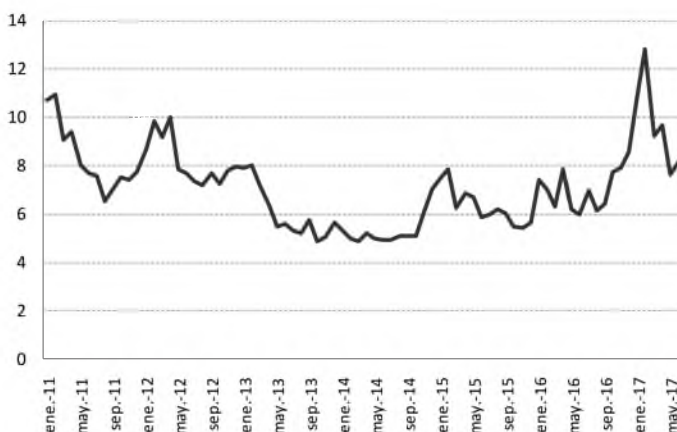
**Gráfico 6. Solvencia externa, largo plazo
(ratio déficit cuenta corriente / exportaciones)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec.

Asimismo, el deterioro de largo plazo de la solvencia no implica que haya una crisis “a la vuelta de la esquina”. Como se ve en el Gráfico 7, el país ha mejorado sus condiciones de corto plazo, medidas por ejemplo por su capacidad de importación. Claramente, el mecanismo que puede conectar el deterioro de las condiciones de largo plazo con problemas de liquidez externa en el corto plazo es la tasa de interés que paga el país. Solo en la medida en que los mercados externos contemplen un aumento del riesgo (y por ende, suba de la tasas), o bien se produzca una suba exógena de la tasa de interés internacional, el deterioro de la solvencia empezará a tener una manifestación más visible en las condiciones financieras de corto plazo.

**Gráfico 7. Reservas / importaciones mensuales
(cantidad de meses de importaciones)**



Fuente: BCRA e Indec

V. A modo de conclusión

Para finalizar, es preciso formular (aunque sea muy esquemáticamente) alguna hipótesis que permita explicar el auge y la importancia principal que adquirió la política cambiaria en la macroeconomía de varios países en desarrollo. Esto es más necesario aún, considerando que los supuestos bajo los cuales funcionarían los mecanismos expansivos propuestos en las visiones denominada neo-desarrollistas o neo-estructuralistas, son válidos únicamente bajo condiciones muy restrictivas e irreales (Dvoskin, Feldman & Ianni, 2017).

Además de ser una perspectiva teóricamente inconsistente, su base empírica es escasa o directamente opuesta a las predicciones del modelo. Hace unos años López & Perrotini (2006) formularon la hipótesis de que la idea de que una devaluación puede estabilizar (o estimular) la demanda efectiva es análoga a la vieja afirmación de que la flexibilidad descendente de los salarios nominales (y reales) puede asegurar el pleno empleo o reducir el desempleo. Esta especie de rescate del ajuste de Pigou en economías abiertas, además de tener

inconsistencias irresolubles como el enfoque original de Pigou, tiene como contrapartida un rechazo cerrado de las políticas macroeconómicas expansivas y del papel regulador del Estado.

Así, en lugar de estas políticas “populistas” (por ejemplo, expansión fiscal o alzas de salarios) se ha pretendido que la política cambiaria podía ser una “política de crecimiento” más “seria” y sostenible. Pero el problema de esta visión es que la economía argentina, aun cuando su restricción principal sea su “capacidad de importación”, crece empujada por la demanda doméstica autónoma, en particular por el gasto público, y este es un rasgo *estructural* objetivo (y no una opción de política). De hecho, es interesante notar que el tímido crecimiento que muestra la economía Argentina en la primera mitad de 2017 es resultado del aumento del gasto público (ΔG en nuestro modelo simple) y alguna recuperación de los salarios (aumento del supermultiplicador).

Otro aspecto –más coyuntural– que hizo renacer el “optimismo” sobre la efectividad de una devaluación nominal para traducirse en una devaluación real, fue la bajísima resistencia salarial exhibida por los trabajadores en 2002 (con altísimo desempleo y flexibilidad laboral). En el pasado, a ningún economista sensato se le hubiera ocurrido que tal resultado fuera posible, ya que una maxidevaluación se traduciría casi inmediatamente en una virulenta espiral inflacionaria entre tipo de cambio y salarios, con resultados inciertos.

Parece que en el caso argentino, la resistencia salarial pos-devaluación solo puede impedirse con un desempleo alto y persistente, y aboliendo las negociaciones colectivas, dos objetivos que ni siquiera la dictadura militar de 1976-1983 logró conseguir completamente. Un análisis econométrico reciente muestra que las oscilaciones del tipo de cambio (o de los términos de intercambio) parecen no tener relevancia sobre la **tendencia** de los salarios reales. Esto parece indicar que si la capacidad de resistencia salarial de los trabajadores no es afectada (debilitada) por el desempleo o por factores políticos o institucionales, entonces los shocks devaluatorios o de precios internacionales terminan, tarde o temprano, siendo compensados por ondas sucesivas de aumentos salariales nominales, dejando la tendencia de

los salarios reales inafectada (aunque con un impacto significativo en la tasa de inflación) (Amico, 2015).

Un último aspecto que favoreció esta optimista visión sobre la relación entre *TCR* y crecimiento fue la aceptación sin crítica de que la estrategia de sustitución de importaciones y, en general, los intentos de industrialización liderada por el Estado se habían “agotado” y por ende habían caído en el desprestigio. En este contexto, la política cambiaria apareció como su sustituto apropiado, en un marco general donde el Estado debía retirarse de todo intento de inmiscuirse directamente en la economía y en el desarrollo. Sencillamente, la política cambiaria y macroeconómica (horizontal) es una estrategia más *market friendly*. Desgraciadamente, tal política no funciona del modo optimista que postula este nuevo consenso macroeconómico.

Existe una especie de salvoconducto en esta visión que distingue los efectos de corto y largo plazo en relación al ajuste del tipo de cambio real. Pero la contracción del producto, hace caer la inversión, y si no es compensada por el aumento de algún gasto autónomo, no existe ningún mecanismo (espontáneo) que restaure el crecimiento (Dvoskin, Feldman & Ianni, 2017). Así, como ese aludido “largo plazo” es una mera construcción sin asidero teórico ni empírico, lo que en la realidad ocurre es que los gobiernos de turno, tras una devaluación y una recesión resultante, aplican algún tipo de política expansiva. Simplemente, una sociedad moderna no puede vivir en medio del estancamiento sin grandes presiones políticas y sociales.

Parafraseando a Kalecki, podría afirmarse que los empresarios siempre encontrarán más de un economista dispuesto a argumentar que una mayor rentabilidad es necesaria para aumentar el nivel de empleo, la inversión, o las exportaciones. Pero este argumento es falso. La disminución de la rentabilidad per sé no supone ningún efecto predeterminado sobre las exportaciones ni sobre el nivel de producción e inversión domésticas. Las exportaciones dependen del nivel de actividad de los socios comerciales de cada país (de su propensión a importar) y de un conjunto de factores específicos (tecnológicos y financieros) y globales (infraestructura, logística, etc.) que no tienen relación con los precios. De manera análoga, el nivel de

producción interna (y de inversión) depende de los gastos autónomos y del tamaño de los efectos multiplicadores y aceleradores. Por ende, no son una **función del nivel** de rentabilidad. La rentabilidad puede implicar una **restricción** para el flujo de nuevas inversiones si cae por debajo de un cierto umbral mínimo o si sencillamente se extingue. Generalmente, mucho antes de alcanzar ese punto crítico, la clase empresarial ya ha reaccionado en términos políticos para demandar (y eventualmente imponer) cambios en la política macroeconómica que apunten, ante todo, a recomponer la rentabilidad. Por ejemplo, una gran devaluación y ajuste fiscal como el de 2016.

El intento de inducir el desarrollo económico mediante el truco de obtener los precios relativos “correctos” (i.e., el tipo de cambio), no deja de ser una utopía, pero tiene sus consecuencias. Cuanto más se tarde en retornar al realismo y la sensatez de los viejos estructuralistas, más se retrasará la construcción práctica de una estrategia de desarrollo económico, la que necesariamente involucrará al Estado en las arduas tareas de inducir la sustitución selectiva de importaciones, la diversificación de las exportaciones, la modernización de la infraestructura y las políticas que induzcan el cambio estructural y tecnológico, en un marco de crecimiento alto y sostenido.

Referencias

- Amico, F.; A. Fiorito y G. Hahn (2010) *“Producto Potencial y Demanda en el Largo Plazo: Hechos Estilizados y Reflexiones sobre el caso Argentino Reciente”*, Cefid-Ar Documento de Trabajo N°35, Enero.
- Amico, F. (2013). *“Crecimiento, distribución y restricción externa en Argentina”*, Circus, Revista argentina de economía, N°5, Otoño.
- Amico, F. (2014). *Sostenibilidad e implicancias del “desacople” entre el centro y la periferia en el contexto latinoamericano*, Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 57 Mayo.
- Amico, F. (2015). *“Los salarios reales en el largo plazo: surgimiento de un nuevo piso estructural de las remuneraciones en argentina”*, Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 67, marzo de 2015.
- Berrettoni, D. y S. Castresana (2008). *“Elasticidades de comercio de la Argentina para el período 1993-2008”*. Revista del CEI: Comercio Exterior e Integración, 16: 85-97.”
- Bortis, H. (1984) *“Employment in a Capitalist Economy”*, Journal of PostKeynesian Economics, Summer, v. 6, n. 4.
- Bortis, H. (1993) *“Notes on the Cambridge Equation”*, Journal of PostKeynesian Economics, Fall, v. 16, n. 1.
- Carlin & Soskice, (2010). *“A New Keynesian Open Economy Model for Policy Analysis”*. CEPR Discussion Paper, No. DP7979
- Coremberg, A., Heymann, D., Goldzier, P. & Ramos, A. (2007). *“Patrones de Ahorro e Inversión en Argentina 1950-2006”*. CEPAL.
- Crespo, E. (2008) *“Separação preços-quantidades na Teoria Clássica dos Preços e da Distribuição”*. Universidade Federal do Rio de Janeiro Instituto de Economia
- Damill, M., Frenkel, R. & Rapetti, M. (2015). *“Macroeconomic Policy in Argentina During 2002–2013”*, Comparative Economic Studies, 2015, (1–32).
- Damill, M., Frenkel, R. & Maurizio, R. (2002). *Argentina Una década de convertibilidad. Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso*, OIT.
- Dejuán Ó. (2005). *“Paths of Accumulation and Growth: towards a Keynesian Long-Period Theory of Output”*. Review of Political Economy, 17:2, 231–252.

- Dvoskin, A.; Feldman, G.; Ianni, G. (2017). “*Some Limits of the Neo-Developmentalist Approach to the Relationship between the Exchange Rate and Economic Growth*”, 2nd New Developmentalism’s Workshop, São Paulo, 4-5 Agosto, 2017.
- Fiorito, A. (2015) “*Patrones de Desarrollo y Distribución del Ingreso en La Argentina*”. Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 70 – Junio
- Ferreres, O. (2010) *Dos Siglos de Economía Argentina: Edición Bicentenario*. Fundación Norte y Sur. Octubre. Buenos Aires.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2011). “*Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?*”, Cepal, División de Desarrollo Económico, Santiago, noviembre.
- Freitas, F. & Serrano, F. (2015). “*Growth rate and level effects, the stability of the adjustment of capacity to demand and the Sraffian supermultiplier*”. Review of Political Economy, 27(3), 258-281.
- Garegnani, P. (2014). “*Sraffa: Análisis Clásico versus Marginalista*”. Circus, Revista Argentina de Economía, nro 6, primavera.
- Gerchunoff, P. & Rapetti, M. (2015). “*La Economía Argentina y Su Conflicto Distributivo Estructural (1930-2015)*”. El Trimestre Económico, vol. LXXXIII(2), nro. 330, abril-junio, pp. 225-272.
- Harrod, R. (1933). *International Economics, 1st ed.* Cambridge University Press. Cambridge.
- Kaldor, N., 1978. “*The effect of devaluations on trade in manufactures*”. En: Further Essays on Applied Economics. Duckworth, London, pp.99-118.
- Lavoie, M. (2006). “*A post-keynesian amendment to the new consensus on monetary policy*”, Metroeconomica, vol. 57, nro. 2.
- López, J. & Perrotini, I. (2006). “*On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand*”, BNL Quarterly Review, vol. LIX, no. 238, September, pp. 221-242.
- MECON (2004). *Análisis de las importaciones argentinas 2001-2003*. Ministerio de Economía y Producción, Secretaría de Política Económica, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, noviembre.
- Medeiros, C. (2008). “*Financial dependency and growth cycles in Latin*

- American countries*”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, vol. 31, nro. 179.
- Medeiros, C. & F. Serrano (2006). “*Capital Flows to Emerging Markets under the Flexible Dollar Standard: A Critical View Based on Brazilian Experience*”. En M. Vernengo (org.). *Monetary Integration and Dollarization*. Northampton: Edward Elgar, pp. 218-242.
- Mongiovi, G. (1996). “*Sraffa’s critique of Marshall: a reassessment*”. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, nro. 2, pp. 207-224
- Pacheco López, P. & A. Thirlwall (2006). “*Trade liberalization, the income elasticity of demand for imports, and growth in Latin America*”. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 29, nro. 1, pp. 41-61.
- Palumbo, A. (2009). “*Adjusting Theory to Reality: The Role of Aggregate Demand in Kaldor’s Late Contributions on Economic Growth*”, *Review of Political Economy*, 21:3, 341-368.
- Petri, F. (2004). *General Equilibrium, Capital and Macroeconomics: A Key to Recent Controversies in Equilibrium Theory*. Edward Elgar Publishing.
- Pivetti, M. (2000). “*Money Endogeneity and Monetary Non-Neutrality: A Sraffian Perspective*”. En L. P. Rochon & M. Vernengo (eds.). *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Edward Elgar.
- Romer, D. (2000), “*Keynesian macroeconomics without the LM curve*”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, pp. 149-169.
- Ros, J. (1989). *On inertia, social conflict, and the structuralist analysis of inflation*. Helen Kellogg Institute for International Studies, University of Notre Dame.
- Schvarzer, J. (1995). *La reestructuración de la industria argentina en el periodo de ajuste estructural*. CISEA, Centro de Investigación de la Situación del Estado Administrativo, Buenos Aires, Argentina.
- Serrano, F. (1995). *The Sraffian Supermultiplier*. PhD. Thesis. Cambridge.
- Serrano, F. (2006). “*Mind the gap: hysteresis, inflation dynamics and the sraffian supermultiplier*”, IE-UFRJ, Rio de Janeiro, October.
- Serrano, F. (2010). “*O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial*”. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 14, nro 2, pp. 395-421.
- Sraffa, P. (1960) *Producción de Mercancías por medio de Mercancías*. Oikos tau.

- Summa, R. (2015) "*Demand-led growth constrained by economic policy: the raffian supermultiplier and inflation targeting in an open economy*", IE-UFRJ
- Taylor, J. B. (2000). "*Teaching modern macroeconomics at the principles level*". The American Economic Review, vol. 90, nro. 2, pp. 90-94.
- Trajtemberg L.; S. Valdecantos y D. Vega (2015). "*Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013*". En Bárcena Al, & ;. Abeles. Estructura productiva y política macroeconómica. Enfoques heterodoxos desde América Latina. CEPAL.
- Woodford, M. (2011). *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press.
- Zack G. & D. Dalle (2014). *Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿una limitación para el crecimiento?* CEI. Revista Argentina de Economía Internacional, nro. 3, octubre.

La limitación al crecimiento de los países latinoamericanos a partir de sus elasticidades de comercio exterior: ¿mito o realidad?

por Guido ZACK¹ y Florencia M. FARES²

I. Introducción

Las elasticidades del comercio exterior miden qué porcentaje varían las cantidades exportadas e importadas ante la variación porcentual de determinadas variables, entre las que se destacan el ingreso de los mercados de destino y los precios relativos entre los socios comerciales. Así, las cuatro principales elasticidades de comercio exterior son la elasticidad ingreso y la elasticidad precio de las exportaciones y de las importaciones.

Estos indicadores son fundamentales para entender el comportamiento de una economía, especialmente en relación con la tasa de crecimiento de largo plazo que pueden alcanzar (Thirlwall, 2011). Suponiendo que una economía parte de una situación de equilibrio en la balanza comercial, si posee una elasticidad ingreso de las exportaciones idéntica a la elasticidad ingreso de las importaciones (por ejemplo, de 1.5) y crece al mismo ritmo que sus principales socios comerciales (por ejemplo, 3%), entonces tanto sus exportaciones como sus importaciones crecerían 4,5% (3% multiplicado por 1.5)

1 Docente-investigador del IIEP (UBA-CONICET) y del CIMaD (EEyN-UNSAM).

2 Docente-investigadora del CIMaD (EEyN-UNSAM).

y el equilibrio comercial se mantendría en el tiempo. En cambio, si esta misma economía posee una elasticidad ingreso de las importaciones mayor a la elasticidad ingreso de las exportaciones (de 2 y 1, respectivamente), al crecer al mismo ritmo que sus principales socios comerciales (3%), mientras que las importaciones crecerían 6%, las exportaciones harían lo propio en 3%, aflorando un déficit comercial que se iría incrementando año a año.

Para evitarlo, esta economía tiene básicamente dos opciones. La primera, resignarse a mantener un crecimiento de largo plazo menor en comparación a sus principales socios comerciales. La segunda, aumentar su competitividad, preferentemente a través de mejoras en la productividad mayores a las de sus principales socios comerciales. Pero, en caso de que eso no sea posible, al menos no al ritmo necesario como para evitar el surgimiento del déficit comercial, todavía tiene la opción de reducir sus costos en dólares a través de una devaluación. Sin embargo, como se verá en este capítulo, esta estrategia no siempre es del todo efectiva y, en cualquier caso, puede conllevar costos muy importantes en términos de distribución del ingreso, absorción doméstica y crecimiento.

La situación inversa se da en el caso de que un país posea una elasticidad ingreso de las importaciones menor a la elasticidad ingreso de las exportaciones. En efecto, en este caso, la economía podría crecer a un ritmo superior al de sus principales socios comerciales, sin que ello suponga necesariamente el deterioro de la balanza comercial.

El propósito de este capítulo es analizar en forma teórica la importancia de las elasticidades de comercio exterior en todas las economías, pero especialmente en las consideradas en desarrollo, para luego proceder a repasar el resultado de los principales estudios empíricos que estiman estas elasticidades para los países de América Latina. Por último, se esbozan unas reflexiones finales.

II. El papel de las divisas en el crecimiento económico

Las teorías de crecimiento económico de corte más bien neoclásico sostienen que este depende básicamente de la evolución de dos

factores de producción: el trabajo y el capital. Bajo el supuesto de la posibilidad de sustitución entre estos factores (por ejemplo, una función de producción Cobb-Douglas), el producto es función de la cantidad ofrecida de cada uno, a partir de la cual se determinan los precios y la mejor combinación de ambos para alcanzar la mayor producción posible. En cambio, en caso de suponer que los factores no son sustituibles entre sí (por ejemplo, una función de producción de Leontief), las proporciones de cada uno están determinadas por la tecnología existente y, por lo tanto, el nivel de producción queda determinado por el factor relativamente más escaso, mientras que el otro queda en una situación de exceso de oferta.

Según estas teorías, el crecimiento de América Latina estaría limitado por la escasez de capital, ya que habría disponibilidad de mano de obra (y tierra) en cantidad y calidad suficiente. Asimismo, el capital sería escaso dado que el ahorro y, por lo tanto, la inversión son bajos. Así, para fomentar el crecimiento de estas economías sería necesario impulsar el ahorro tanto doméstico como externo, que estas teorías consideraban inicialmente como sustitutos.

Posteriormente surgieron nuevas teorías de crecimiento económico, en este caso de corte más keynesiano, que enfatizaron la restricción por el lado de la demanda. Estas se basan en que, en un contexto de desempleo de los recursos productivos, la única limitación de la oferta está dada por el gasto. En otras palabras, el crecimiento no está limitado por la evolución de los factores de producción, dado que estos reaccionan en caso de que se perciba que hay una demanda potencial para satisfacer.

Una tercera línea de teorías del crecimiento otorgan al ahorro externo o, mejor dicho, a la divisas un papel primordial (Chenery & Bruno, 1962; McKinnon 1964; Chenery & Strout, 1966). La idea básica es que los países en desarrollo no cuentan con la capacidad suficiente como para producir los bienes de capital e intermedios necesarios para aumentar la producción. De esta manera, el crecimiento económico genera un incremento en las importaciones, las cuales solo pueden ser financiadas con divisas. Así, al menos en el corto plazo, el ahorro doméstico no sería un sustituto perfecto

del externo (Cochrane, 1972). Esta restricción al crecimiento, la denominada brecha externa, no se hace efectiva en caso de que la limitación por el lado de la demanda se presente primero. Pero, en caso de que la demanda sea suficientemente elevada, la oferta puede no ajustar por no contar con las divisas para financiar las importaciones.

Así, una forma de resolver la brecha externa es reducir el componente importado de la producción o bien aumentar el volumen de exportaciones. Sin embargo, esta tarea no es para nada sencilla. Por el lado de las exportaciones, su incremento depende no solo de las posibilidades de oferta del país (a veces limitada por el factor tierra), sino también de la demanda externa, la cual es exógena. Por el lado de las importaciones, la inversión necesaria para su sustitución requiere de compra de bienes más complejos, los cuales también son importados. Por lo tanto, no toda sustitución de importaciones es ahorradora de divisas al menos en el corto plazo, con lo cual el proceso de sustitución requiere de una variable no siempre disponible: el tiempo necesario para completar el aparato productivo (Seers, 1962).

La tarea se vuelve más compleja aún en el caso de una economía con una estructura productiva desequilibrada (Diamond, 1972). Esta se refiere a la existencia en una misma economía de dos sectores con productividades relativas muy diferentes: el sector primario exportador, que opera a precios internacionales, y el sector industrial importador, que opera a precios considerablemente superiores a los internacionales. Cuando la economía crece, la industria lo hace a mayor ritmo que el sector primario, por lo que las importaciones aumentan en mayor medida que las exportaciones. Así, tarde o temprano, aparece un déficit comercial que dificulta el financiamiento de las importaciones. Frente a esta situación, una herramienta de política es el tipo de cambio. Pero, la falta de desarrollo de la industria nacional impide que buena parte de los bienes importados puedan ser sustituidos, mientras que las exportaciones primarias tampoco reaccionan en forma significativa.

En definitiva, lo que está en juego aquí son las elasticidades precio e ingreso de comercio exterior, que condicionan la evolución de las

importaciones y las exportaciones. Al respecto, inicialmente Johnson (1958) y posteriormente Thirlwall (2011) sostuvieron que si los precios permanecen constantes y la tasa de crecimiento de dos países es idéntica, el saldo comercial entre ambos puede modificarse si las elasticidades ingreso difieren. En particular, el país cuya elasticidad ingreso de las importaciones fuera más alta que la elasticidad ingreso de las exportaciones, comenzaría a percibir un déficit comercial. Esto podría generar presión sobre el tipo de cambio y provocar una devaluación, lo que equilibraría nuevamente la balanza comercial. Sin embargo, como indican Marshall (1920) y Lerner (1944), esto solo sucede si la suma del valor absoluto de las elasticidades precio es superior a uno (en caso de ser formador de precios) o cero (en caso de ser precio aceptante). Caso contrario, el país se ve obligado a crecer por debajo de su socio comercial.

Por su parte, los trabajos hasta aquí citados se basaron en la visión acerca del efecto expansivo de las devaluaciones sobre la demanda agregada. Un enfoque alternativo parte del efecto redistributivo de las devaluaciones para introducir la posibilidad de que su efecto final sobre la demanda agregada sea contractivo. Muchos de estos autores reconocen el efecto expansivo del aumento del tipo de cambio sobre la demanda externa, pero identifican también un efecto inverso en donde los mecanismos de la distribución del ingreso contrarrestan el impacto sobre el balance comercial. Principalmente, la dominancia del consumo marginal de los asalariados por sobre los gastos en consumo e inversión de los capitalistas para impulsar la actividad económica sería la principal causa por la que una devaluación terminaría siendo contractiva (Díaz Alejandro, 1963 y 1969; Blecker, 1989; Cooper, 1971). Desde el punto de vista de los contratos, los diferentes tiempos de ajustes hace que los grupos con ingresos nominales fijos se vean en la situación de transferir parte de su ingreso al resto de la economía como consecuencia de una devaluación (Alexander 1952). Krugman & Taylor (1978) reconocen el caso en que la redistribución del ingreso dada por la devaluación incrementa la presión tributaria al transferir ingresos desde el sector privado al sector público, ya sea por un gravamen progresivo sobre los ingresos y beneficios o por

gravámenes en el comercio exterior. Otro canal de redistribución del ingreso es entre los residentes y no residentes, dado por las deudas denominadas en moneda extranjera (Frankel, 2005).

Adicionalmente, tampoco está del todo claro el efecto expansivo de las devaluaciones sobre la demanda externa o, al menos, que efecto sea de una magnitud significativa. En efecto, tanto las exportaciones como las importaciones pueden tener, bajos ciertas circunstancias no tan inusuales, una baja sensibilidad con respecto al precio. Por lado de las exportaciones de productos primarios (características de economías latinoamericanas), esto puede verse tanto por la restricción de la oferta (Canitrot, 1975) como de la demanda (Bacha, 1983). Por el lado de las importaciones, por deficiencias de la estructura productiva y dificultades para la profundización de la sustitución de importaciones (Diamand, 1973; Seers, 1962).

En definitiva, una devaluación puede no ser una alternativa para mejorar el saldo comercial ya que no genera, en ciertos contextos, el efecto expansivo deseado sobre la actividad económica, por lo menos en el corto plazo. La mejora en la balanza comercial no se vería por el lado de las elasticidades precio, es decir, por las ganancias de competitividad por los menores costos en dólares producto de la devaluación, sino por el lado de las elasticidades ingreso, contrayendo la absorción doméstica y, con ello, las importaciones.

Algunos autores (Frenkel & Rapetti, 2007; Frenkel, 2008; Damill & Frenkel, 2009, entre otros) reconocen este efecto contractivo en el corto plazo, pero creen que es una cuestión temporal ya que en el largo plazo las devaluaciones pueden mejorar el balance comercial e impulsar la actividad económica en favor de los bienes transables. Como señalan Frenkel & Rapetti (2007) preservar un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) puede ser una política fundamental para orientar el desarrollo económico de las economías emergentes. Sin embargo, Gerchunoff & Rapetti (2016) dan cuenta de las dificultades a las que se enfrenta un país como Argentina para sostener un TCRCE, frente a reiterados episodios de devaluaciones contractivas y ciclos de *stop and go*. La política devaluatoria ha sido en muchos casos vista como una medida antipática, por

lo que, si además no cumple con su función impulsadora de la actividad económica, resulta en un claro costo político para los gobiernos de turno (Cooper, 1971).

III. El origen del estudio de las elasticidades de comercio exterior

La crisis de 1929, conocida como la Gran Depresión, fue la más larga y profunda recesión mundial que haya conocido el capitalismo en el siglo XX. Si bien tuvo su origen en Estados Unidos, no tardó en diseminarse a lo largo y ancho del planeta. El principal mecanismo de transmisión fue a través del comercio exterior debido a la menor importancia de los flujos de capitales en aquella época. De acuerdo a las teorías vigentes en ese entonces, los diferentes países intentaron hacer frente a la recesión mediante políticas monetarias y fiscales contractivas, y devaluaciones competitivas (guerra de divisas). Esto profundizó la caída del nivel de actividad y provocó un mayor contagio, denominado posteriormente como multiplicador internacional.

Bajo este contexto aparecen los primeros artículos que investigan las elasticidades del comercio exterior, pero cobran mayor relevancia luego de la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI). En efecto, uno de los objetivos originales de este organismo era controlar los tipos de cambio de los países y autorizar sus modificaciones, de forma de promover la estabilidad cambiaria. Justamente para autorizar modificaciones, el FMI debía estimar el efecto de este cambio de precios relativos en los flujos comerciales (Harberger, 1957).

De esta manera, las primeras investigaciones de elasticidades de comercio exterior se centraron en el estudio de la elasticidad precio de las exportaciones e importaciones. El objetivo era testar si las devaluaciones eran realmente efectivas para mejorar el saldo comercial (Orcutt, 1950), es decir, si las economías cumplían o no con la condición de Marshall-Lerner.

Estas investigaciones llegaron a la conclusión de que la devaluación no era necesariamente una herramienta efectiva para mejorar el saldo comercial de las economías desarrolladas (Brown, 1942;

Robinson, 1947), dado que la suma del valor absoluto de las elasticidades precio de las exportaciones y de las importaciones estimadas no alcanzaban la unidad (Adler, 1945 y 1946; Chang, 1945 y 1948, Tinbergen, 1946; Holzman, 1949).

No obstante, Orcutt (1950) puso en duda el resultado anterior. En primer lugar, sostuvo que durante el período bajo análisis (los años de entreguerras), la variación del ingreso fue mucho mayor que la de los tipos de cambio, lo que —sumado a la adopción de políticas proteccionistas— podría haber disminuido las elasticidades precio. Por otro lado, argumentó que una desagregación por tipo de bienes intercambiados podría llevar a resultados diferentes, al menos, en algunos sectores. Asimismo, propuso complementar las estimaciones de corto plazo con otras de largo plazo, ya que con el tiempo los consumidores y productores tienen más posibilidades para adaptar su comportamiento a los nuevos precios relativos. Finalmente, concibió la posibilidad de que las elasticidades sean más elevadas cuanto mayor sea la variación de los precios.

Muchas de estas observaciones fueron consideradas en investigaciones posteriores. Ball & Mavwah (1962) segmentaron las importaciones de Estados Unidos en grupos según su valor agregado y estimaron la elasticidad precio e ingreso para cada uno de ellos durante el período 1948-1958. La conclusión alcanzada fue que, a medida que aumenta el valor agregado de la mercancía, sus elasticidades precio e ingreso también se incrementan. Así, se corrobora lo adelantado por Orcutt (1950) en relación a que la elasticidad precio es baja para algunos bienes, pero no para otros, siendo efectiva la devaluación para mejorar el saldo comercial de los productos con mayor valor agregado. Años más tarde, Kreinin (1967) hace un trabajo similar, pero para un abanico más amplio de países (incluye a Reino Unido y otros países europeos, Japón y Canadá) y una mayor desagregación en los productos manufacturados (químicos, maquinaria y equipo de transporte, y otras manufacturas). Los resultados obtenidos están en línea con los de Ball & Mavwah (1962), pues para todos los países las elasticidades precio e ingreso de las importaciones superan la unidad.

Posteriormente, Houthakker & Magee (1969) trasladaron el énfasis del análisis de la variación de los precios a la del ingreso, de forma

de testear en forma empírica el desarrollo teórico de Johnson (1958) y Thirlwall (2011). En efecto, estimaron las elasticidades ingreso y precio de las exportaciones e importaciones de un grupo de países, la mayor parte desarrollados, para el período 1951-1966. Los resultados mostraron que la elasticidad ingreso resultó significativa en todos los países, mientras que la elasticidad precio lo fue solo en algunos casos, por lo que una devaluación no siempre sería efectiva para equilibrar el saldo comercial. Por su parte, en algunos países la elasticidad ingreso de las exportaciones e importaciones resultó significativamente diferente. En el caso de Japón, la elasticidad ingreso de las exportaciones triplicó a la de las importaciones, factor esencial para explicar su fuerte crecimiento en dicho período, sin que ello supusiera una situación de déficit comercial. En el otro extremo, el Reino Unido y los Estados Unidos presentaron una elasticidad de las importaciones superior a la de las exportaciones. Este patrón de Estados Unidos se mantenía con casi todos los socios comerciales analizados, pero especialmente con Japón y Canadá. Al desagregar los flujos comerciales por sectores en la misma clasificación que Ball & Mavwah (1962), las elasticidades de las manufacturas presentaban un desbalance más pronunciado, anticipando la posibilidad de que Estados Unidos presentara un déficit comercial en este tipo de bienes. Finalmente, las elasticidades precio estimadas fueron mucho menores que las ingreso, aunque algo mayor para las importaciones que para las exportaciones. De esta manera, aun depreciando su moneda, la posibilidad de Estados Unidos de mantener una tasa de crecimiento similar a la de sus socios comerciales, sin presentar un déficit en la balanza comercial, sería limitada.

La restricción al crecimiento que genera la existencia de una elasticidad ingreso de las importaciones mayor en comparación con la de las exportaciones cobró gran relevancia para analizar las dificultades que enfrentan los países en desarrollo para lograr un proceso de convergencia con los desarrollados. Khan (1974) fue pionero en estimar las elasticidades del comercio exterior para países en desarrollo³ para el período 1951-1969. Por el lado de las elasticidades ingreso,

3 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Ghana, India, Marruecos, Pakistán, Perú, Filipinas, Sri Lanka, Turquía y Uruguay

no alcanzó un resultado definitivo acerca de que las importaciones aumentaran a mayor ritmo que las exportaciones ante igualdad en las tasas de crecimiento de los países con sus principales socios comerciales. Por su parte, la elasticidad precio de las importaciones fue significativa y cercana a uno, y de las exportaciones también significativa, pero apenas por encima de cero. De esta manera, este artículo no encontró evidencia para concluir que los países en desarrollo tengan una restricción a su proceso de convergencia a causa de sus elasticidades del comercio exterior.

Esta conclusión fue refutada en estudios posteriores, como Rose (1990) y Reinhart (1995). Estos dos artículos coincidieron en que muchos países en desarrollo se caracterizaban por poseer una elasticidad ingreso de las importaciones mayor en comparación con la de las exportaciones, mientras que las elasticidades precio no eran de la magnitud suficiente como para poder compensar este efecto. Por un lado, Rose (1990) encuentra que el tipo de cambio no fue significativo para explicar los flujos de comercio, por lo que no sería una herramienta efectiva para que los países en desarrollo puedan crecer a una tasa similar o mayor a los países desarrollados. En cambio, para Reinhart (1995) el tipo de cambio sí resultó significativo, aunque su magnitud muy reducida como para ser una herramienta efectiva para acercar la tasa de crecimiento de los países en desarrollo a la de los desarrollados. De esta manera, ambos sostenían que las economías de los países en desarrollo sí enfrentan restricciones al crecimiento por el lado del sector externo.

IV. Las estimaciones de elasticidades de comercio exterior en América Latina

En los diferentes países latinoamericanos, la estimación de las elasticidades de comercio exterior cobró gran relevancia teniendo en cuenta la restricción externa que opera sobre el crecimiento de la mayor parte de estas economías. En particular, la dependencia de las importaciones de bienes de capital e intermedios para la producción industrial, provoca que la elasticidad ingreso de las importaciones

sea particularmente elevada en los países de la región, mientras que la elasticidad precio de magnitud reducida. Por el lado de las exportaciones, la canasta basada en productos primarios genera que tanto las elasticidades ingreso como precio sean bajas. Así, muchos de estos países se encuentran con restricciones al crecimiento que difícilmente puedan resolverse con políticas cambiarias.

Para el caso de México, Galindo & Cardero (1999) centraron su estudio sobre la demanda de importaciones desde 1983 a 1995. Las variables que utilizaron fueron las importaciones en términos reales, el PBI real y un índice de precios relativos que representa el tipo de cambio real (TCR). Sus resultados arrojaron una elasticidad ingreso de 1.77 y elasticidad precio de 0.77. En otro estudio para el mismo país, Sarmiento (1999) estimó las elasticidades ingreso y precio tanto para las importaciones como para las exportaciones con datos anuales desde 1970 a 1997. Sus resultados sobre las primeras fueron similares a los de Galindo & Cardero (1999) aportando además un cambio estructural a partir de 1987, cuando el TCR dejó de ser significativo. Por el lado de las exportaciones, la elasticidad ingreso fue elevada y superior a la de las importaciones (2.02), mientras que la elasticidad precio no fue despreciable (0.46). De esta manera, no parecería haber una restricción al crecimiento por el lado del comercio exterior.

El trabajo realizado por Loza Tellería (2000) abarcó toda la década de 1990 para ambos flujos de comercio exterior de Bolivia. Las exportaciones, además de totales, se desagregaron entre manufactureras, agrícolas y mineras. Las variables explicativas fueron el TCR, el precio de las exportaciones y la demanda de exportaciones, que se dividió entre los países desarrollados y América Latina. Con respecto a las importaciones se desagregaron en bienes de capital, bienes de consumo y bienes intermedios. Las variables explicativas fueron el TCR y el Índice de Actividad Económica Mensual (IMAE). En términos agregados, se observa que la elasticidad ingreso de las importaciones (2.46) fue mayor que la de las exportaciones (0.48 para países industriales y 1.14 para América Latina). La elasticidad precio resultó ser más alta para las exportaciones que para las impor-

taciones (0.75 y 0.28, respectivamente). En términos desagregados, no es posible hacer una comparación sectorial entre importaciones y exportaciones por utilizar clasificaciones diferentes. Sin embargo, se destaca que las elasticidades precio de las exportaciones agrícolas y de los productos manufacturados resultaron ser muy altas (2.48 y 2.18, respectivamente). Según el autor, esto se habría debido a la facilidad de expansión de la frontera agrícola y la mayor movilidad y sustitución de factores, que no se observó en la industria minera (cuya elasticidad precio se ubicó en 0.7). La elasticidad precio de las importaciones de los bienes de consumo se esperaba que fuera muy elevado pero resultó ser apenas superior a la unidad debido a la subestimación de los volúmenes importados por la existencia de mercados informales.

Para Brasil, Paiva (2002) estimó las elasticidades de comercio exterior con datos trimestrales desde 1991 hasta 2001. Las estimaciones de las exportaciones incluyeron una desagregación por tipos de bienes entre los cuales se encuentran los básicos, semi-manufacturados y manufacturados. Además se agregaron otras variables de relevancia explicativa como ser la volatilidad del tipo de cambio y el nivel de utilización de la capacidad instalada. Por el lado de las importaciones, los flujos comerciales se desagregaron entre los bienes intermedios, durables, no durables, y de capital. Se consideraron además como variables explicativas al nivel de utilización de la capacidad instalada de la industria doméstica y las tarifas sobre las importaciones. Los resultados de este estudio mostraron elasticidades ingreso de 1.5 para las exportaciones y de 3.2 para las importaciones, mientras que las elasticidades precio fueron 0.29 y 0.57, respectivamente. Nuevamente, la desagregación sectorial no permite la comparación entre importaciones y exportaciones. Las elasticidades precio se situaron entre 0.16-0.55 para las exportaciones y 0.24-0.8 para las importaciones, con la excepción de bienes durables (2.45). En el caso de las elasticidades ingreso, las correspondientes a las desagregaciones de las importaciones (2.1-4.6) superaron ampliamente a las de las exportaciones (1.9-1.3), corroborando el resultado agregado.

En el caso de Chile, Monfort (2008) estima las elasticidades del comercio exterior para el período 1990 a 2006. Además de utilizar

el ingreso y el TCR, incluyó una variable de liberalización comercial para las exportaciones y de apertura comercial para las importaciones. A nivel agregado las elasticidades ingreso de las ventas y compras externas fueron 2.6 y 2.07, respectivamente, por lo que en este caso no se verificaría una restricción externa por el lado del saldo comercial. Por su parte, el TCR resultó ser una variable significativa para explicar el comportamiento de estas últimas, pero no de las primeras. La desagregación sectorial que presenta este trabajo tampoco permite comparar categorías entre exportaciones e importaciones. Sin embargo, de la misma manera que a nivel agregado, en la desagregación sectorial de las exportaciones el TCR no resultó significativo (salvo en industria metalúrgica). En cambio, por el lado de las importaciones sí resultó relevante, rondando 0.37-1.2. Las elasticidades ingreso sectoriales de las exportaciones, en promedio, fueron el doble de las importaciones, verificando nuevamente la ausencia de una limitación al crecimiento. Otro estudio para Chile es el de Aravena (2005) quien, luego de desarrollar un modelo teórico, estimó las elasticidades de comercio exterior agregadas abarcando datos trimestrales y mensuales entre 1996 y 2004. Sus resultados son diametralmente opuestos a los de Monfort (2008), al indicar que la elasticidad ingreso de las importaciones supera en 3 veces a las de las exportaciones, mientras que las elasticidades precio son muy bajas para ambas (0.12 para las importaciones y 0.08 para las exportaciones).

Mordecki & Piaggio (2008) estudiaron las elasticidades de comercio exterior únicamente de las exportaciones (sin insumos de origen agropecuario) de Uruguay hacia Argentina y Brasil entre 1993 y 2006, período que abarca grandes crisis económicas en estos países. Los autores hallaron un gran poder explicativo en el nivel de actividad económica de los países vecinos, mientras que el TCR resultó no ser significativo ni en el largo ni en el corto plazo.

Para el caso de la Argentina, los primeros estudios de las elasticidades del comercio exterior se centraron exclusivamente en las importaciones. Díaz Alejandro (1970) hizo una estimación anual para el período 1947-1965, en donde encontró que la elasticidad ingreso era de 2,6, mientras que la elasticidad precio no era signifi-

cativa. La elevada elasticidad ingreso y “la reducida elasticidad precio fue corroborada posteriormente por diversos estudios. Machinea & Rotemberg (1977) hicieron una estimación de la ecuación de demanda de importaciones con datos trimestrales y reemplazaron al PIB como *proxy* del ingreso por la demanda global⁴. Además, incluyeron una gran variedad de variables adicionales, como ser la capacidad a importar (medida como el cociente entre reservas internacionales e importaciones anuales), la depreciación esperada (medida como la disparidad entre el tipo de cambio paralelo y el oficial) y la tasa de interés real. Controlando por todas estas variables, las cuales resultaron significativas, la elasticidad ingreso se ubicó entre 1,53 y 1,80, mientras que la elasticidad precio, si bien tomó el signo negativo esperado, no fue estadísticamente diferente a cero. Heymann & Ramos (2003), en un estudio acerca la sostenibilidad macroeconómica de Argentina, encontraron que la elasticidad ingreso de las importaciones se sitúa entre 3,31 y 3,72, mientras que la elasticidad precio entre 0,61 y 0,71 para el período 1975 a 2001 (datos trimestrales). Por su parte, Bus & Nicolini-Llosa (2007) obtienen valores de 3,37 y 0,51, respectivamente, para el período 1970 – 2007. Pero si dividimos ese período en dos, con quiebre en el inicio del plan de Convertibilidad, se alcanzan resultados muy diferentes. Hasta 1993, la elasticidad ingreso se ubicó en 1,62, mientras que después de esa fecha en 2,91. En relación a la elasticidad precio, su valor pasó de 0,63 a 0,33.

Otros análisis del comercio exterior de Argentina también incluyeron la función de exportaciones. Es el caso de Catao & Falcetti (2002), quienes estiman las elasticidades ingreso y precio de ambos flujos de comercio, controlando por el *stock* neto de capital, la volatilidad del tipo de cambio y los costos laborales unitarios. Sin embargo, en lugar de utilizar un indicador de demanda del resto del mundo para explicar las exportaciones, usaron uno de absorción interna, bajo la idea de que las ventas al exterior del país estaban relacionadas con un excedente resultante de la demanda interna. Los resultados indican

4 Si bien la utilización de la demanda global en lugar del producto es una recomendación de Benavie (1977), el mejor *proxy* del ingreso parecería ser el PIB ya que no incluye importaciones. En caso de usar la demanda global, las importaciones aparecerían en ambos lados de la ecuación, pudiendo generar un sesgo.

que la elasticidad precio de las exportaciones se situó entre 1,1 y 1,18, mientras que la elasticidad de la absorción interna lo hizo entre 1,12 y 1,36. Por el lado de las importaciones, la elasticidad ingreso se situó entre 2,17 y 2,42, y la elasticidad precio entre 0,7 y 0,8.

Berrettoni y Castresana (2009) hicieron una estimación similar, pero esta vez utilizaron al ingreso del resto del mundo como variable explicativa de las exportaciones y controlaron por volatilidad del tipo de cambio, utilización de la capacidad instalada, derechos de exportaciones y aranceles a las importaciones. Los resultados fueron que la elasticidad ingreso de las ventas externas alcanzó el valor de 1,84, mientras que la elasticidad precio fue de 0,3. En relación a la función de importaciones, la elasticidad ingreso se ubicó en 2,76 y la precio en 0,34. Con respecto a las variables de control, la volatilidad del tipo de cambio y la utilización de la capacidad instalada resultaron significativas, mientras que los derechos de exportación y los aranceles a las importaciones, si bien significativas, son muy cercanos a cero. En resumen, la elasticidad ingreso de las importaciones era significativamente mayor a la de las exportaciones, mientras que las elasticidades precio no eran lo suficientemente elevadas como para permitir una compensación por la vía del tipo de cambio.

Zack & Dalle (2015) estimaron las elasticidades de comercio exterior con datos trimestrales para el período 1996-2013, donde obtuvieron una elasticidad ingreso de las importaciones mayor a las exportaciones (1.72 vs 0.85) y lo mismo se repitió para las elasticidades precio (0.30 vs 0.07). En este trabajo los autores incluyeron un tipo de cambio real multilateral específico para las importaciones y otro diferente para las exportaciones (cada uno de ellos ponderado por las participaciones de los socios comerciales en cada flujo comercial). Otras variables de control incluidas en el caso de las exportaciones fueron la volatilidad del tipo de cambio y la tasa de interés nominal de referencia del BCRA, mientras que para las importaciones se agregó además la capacidad a importar. Zack & Sotelsek (2016), por su parte, siguieron la misma metodología para estimar las elasticidades bilaterales de comercio exterior de la Argentina con

sus principales socios comerciales⁵. El periodo abarcado también es 1996–2013 y se testea la existencia de un cambio estructural luego de la crisis del 2001. Para la función de importaciones, en el largo plazo, el TCR resultó significativo para todos los socios salvo Chile y México, aunque la elasticidad precio no superó la unidad en ningún caso. La elasticidad ingreso, por su parte, resultó significativa para todos los socios y mayor a la unidad. Por el lado de las exportaciones, la elasticidad ingreso superó la unidad en el comercio con Brasil (2.71), Chile (1.32) y EE.UU. (2.14), mientras que en el resto quedó por debajo. El TCR no resultó significativo en las relaciones con China y EE.UU, mientras que fue menor a 0.5 para el resto de los socios comerciales. Es decir, dadas sus elasticidades de comercio exterior, en términos generales, si la Argentina crece a un ritmo similar a sus socios comerciales su balanza comercial se iría deteriorando, lo que no podría revertirse por medio de una devaluación.

En busca de la mayor desagregación sectorial, Gárriz *et ál.* (2012) estimaron las elasticidades de comercio exterior solo de las importaciones con una apertura sectorial a dos dígitos del Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) e introdujeron como deflactor un indicador de costos que pondera los componentes del costo unitario por sector productivo. Los resultados indicaron que el consumo aparente (utilizado como *proxy* de la demanda en cada sector productivo) jugó un rol fundamental en el crecimiento de las importaciones en los 19 sectores bajo análisis, superando en 15 de ellos la unidad. En cambio, la elasticidad precio registró valores reducidos e incluso estadísticamente iguales a cero en entre 6 y 9 sectores productivos (según se tome un nivel de confianza del 5% o 10%). Asimismo, en los sectores donde el tipo de cambio sí resultó significativo, la elasticidad no superó 0.65 (excepto en Curtido y terminación de Cueros; Productos de Cuero). Todo esto sugiere lo limitado que puede resultar el TCR como herramienta de política comercial sectorial en el caso de las importaciones. Otro punto importante sobre este estudio es la presunta relación que existiría entre la significatividad del TCR para explicar la dinámica de las importaciones

5 Brasil, Chile, China, Estados Unidos, México y la Unión Europea.

y la estructura de costos en cada sector. Los sectores que mostraron mayor sensibilidad al TCR fueron aquellos en donde los costos variables (ejemplo, los laborales) tenían una mayor participación en los costos totales. A su vez, si bien estos sectores fueron los de mayor participación en las importaciones totales, los sectores donde el TCR no resultó significativo fueron los que habían presentado un comportamiento más dinámico en su crecimiento en el periodo bajo análisis (2003-2011).

Finalmente, con una metodología de panel, Bernat (2015) estimó las elasticidades del comercio exterior de todos los países sudamericanos (excepto Paraguay). Además del PBI real y el TCR, sumó una variable que mide la volatilidad del tipo de cambio. El principal hallazgo a nivel agregado fue que la demanda interna, el TCR y la volatilidad tuvieron gran poder explicativo en los flujos de importaciones, no así para las exportaciones que solo fueron explicadas por la demanda externa. A su vez, la elasticidad ingreso de las exportaciones (alrededor de 1) fue menor que las importaciones (alrededor de 1.8). Luego, se presentó una desagregación sectorial en ocho rubros. Con respecto a las elasticidades ingreso, las importaciones superaron en todos los casos a las exportaciones, y por mayor margen en los bienes de mayor valor agregado. El TCR se comportó de maneras muy distintas dependiendo del rubro. En los de bajo valor agregado, en general, resultó significativo tanto para importaciones como para exportaciones y la suma del valor absoluto de las elasticidades fue mayor a 1. En rubros de media tecnología fue significativo solo para las exportaciones superando la unidad. Para rubros de alta tecnología resultó significativo pero menor a la unidad (0.45-0.71) solo para las importaciones.

Cuadro 1: Resumen de las estimaciones de las elasticidades de comercio exterior en América Latina.

País	Autores	Elasticidad Ingreso		Elasticidad Precio	
		Importaciones	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones
México	Galindo y Cardero (1999)	1.77	-	0.71	-
	Sarmiento (1999)	1.54	2.02	1.33	0.46
Colombia	Loza Tellería (2000)	3.19-1.66	1.16-0.03	1.04-0.28	2.48-0.70
Brasil	Paiva (2003)	4.6-2.1	2.4-1.3	0.8-0.23	0.64-0.16
Chile	Aravena (2005)	1.13	0.41	0.12	0.08
	Monfort (2008)	2.07-0.59	4.98-2.03	2.66-0.13	No significativa
Uruguay	Mordecki y Piaggio (2008)	-	1.09-0.89	-	No significativa
Sudamérica	Bernat (2015)	3.15-0.66	2.28-0.71	0.89-0.36	2.93-0.49
Argentina	Aravena (2005)	3.62	0.83	0.33	0.06
	Díaz Alejandro (1970)	2.6	-	No significativa	-
	Machinea y Rotemberg (1977)	1.53-1.8	-	No significativa	-
	Heyman y Ramos (2003)	3.31-3.72	-	0.61-0.71	-
	Bus y Nicolini-Llosa (2007)	3.37	-	0.51	-
	Catao y Falcetti (2002)	2.17-2.42	1.12-1.36	0.7-0.8	1.1-1.8
	Berrettoni y Castresana (2009)	2.76	1.84	0.34	0.3
	Gárriz et al. (2012)	2.81-0.50	-	0.93-0.015	-
	Zack y Dalle (2015)	1.81-1.72	0.99-0.85	0.34-0.3	0.07
	Zack y Sotelsek (2016)	6.17-1.23	2.71-0.3	0.8-0.27	0.48-0.21

En definitiva, si bien se encontraron resultados muy variados según el país, período y metodología, este repaso de la evidencia empírica de las elasticidades de comercio exterior de los diferentes países de América Latina demuestra que, en términos generales, la elasticidad ingreso de las importaciones suele ser mayor que la de las exportaciones, mientras que la efectividad de las elasticidades precio para

mejorar la balanza comercial tiende a ser reducida. Si bien es cierto que hay cierta evidencia contradictoria a nivel regional, para el caso de la Argentina esta conclusión parece ser más clara, dado que no se encontraron trabajos empíricos que alcancen hallazgos diferentes.

V. Reflexiones finales

Las elasticidades de comercio exterior son fundamentales para analizar la tasa de crecimiento de largo plazo que una economía puede alcanzar. En efecto, si la elasticidad ingreso de las importaciones es mayor que la de las exportaciones y esa economía crece a un ritmo similar (o superior) que sus principales socios comerciales, *ceteris paribus*, la balanza comercial mostrará un deterioro paulatino. Este déficit puede ser compensado a través de políticas cambiarias, pero para ello es necesario que las elasticidades precio sean lo suficientemente elevadas, algo que no siempre sucede. Asimismo, incluso si las variaciones en el tipo de cambio mejoran el saldo comercial gracias a las ganancias de competitividad, esta solución no es siempre deseable debido al posible efecto contractivo de las devaluaciones sobre el consumo y la inversión. En estos casos, esta economía no tendrá otra opción que crecer a un ritmo menor que sus socios comerciales, al menos hasta tanto su estructura productiva le permita reducir la diferencia entre las elasticidades ingreso y aumentar las elasticidades precio.

Precisamente esta es la situación de muchas economía en desarrollo, particularmente, las latinoamericanas. Es por eso que en este capítulo, luego de un repaso de la literatura teórica de la relevancia de las divisas para el crecimiento económico y, en particular, de las elasticidades de comercio exterior, se procedió a repasar todos los aportes empíricos que se encontraron acerca del valor de las elasticidades para diferentes países latinoamericanos.

Si bien hay excepciones, los resultados parecen alcanzar una conclusión principal que no es sorprendente, pero permite confirmar la robustez en términos geográficos, temporales y metodológicos de los resultados antes descritos. En efecto, la gran mayoría de los

países latinoamericanos se encuentra en esta situación estructural en la que sus importaciones son muy sensibles al ingreso local, mientras que sus exportaciones no lo son tanto al ingreso del resto del mundo. Del mismo modo, las elasticidades precio son reducidas y, además, las devaluaciones suelen ser contractivas.

Ante este escenario, América Latina se encuentra muy limitada para alcanzar un crecimiento satisfactorio y, menos aún, de lograr la convergencia hacia los países desarrollados. Para ello, los diferentes países deberían redoblar sus esfuerzos para reestructurar sus economías en pos de reducir la dependencia de las importaciones y lograr una salida exportadora más relevante, en especial, en productos de mayor valor agregado, complejidad y calidad. Sin lugar a dudas esta es una tarea sumamente ardua que, de alcanzarse en algún momento, llevará mucho tiempo. Mientras tanto, los países tienen que lidiar con esta realidad y, para ello, es fundamental la realización de una gestión contracíclica de la oferta de divisas, sean éstas resultado de una mejora en los términos de intercambio o bien de flujos de capitales de corto, mediano o largo plazo.

Para ello, una medida de suma importancia sería contar con un prestamista de última instancia regional, de forma de institucionalizar que los países de la región más acuciados por la restricción externa puedan ser asistidos por otros que se encuentren en una posición más holgada. Sin embargo, la región parece estar lejos de poder coordinar esfuerzos para una medida de este tipo.

En cuanto al aporte que puede hacer el mundo académico al respecto, es necesario ahondar en investigaciones que expliquen con mayor detalle el motivo de la elevada diferencia entre elasticidad ingreso de las importaciones y de las exportaciones. En especial, sería necesario profundizar en estudios sectoriales, de forma de ser capaces de observar si este patrón que se repite en las diferentes economías de la región, también se replica a nivel más desagregado. De esta manera, se podría detallar qué sectores productivos son los más capacitados para colaborar en la superación de la restricción externa.

Sin embargo, buena parte de estos análisis no pueden realizarse con los datos disponibles en la mayoría de los institutos de estadísti-

cas y bancos centrales de los diferentes países. En particular, los países de la región no suelen contar con estadísticas de precios sectoriales de las exportaciones e importaciones con el nivel suficiente de desagregación, lo que constituye una variable indispensable para un estudio sectorial riguroso.

En definitiva, el esfuerzo tiene que ser compartido no solo por las distintas áreas de los gobiernos, sino también por la mayor cantidad posible de países de América Latina. En este punto, nuevamente nos encontramos con un aspecto muchas veces visto en economía: la necesidad de una correcta coordinación de los agentes, especialmente del sector público, tanto al interior de las economías, como entre los diversos países de un nivel de desarrollo y características similares. En resumen, la necesidad de la cooperación e integración regional.

Referencias

- Adler, J. H. (1945). *United States Import Demand during the Interwar Period*. American Economic Review, 35(3), 418-430.
- Adler, J. H. (1946). *The Postwar Demand for United States Exports*. Review of Economic Statistics, 38(1), 23-33.
- Alexander, S. S. (1952). *Effects of a Devaluation on a Trade Balance*, Staff Papers (International Monetary Fund), 2(2), 263-278
- Aravena, C. (2005). *Demanda de exportaciones e importaciones de bienes y servicios para Argentina y Chile*. Serie Estudios Estadísticos y Prospectivos, 36, División de Estadística y Proyecciones Económicas, CEPAL-ONU.
- Bacha, E. (1983). *Crecimiento con oferta limitada de divisas: una revaluación del modelo de dos brechas*. Económica, 29(2-3), Instituto de Investigaciones Económicas
- Ball, R. J. y Mavwah, K. (1962). *The U S. Demand for Imports, 1948-1958*. The Review of Economics and Statistics, 44(4), 395-401.
- Benavie, A. (1973). *Imports in Macroeconomics Models*. International Economic Review, 14(2), 530-532.
- Bernat, G. (2015). *Tipo de Cambio Real y Diversificación Productiva en América del Sur*. Serie Estudios y Perspectivas, 43, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.
- Berrettoni, D. y Castresana, S. (2008). *Elasticidades de comercio de la Argentina para el período 1993-2008*. Revista del CEI: Comercio Exterior e Integración, 16, 85-97.
- Blecker, R. A. (1989). *International competition, income distribution and economic growth*. Cambridge Journal of Economics, 13(3), 395-412.
- Brown, A. J. (1942). *Trade Balances and Exchange Stability*. Oxford Economic Papers, 6, 57-76.
- Bus, A. G. y Nicolini-Llosa, J. L. (2007). *Importaciones de Argentina, una estimación econométrica*. XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Bahía Blanca, 14-16 noviembre.
- Canitrot, A. (1975). *La experiencia populista de distribución de ingresos*. Desarrollo Económico, 59(15).

- Catao, L. y Falcetti, E. (2002). *Determinants of Argentina's External Trade*. Journal of Applied Econometrics, 1(1).
- Chang, T. C. (1945). *International Comparison of Demand for Imports*. Review of Economic Studies, 13(2), 53-67.
- Chang, T. C. (1948). *A Statistical Note on World Demand for Exports*. Review of Economics and Statistics, 30, 106-116.
- Chenery, H. B., y Bruno, M. (1962). *Development Alternatives in an Open Economy: The Case of Israel*. The Economic Journal, 72(285), 79-103.
- Chenery, H. B., y Strout, A. M. (1966). *Foreign Assistance and Economic Development*. The American Economic Review, 56(4), 679-733.
- Cochrane, S. H. (1972). *Structural Inflation and the Two-Gap Model of Economic Development*. Oxford Economic Papers, New Series, 24(3), 385-398.
- Cooper, R. (1971). *Currency devaluation in developing countries*. Essays in International Finance, 86, Princeton University.
- Damill, M., & Frenkel, R. (2009). *Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina*. Nuevos documentos Cedes, No. 65.
- Diamand, M. (1972). *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*. Desarrollo Económico, 12(45), 25-47.
- Díaz Alejandro, C. F. (1963). *A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect*. Journal of Political Economy, 71(6), 577-580.
- Díaz Alejandro, C. F. (1969). *Devaluación de la tasa de cambio en un país semi industrializado. La experiencia argentina 1955-1961*. Editorial del Instituto, Instituto Di Tella.
- Díaz Alejandro, C. F. (1970). *Essays on the economic history of the Argentine Republic*. Yale University Press, New Haven y Londres.
- Frankel, J. A. (2005). *Contractionary currency crashes in developing countries*. NBER working paper series, 11508, National Bureau of Economic Research (NBER)
- Frenkel, R. (2008). *Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria*. Revista de la CEPAL, 96, 189-199
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2007). *Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad*. PERI (UMASS), CEPR.

- Galindo, L. M. y Cardero M. E. (1999). *La demanda de importaciones en México: un enfoque de elasticidades*. Comercio Exterior, 49(5), 481-487.
- Gárriz, A. I., Panigo, D., Médici, F. y Gallo, P. (2012). *El comportamiento de las importaciones industriales en el período 2003-2011: una aproximación a su dinámica sectorial*. Trabajo presentado en V Jornadas De Economía Crítica, Asociación de Economía Crítica.
- Gerchunoff, P. y Rapetti, M. (2016). *La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015)*. El Trimestre Económico, 83(330).
- Heymann, D., y Ramos, A. (2003). *Componente A: La Sustentabilidad Macroeconómica a Mediano Plazo*. Estudios Macroeconómicos, CEPAL-ONU, Buenos Aires.
- Holzman, M. (1949). *The U.S. Demand for Imports of Certain Individual Commodities in the Interwar Period*. International Monetary Fund, Washington.
- Houthakker, H. S. y Magee, S. P. (1969). *Income and Price Elasticities in World Trade*. The Review of Economics and Statistics, 51(2), 111-125.
- Johnson, H. G. (1958). *International Trade and Economic Growth*. Harvard University Press, Cambridge.
- Khan, M. S. (1974). *Import and Export Demand in Developing Countries*. Staff Papers, 21(3), 678-693, International Monetary Fund, Washington.
- Kreinin, M. E. (1967). *Price Elasticities in International Trade*. The Review of Economics and Statistics, 49(4), 510-516.
- Krugman, P. y Taylor, L. (1978). *Contractionary effects of devaluation*, Journal of International Economics, 8(3), 445-456.
- Lerner, A. P. (1944). *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. Macmillan, Nueva York.
- Loza Tellería, G. (2000). *Tipo de Cambio, Exportaciones e Importaciones: El Caso de la Economía Boliviana*. Revista de Análisis, 3(1), 7-40.
- Machinea, J. L., y Rotemberg, J. (1977). *Estimación de la función de importaciones de mercancías*. Ensayos Económicos, 3, Banco Central de la República Argentina, pp. 5-49.

- Marshall, A. (1920). *Principles of Economics*. Octava edición, Macmillan and Co. Ltd, Londres (publicado originalmente en 1890).
- McKinnon, R. I. (1964). *Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation*. The Economic Journal, 74(294), 388-409.
- Monfort, B. (2008). *Chile: Trade Performance, Trade Liberalization, and Competitiveness*. International Monetary Fund, Washington.
- Mordecki, G., y Piaggio, M. (2008). *Integración regional: ¿el crecimiento económico a través de la diversificación de exportaciones?* Serie Documentos de Trabajo, 11, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Montevideo.
- Orcutt, G. H. (1950). *Measurement of Price Elasticities in International Trade*. The Review of Economics and Statistics, 32(2), 117-132.
- Paiva, C. (2003). *Trade Elasticities and Market Expectations in Brazil*. Working Paper, 140, International Monetary Fund, Washington.
- Reinhart, C. M. (1995). *Devaluation, Relative Prices, and International Trade: Evidence from Developing Countries*. Staff Papers, 42(2), 290-312, International Monetary Fund, Washington.
- Robinson, J. (1947). *The Foreign Exchanges*. Robinson, J. (ed.). Essays in the Theory of Employment, Macmillan, Oxford, 134-155.
- Rose, A. K. (1990). *Exchange Rates and the Trade Balance: Some Evidence from Developing Countries*. Economic Letters, 34(3), 271-275.
- Sarmiento, H. (1999). *Repercusiones de la apertura comercial en la economía mexicana*. Comercio Exterior, 49, 930-9.
- Seers, D. (1962). *A Theory of Inflation and Growth in Under-Developed Economies Based on the Experience of Latin America*. Oxford Economic Papers, New Series, 14(2), 173-195.
- Thirlwall, A. (2011). *The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences*. PSL Quarterly Review, 64(259), 429-438.
- Tinbergen, J. (1946). *Some Measurements of Elasticities of Substitution*. Review of Economic Statistics, 28(3), 109-116.
- Zack, G. y Dalle, D. (2015). *Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿Una limitación para el crecimiento?* Revista de Ciencias Socia-

- les Realidad Económica, 289, 10–31, Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE).
- Zack, G. y Sotelsek, D. (2016). *Las posibilidades de crecimiento de la Argentina a partir de una estimación de sus elasticidades de comercio exterior*. Revista de Economía Política de Buenos Aires (REPBA), 15, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

Interacciones en el *pass-through*. Un análisis de las relaciones de mediación entre el efecto transferencia de tipo de cambio a precios y terceras variables.

por Sergio A. ROSANOVICH¹

I. Introducción

Hasta el momento se ha hecho una reflexión sobre la evolución teórica latinoamericana respecto del concepto de tipo de cambio (capítulo 2), y también un análisis sobre el vínculo entre el tipo de cambio con: los precios y la inflación, el crecimiento económico y la balanza de pagos (capítulo 3). Al decidir el uso de la herramienta del tipo de cambio ha de tenerse en cuenta la multiplicidad de consecuencias que esto genera en términos de competitividad, distribución del ingreso, las reacciones posteriores de otros países respecto al manejo de sus paridades de cambio, entre otras. Pero, de manera simultánea, se deben considerar las especificidades asociadas a la estructura productiva y social que caracteriza a un país, dado que, como se argumentará a lo largo de este trabajo, pueden ejercer una mediación entre el movimiento del tipo de cambio y sus consecuencias.

En el presente capítulo, el eje de análisis no serán los motivos por los cuales se tomó la decisión de modificar el tipo de cambio, sino es estudio de las consecuencias que tal medida puede tener en el nivel de precios de la economía. En virtud de ello, las preguntas que

¹ Becario CONICET

motivan esta investigación son las siguientes: ¿Qué variables pueden incidir, y de qué manera, en la intensidad del efecto *pass-through*? ¿Todas las variables discutidas en la literatura poseen un mecanismo directo o indirecto de transmisión desde la devaluación a los precios?

Por efecto transferencia del tipo de cambio nos referimos a la observación y medición de la reacción de los precios al interior de una economía frente a un movimiento del tipo de cambio. Como se desarrollará a lo largo de esta investigación, la respuesta de los precios no es única ni homogénea. Por el contrario, sostendremos en este texto que será más rápida para los bienes asociados al comercio exterior y menos inmediata para los bienes y servicios cuyo precio se encuentre mayormente determinado por el costo laboral, y en menor medida por otros insumos².

Dado que uno de nuestros tópicos de interés se relaciona con las consecuencias distributivas de la depreciación del tipo de cambio, un punto de partida de una investigación como la nuestra requiere diferenciar entre dos teorías de la distribución: aquella que la concibe endógena al sistema de producción, determinada a través de funciones de oferta y demanda de factores, y la que considera la distribución exógena al mismo, mayormente influenciada por factores institucionales externos al sistema productivo. El abordaje que llevaremos adelante hace uso de un marco teórico de la teoría clásica de los precios y la distribución, y en particular expondremos en la sección segunda la llamada Teoría Monetaria de la Distribución, desarrollada por el profesor Massimo Pivetti a partir de sus contribuciones iniciales de mediados de la década de 1980. Será a la luz de este enfoque que realizaremos una identificación de los canales de mediación que pueden ejercer una influencia sobre el grado de efecto transferencia, aunque también destinaremos una parte de la exposición a efectuar un análisis crítico de algunas propuestas teóricas que a continuación

2 Es necesario señalar que la literatura específica sobre interacción del efecto transferencia con terceras variables no cobró un rol definido y autónomo sino hasta hace poco tiempo. Parte de este nuevo auge sobre el tema se explica por el surgimiento de una tendencia a la reducción de la magnitud del efecto transferencia en muchos países hacia la década de 1980, fenómeno documentado en diversas publicaciones (Burstein et al, 2001; Borensztein & De Gregorio, 1999).

mencionaremos. Finalmente, uno de nuestros objetivos parciales será dar cuenta, para el caso de las depreciaciones del tipo de cambio, de la relevancia de la tesis de Pierangelo Garegnani (1983) según la cual, para toda teoría de la distribución y los precios, los precios relativos se modifican por dos razones: cambios en la técnica o en la distribución. En particular para la teoría que hace uso de funciones de oferta y demanda, las mismas solo pueden tener incidencia sobre los precios en la medida que ejerzan una influencia sobre la distribución o sobre la técnica, a través de lo que se denomina mecanismo de sustitución factorial.

En relación a este marco teórico, la hipótesis que guiará la presente investigación podría expresarse de la siguiente manera: si consideramos que los precios relativos solo pueden verse alterados ante cambios en la técnica o la distribución, y también aceptamos que en función de los agujeros que existan en la estructura productiva [*production holes*] habrá una menor o mayor traslación de aumentos de precios ante una depreciación, la relevancia de la capacidad de recuperación salarial va a depender justamente del grado de penetración del comercio exterior en la técnica. En otras palabras, los agujeros hacen referencia no solo a la necesidad de realizar determinadas importaciones con el objetivo de concretar la producción, sino también al grado de apertura en términos de exportaciones. En efecto, en una economía completamente autosuficiente y que no realizara exportaciones, sería totalmente irrelevante la capacidad de recuperación del salario ante una depreciación del tipo de cambio, puesto que la capacidad de recuperación del salario busca mantener un nivel de salario real, no un nivel de salario medido en moneda extranjera. Dado que no resulta normal encontrar ejemplos de países que cumplan completamente con estas características tan restrictivas, no hablaremos de uno de los dos canales se encuentre supeditado al otro, sino que es necesario tener en cuenta ambos. De acuerdo al estudio de la literatura seleccionada sobre el tema de investigación, la identificación de tal interrelación no parece encontrarse evidenciada, aun cuando algún autor mencione por separado ambos canales, como señalaremos cuando sea necesario. Ahora bien, aun partiendo de esa base, uno de los puntos principales que desarrollaremos es

que, dada una técnica, el grado de efecto transferencia pasa a depender de los cambios en la distribución. Allí donde se verifique una mayor importancia de tal efecto, en realidad ello estará dando una señal de una resistencia a los cambios distributivos.

Por último, algunas aclaraciones preliminares: si bien en este trabajo se harán numerosas referencias a la variación del tipo de cambio, debido al tema que estamos estudiando se tendrá presente una depreciación, un alza, o un aumento del mismo, utilizando todas estas expresiones como sinónimos. Lo mismo sucede para los términos efecto transferencia y *pass-through*, que serán utilizados de manera indistinta. A menos que se indique lo contrario, todas las traducciones de las citas son nuestras y se respetará el uso de bastardilla en la cita original.

II. Las interdependencias del *pass-through*

En el marco de una economía abierta, es frecuente vincular los flujos de comercio exterior con una noción de competitividad que, de acuerdo con cierta posición teórica, se concentra en los cambios de precios relativos, mediados por el tipo de cambio. En concordancia con ella, la potencia del uso del instrumento del tipo de cambio nominal sería tal que podría lograr el retorno a un equilibrio de la balanza comercial a través de las elasticidades precio de oferta de exportaciones y de demanda de importaciones.

En este sentido, los autores que adhieren a esta posición conciben un efecto expansivo de las devaluaciones en términos de comercio exterior, noción estrechamente relacionada con el llamado «optimismo de las elasticidades», en el que el producto y la tasa de crecimiento están dados por factores de oferta, en tanto que existe un efecto precio que logra abaratar los productos exportables y encarecer los bienes importables en moneda local. En contraste, otras posiciones analizan la posibilidad de que el llamado balance del comercio exterior se alcance a través de un efecto ingreso por la vía de un cambio distributivo cuya consecuencia más plausible es una reducción de las importaciones, lo cual contribuye a menguar el déficit previo en la balanza comercial. Este proceso distributivo ha llamado la atención de diferentes autores durante la segunda

mitad del siglo XX (Alexander, 1959; Díaz Alejandro, 1963; Braun & Joy, 1968; Diamand, 1972; Krugman & Taylor, 1978).

Independientemente del debate que se ha suscitado en la literatura³, se puede considerar como nexo entre ambas posiciones a la mediación del tipo de cambio, donde su rol como instrumento de política económica acaba por ser determinante en distintos factores económicos. En particular, dado que nuestro interés consiste en estudiar los efectos del tipo de cambio en la distribución, resulta inevitable primero delimitar el impacto que el uso de este instrumento puede tener en los precios, lo cual, a su vez, nos lleva a la necesidad de exponer de forma clara el rol que la relación de cambio tiene en la determinación de los precios de la economía. Al respecto, si bien en principio podemos afirmar que el tipo de cambio afecta directamente a los bienes que se comercian con el resto del mundo, resulta también necesario dar cuenta de la vinculación que existe con otros bienes que, al tiempo, o bien constituyen insumos en el proceso productivo de otras mercancías que se producen al interior de una economía, o bien contienen cierto grado de sustitución respecto de los mencionados anteriormente.

No obstante, antes de adentrarnos específicamente en las consecuencias distributivas de la variación del tipo de cambio es necesario realizar una presentación de los factores que tienen incidencia en los precios normales. En otras palabras, explicitar los datos a partir de los cuales la teoría explica los precios relativos. A lo largo del presente trabajo se seguirá la visión clásica⁴, a partir de la cual conociendo una variable distributiva (el salario real o la tasa de beneficios), la técnica dominante y un nivel de producto, es posible determinar los precios relativos⁵.

3 Una presentación del tema de competitividad y una revisión de una selección de autores que discuten estas posiciones puede encontrarse en Blecker (1998).

4 Lo que en adelante se referirá como visión o teoría clásica, si bien tiene sus contribuciones fundacionales en los textos de autores como Adam Smith, David Ricardo y Karl Marx, ha recibido un renovado impulso a partir de la obra de Piero Sraffa: *Producción de mercancías por medio de mercancías*, sobre la cual se realizarán algunas referencias a lo largo de esta sección.

5 Quien ha argumentado extensivamente sobre ésta y otras cuestiones vinculadas a la contraposición entre la teoría de la distribución clásica y marginalista es Garegnani, quien en una publicación de 1984 muestra cuáles son los elementos que forman el núcleo teórico de la teoría clásica en la determinación de los precios relativos. Véase Garegnani (1984, §3).

El marco teórico del presente texto hace uso de las contribuciones de Massimo Pivetti (1985; 1987; 1991) y Carlo Panico (1985; 1988), quienes han investigado acerca de la naturaleza de la relación entre la tasa de interés y la tasa de beneficios, y con posterioridad han perseguido el objetivo de sentar las bases para una teoría monetaria de la distribución. A partir de ello, se concibe una visión de la tasa de interés entendida como un fenómeno monetario; *i. e.* que existe una determinación autónoma de la tasa de interés, siendo en todo caso acotada en el límite superior por la tasa de beneficios.

La autoridad monetaria, por consiguiente, posee la capacidad de controlar la tasa de interés, aunque ello no signifique que ésta pueda tomar cualquier valor. Para los casos de economías periféricas – entendiéndose éstas como aquellas cuya moneda soberana no constituya una reserva de valor en el mundo – en todo momento en que la tasa de interés local se encuentre en un nivel diferente al valor de la tasa de interés internacional, es probable que, en ausencia de controles al movimiento de capitales, se produzca un ingreso o un egreso de éstos en busca de un mayor retorno.

Son los cambios en la tasa de interés los que generan efectos en la distribución, dado que afectan a los costos de producción (considerando, desde luego, que la tasa de interés es un componente de ellos, aunque más no fuera como un costo de oportunidad). Por este motivo, los precios y la tasa de interés nominal se mueven en la misma dirección, pues los precios tienden a igualarse debido a la competencia. Por consiguiente, ante un incremento de la tasa de interés se observará una disminución del salario real, contracara de un aumento en la tasa real de beneficios.

Asimismo, la caída de precios producto de un cambio en la tasa de interés hace cambiar los precios relativos debido al ya mencionado diverso peso del interés en los costos de producción de distintos bienes. Hay dos efectos en precios de un cambio persistente de la tasa: un cambio de nivel de precios y un cambio de precios relativos.

Resulta importante hacer hincapié en este punto, ya que, como se mostrará a continuación, analizar el vínculo entre el tipo de cambio y los precios – y sus relaciones de mediación – conlleva a razonar de manera similar.

III. La incidencia del tipo de cambio en la distribución

En el sistema de producción de mercancías el tipo de cambio nos permite, entre otras cosas, vincular costos en moneda extranjera con costos en moneda local, y al mismo tiempo precios de venta en moneda local con precios de venta en moneda extranjera. Con esto queremos decir que lo primero representa la incidencia del tipo de cambio en los costos de producción como un canal a través del cual pueden afectarse los precios, y por consiguiente la distribución. Lo segundo, en tanto, representa la posibilidad de comparar la evolución de los precios de venta de bienes similares en dos países. Tales vínculos se encuentran estrechamente relacionados con una referencia central, ya introducida en el Estado de la Cuestión, que es la Ley de Precio Único.

La misma posee dos versiones: absoluta y relativa, pero en ambos casos se apunta a considerar que los precios de bienes razonablemente iguales no pueden encontrarse totalmente desacoplados. En el caso de la versión absoluta de la ley, lo que se entiende es que los precios de dos bienes de similares características serán iguales en dos países diferentes si se expresaran en una misma moneda. En contraste, la versión relativa permite concluir que lo que se igualará no son los precios en niveles sino su variación.

La noción de Ley de Precio Único adquiere un mayor sentido bajo el supuesto de que el arbitraje entre dos bienes iguales con precios diferentes podría realizarse sin incurrir en mayores costos. Asimismo, la vigencia de la versión absoluta se ve seriamente comprometida al momento de incluir la política comercial, como explicaremos más adelante.

De todas formas, este concepto nos resultará de utilidad para comprender las conexiones que existen entre los precios de los bienes que se encuentran mediados por el tipo de cambio.

Todo esto que hemos introducido solo tendrá sentido si dentro de los costos de producción contamos con insumos, o bien importados, o bien que pueden exportarse como insumos o productos finales al

exterior, de manera tal que exista una vinculación con el mercado externo. En otras palabras, no necesariamente estamos hablando de bienes que se producen en el exterior y se importan íntegramente para ser comercializados en la economía local, sino que, además, los nexos pueden ser otros, a saber: bienes y servicios que se producen con insumos importados, productos de exportación en el cual el precio se encuentra dado en el mercado internacional. De darse cualquiera de estos casos, tanto los precios en moneda local como aquellos expresados en moneda extranjera se verán conectados por la relación de cambio entre ambas monedas.

Caso A

¿Pero por qué decimos esto? ¿Cuál sería la situación alternativa en la que estamos pensando? Plantearemos a continuación el análisis paso a paso, partiendo de los elementos más simples para posteriormente ir adicionando cambios en el contexto del ejemplo. En primer lugar imaginemos una situación límite en la cual las industrias del territorio nacional estuvieran organizadas de manera tal que entre ellas pudieran abastecerse de los insumos necesarios para producir, donde la demanda de bienes y servicios por parte de la sociedad en su conjunto pudiera ser satisfecha a través de esta misma producción, y por último donde no hubiera exportaciones. Una versión formalizada de esto mismo sería:

$$IPC = \alpha P_a, \quad (3.1.1)$$

donde a es un vector fila que representa el ponderador de cada bien en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y P_a es un vector columna de precios de bienes cuya estructura de costos es de la siguiente forma:

$$P_a = (PA + wl)(1 + r), \quad (3.2)$$

siendo A una matriz de coeficientes inter-industriales utilizados en la producción de una unidad de un bien final, P un vector con sus precios, w el salario nominal, l los requerimientos laborales y r la tasa de beneficios.

Esta sería una situación tipo de economía cerrada en la cual la relación de cambio entre las monedas de dos países podría variar y no existiría un canal a través del cual pudiera desencadenar cambios en los precios y en la distribución. Resulta allí evidente que la fortaleza o debilidad de un sector de la sociedad para resistir cambios en la distribución no tiene relevancia para la determinación del nulo efecto transferencia. Esto es importante para quienes buscan encontrar en el estado del ciclo económico o en el nivel de alguna variable diferente el motivo de la ausencia de tal efecto.

Caso B

Pero no es necesario tampoco ir a esta situación extrema. Se puede pensar también un escenario en el cual una industria tuviera la capacidad de exportar, aún cuando sus necesidades de producción estuvieran cubiertas por elementos provistos en el mercado interno. Si adicionalmente introducimos la idea de que su producción se destina íntegramente a la exportación y que nadie al interior del país la demanda, ¿qué sucedería? Pensemos cómo se verían modificadas las ecuaciones antes presentadas:

$$IPC = \alpha P_a + \beta P_b, \quad (3.1.2)$$

donde las letras ya descriptas mantienen su significado, pero ahora sumamos β que hace referencia al ponderador en el IPC de cada bien del vector P_b . Los precios que componen a esta clase de bienes se pueden expresar como:

$$(P_{ij}a_{ij} + wl)(1 + r) \leq P_b = EP_b^*, \quad (3.3)$$

siendo E el tipo de cambio, a_{ij} los requerimientos de bienes de otras industrias (considerando productos e insumos no importados), P_{ij} sus precios, y P_b^* un vector de precios internacionales, dado.

Podemos considerar que si la exportación se realiza a un precio internacional fijo, una modificación general en el tipo de cambio lo único que generaría es que esa misma cantidad de moneda extranjera a la que se vende el bien tuviera una equivalencia de mayor (menor) cantidad de moneda local en tanto el tipo de cambio se

hubiera depreciado (apreciado). La consecuencia directa sería que ante costos y cantidades constantes el margen sería mayor. Es decir, puesto que el precio final se encuentra internacionalmente dado, resulta posible que sea mayor al precio de producción que prevalecería en caso de no existir un precio internacional. En ese caso, lo que habíamos mencionado como un margen mayor podría interpretarse como el surgimiento de una renta que será apropiada por el productor del bien en cuestión. Recordemos que por ahora el producto que se exporta no tiene demanda interna, de forma tal que el vector β posee un valor nulo, ya que no lo incluimos en el IPC. Esto significa que aunque el vector de precios P_b reflejara cualquier modificación del tipo de cambio, como su ponderador en los precios internos es nulo, no se producirán repercusiones sobre el nivel de precios general de la economía.

Esto podemos decir en relación a los precios. Pero las cantidades podrían reaccionar de diferentes maneras. Por una parte, el aumento del margen podría desencadenar un aumento en la producción en busca de la apropiación de aquel diferencial de renta a través de un mayor volumen de transacciones con el exterior, aunque ello no resulta tan sencillo de lograr si esto no es producto de una mayor demanda. Y dado que el movimiento del tipo de cambio no había sido una consecuencia de una mayor demanda mundial, no resulta coherente pensar que se decida invertir en una ampliación de la capacidad productiva en un contexto de incertidumbre en cuanto a la efectiva colocación de ese aumento de la producción. Una consecuencia alternativa sería que las cantidades se mantuvieran constantes y que parte de esa mayor ganancia se destinara al consumo interno, con lo cual se podría pensar en un aumento de la demanda efectiva, aunque poco significativo en términos de su dimensión en este caso particular. Si avanzamos en nuestro escenario hipotético agregando más industrias que exportan su producción pero producen con insumos locales, se puede razonar que este efecto sobre la demanda efectiva podría cobrar mayor relevancia. No obstante, es necesario ser cautos con este razonamiento, dado que si bien en este escenario hipotético no estamos considerando que los indivi-

duos realicen importaciones, con lo cual al agregar más industrias el aumento de la demanda efectiva se concreta en el sistema productivo nacional, bajo un contexto más realista resulta perfectamente factible que aquellos que perciben mayores ganancias por sus transacciones con el exterior destinen sus crecientes recursos al consumo de bienes o servicios importados.

Caso C

Pero cambiemos una de los supuestos de trabajo que manteníamos. Consideremos que las industrias que exportan ahora también destinan parte de su producción a la venta en el mercado interno. Esto implicará que al momento de colocar su producción, deben comparar cuál será el precio de venta en el mercado local y cuál será el precio de venta de exportación. En ausencia de cualquier tipo de desacople entre estos dos precios a través de algún tipo de política comercial, los mismos deberían ser aproximadamente iguales, teniendo en consideración los costos relacionados con realizar la exportación. En otras palabras, si el precio internacional de cierto bien se considera dado para el país, la variación del tipo de cambio ahora hará alterar los precios internos del mismo. Es decir, el precio en moneda local se modificará hasta equipararse con el precio internacional, ya que de otra manera el productor arbitraría por el mercado externo. En términos de las consideraciones a realizar respecto de los precios internos y externos, este tercer caso es muy similar al segundo, solo que ahora lo que se modifica, en términos de nuestras ecuaciones es que el vector de ponderadores asociados a estos productos (γ) ahora deja de ser nulo. Nuestra ecuación del IPC sería ahora:

$$IPC = \alpha P_a + \beta P_b + \gamma P_c, \quad (3.1.3)$$

Donde los bienes del grupo c, que tienen una estructura de precios dada por:

$$(P_{ij}a_{ij} + wl)(1 + r) \leq P_c = EP_c^*, \quad (3.4)$$

Es posible ahora visualizar un canal a través del cual una depreciación (apreciación) del tipo de cambio provocará un aumento (descenso) de los precios de aquellas industrias que tengan la alternativa de vender en el mercado externo, y en consecuencia una disminución (incremento) del cociente salario nominal / precios de esos bienes (y en una intensidad menor, del cociente salario nominal / nivel general de precios).

$$(P_{ij}a_{ij} + wl)(1 + r) \leq \uparrow P_c = \uparrow EP_c^*, \quad (3.4)$$

O también, considerando los tres grupos de bienes, ante $\uparrow E$ veremos que:

$$\uparrow IPC = \alpha \bar{P}_a + (\beta \uparrow \bar{P}_b) + \gamma \uparrow P_c, \quad (3.1.4)$$

Es claro que para obtener el resultado final en términos distributivos resulta esencial determinar si los productos a los que estamos haciendo referencia forman parte de la canasta de consumo de la sociedad en su conjunto o si por el contrario se trata de bienes escasamente demandados por la mayoría de los individuos.

Caso D

Pasemos ahora a considerar el caso más complejo en el que no solamente contamos con industrias que deben decidir entre colocar su producción en el mercado interno y en el mercado externo, sino que además existen otras que requieren de insumos importados para poder realizar su producción. A medida que pasamos desde el caso más extremo de economía cerrada hasta el actual, las hipótesis de trabajo se tornan más flexibles y el ejemplo hipotético comienza a asemejarse a la situación contemporánea de la mayoría de los países. En términos formales, nos encontramos con un cuarto grupo de bienes (grupo d):

$$IPC = \alpha P_a + \beta P_b + \gamma P_c + \delta P_d, \quad (3.1.5)$$

donde δ representa el ponderador en el IPC de los bienes del cuarto grupo, cuya estructura de costos es:

$$P_d = (EP^* a_{ij} + wl)(1 + r), \quad (3.5)$$

Pero además, como fue mencionado anteriormente cabe la posibilidad de que los bienes del grupo d formen parte de los insumos de los otros bienes, dando lugar a una red de interrelaciones que debemos contemplar también en términos formales, modificando nuestra ecuación por la siguiente (la producción de los bienes del grupo A la seguimos considerando totalmente independiente de insumos vinculados con el comercio exterior):

$$IPC = \alpha P_a + \beta P_b(P_d) + \gamma P_c(P_d) + \delta P_d, \quad (3.1.6)$$

A partir de este momento se abre otro canal de impacto del movimiento de la relación de cambio sobre los precios y la distribución. Si las empresas importan insumos productivos, naturalmente deben realizar un cambio de moneda para pagar en divisas esos productos. En consecuencia, tanto si el productor externo aumenta su precio de venta como si la relación de cambio aumenta – haciendo que el importador deba conseguir mayor cantidad de moneda local para cambiarlo por la misma cantidad de moneda extranjera –, en ambos casos no habría motivo para pensar que el productor del bien final no trasladará aquel aumento de costos al precio final. Desde luego, es necesario tener presente que el insumo importado probablemente no constituya el único costo – y tampoco resulta necesario que todos los otros insumos sean importados –, de forma que es de esperar que aún trasladando totalmente el aumento del costo, el precio final se vea incrementado en una proporción menor.

Considerando los cuatro grupos de bienes, un aumento del tipo de cambio tendría, formalmente, las siguientes repercusiones:

$$\uparrow IPC = \alpha \bar{P}_a + (\beta \uparrow P_b(P_d)) + \gamma \uparrow P_c(P_d) + \delta \uparrow P_d, \quad (3.1.6')$$

Como ya hemos mencionado, resulta esencial tener una representación de la estructura productiva para saber qué representatividad tendrá cada grupo de bienes sobre el nivel general de precios. *A priori* no se puede saber la magnitud final del efecto transferencia. Lo que sí faltaría considerar en términos formales es algo que ya se ha introducido, que es la composición de la canasta de consumo de los asalariados. Dados los salarios nominales, su valor en términos

del nivel general de precios disminuirá, mas será necesario diferenciar situaciones en las cuales destinen parte de su ingreso a comprar bienes de los grupos a, c o d. En este sentido, podemos razonar que al depreciarse el tipo de cambio, los canales de transmisión descriptos si bien operan disminuyendo de cierta manera el salario real, el grado de efecto transferencia inicial podrá verse más o menos incrementado en función de la capacidad de resistencia salarial.

Como puede verse, pueden ocurrir dos reacciones de precios, que a su vez, se encuentran vinculadas. La primera es la más directa, y se relaciona con el grado de relación entre la estructura productiva y de consumo con el comercio exterior. La observación de su efecto en los precios ocurre con relativa rapidez en relación a la segunda reacción. En la medida en que la primera etapa del efecto transferencia sea significativa, mayor presión ejercerá sobre los trabajadores, que verán reducido su salario real en función de la proporción de los bienes asociados al comercio exterior que se incluyan en la canasta de consumo tanto de forma directa como indirecta. En consecuencia, si los trabajadores se encuentran en condiciones de reclamar por aquella pérdida de salario real – por medio de protestas en cada empresa, huelgas sectoriales por medio de la organización sindical y, en última instancia, paros generales organizados a través de la relación entre la clase trabajadora como un todo – se intentará retornar al nivel de salario real previo al movimiento del tipo de cambio. Desde luego, un aspecto interesante de la cuestión es que si todos los precios afectados por la variación del tipo de cambio se ven alterados posteriormente para recuperar sus niveles previos a la depreciación, el efecto en el tipo de cambio real es probable que se vea compensado, diluyendo el efecto de hacer variar la relación de cambio. Como ya hemos introducido, en condiciones de una estructura productiva permeable al comercio exterior, un bajo efecto transferencia no es otra cosa que un cambio en la distribución.

Adicionalmente, una pregunta que podemos hacernos al momento de estudiar el efecto sobre los precios es la siguiente: ¿podría suceder que el traslado del aumento sea parcial? En principio, si esto ocurriera, no se trataría de que el traslado del aumento fuera parcial

sino de que otra magnitud que conforman los componentes del precio se estaría reduciendo: las erogaciones por otros insumos o el margen de ganancia. Pero si pensamos una situación en la cual la fuerza de la competencia ha actuado de manera que su nivel se encuentra igualado a la suma de los dos componentes, tasa de interés y riesgo normal empresario, reducir el margen de beneficios a partir de una modificación en el tipo de cambio significaría no cubrir lo mínimo que se necesita para que poner en marcha la producción tenga sentido. Con esto no queremos decir que no pueda reducirse transitoriamente a raíz de algún fenómeno en particular, sino simplemente que no podría convertirse en un fenómeno persistente. El camino alternativo, en ausencia de modificaciones en la técnica, conduce al pago de un menor valor por alguno de los otros insumos, pero ello también resultará conflictivo. En el caso del salario, no tenemos más que recordar la reflexión de Keynes acerca de la reacción de los trabajadores ante un intento de reducir su salario nominal:

«En tanto que normalmente los trabajadores se resistirán a toda reducción de su salario nominal, no es común que abandonen su trabajo ante un incremento en el precio de los bienes-salario. En ocasiones se ha dicho que sería ilógico para los trabajadores resistirse ante una reducción de su salario nominal pero no hacerlo frente a una disminución de su salario real. (...) Pero, ya sea lógico o ilógico, la experiencia nos muestra que es éste su comportamiento real»
Keynes (2013, p. 9).

En síntesis, entendemos que la tendencia persistente será la de trasladar completamente el aumento de los costos hacia los precios. Por otra parte, debemos tener en consideración tanto los efectos de segunda ronda asociados a otros bienes que podrían utilizar a los primeros como insumo como también productos importados que ingresen al mercado local como bienes finales, ya que sobre éstos tendrá, asimismo, consecuencias el movimiento del tipo de cambio. Y más aún, para el caso de la importación de bienes fina-

les para la venta, dado que resulta altamente probable que el costo de la importación sea el componente más importante de todos los costos —considerando gastos administrativos, de transporte, etc.— la traslación al precio de venta de aquel componente tendrá una significatividad mayor sobre el cambio en el precio final, en contraste con la reflexión que habíamos hecho para el caso de insumos importados. En otras palabras, ante una depreciación del tipo de cambio, el porcentaje de aumento de precios será más cercano a la magnitud de la depreciación para el caso de venta local de bienes finales importados que para la venta local de bienes con insumos importados.

Teniendo todos estos elementos en cuenta podemos concluir que hay motivos suficientes para pensar que el grado de penetración de importaciones y exportaciones en el entramado productivo de un país constituye un factor central en la determinación de la magnitud del efecto transferencia. Nuevamente, a medida que se evidencie una mayor interrelación entre, por una parte, las diferentes industrias y, por otra, su exposición al comercio exterior en alguno de los eslabones de la cadena de producción o comercialización, mayor probabilidad existirá de que los efectos sobre los precios adopten un carácter general, implicando a su vez una modificación mayor en la distribución.

Hasta aquí poco habíamos dicho acerca del incumplimiento de la versión absoluta de la Ley de Precio Único, excepto notar que podrían existir diferencias de nivel asociadas a los costos de transporte o la diferenciación de los bienes. Adicionalmente, es menester recordar que el Estado posee herramientas a disposición para intervenir en el comercio internacional y, en consecuencia, en la equiparación de los precios internos y externos, considerados en una misma moneda. Entre las medidas de política comercial más comunes podemos mencionar a los aranceles, las cuotas, las licencias y los controles para-arancelarios. La relación que vincula a estos recursos con nuestro tema de investigación reside, por una parte, en la posibilidad de que los precios internos y externos se encuentren desacoplados en términos de nivel, pero también por la factibilidad de que el Estado arbitre modificaciones en alguna de estas herramientas al

alterar el tipo de cambio. En consecuencia, la mediación de la acción del Estado en este sentido podría funcionar como contrapeso en el efecto transferencia al nivel general de precios.

En conclusión, los vínculos que existen entre el tipo de cambio y la distribución poseen mediaciones que incidirán en el impacto que la variación del primero tendrá sobre la segunda. Pero ello no termina allí. Como hemos mencionado anteriormente, en el caso en que una depreciación del tipo de cambio genere una disminución del salario real, este efecto tendrá una cierta vigencia en la medida en que los salarios nominales no se recompongan. Es decir, si consideramos un efecto transferencia de mediano plazo, la recomposición salarial generará un aumento de segunda ronda que no podrá ser desligado del impulso inicial generado por la variación del tipo de cambio. Si consideráramos como hipótesis de trabajo que por algún motivo se decreta un aumento de los salarios nominales tal que los salarios reales quedaran igualados al nivel previo a la depreciación, ello solo significaría que el aumento de los costos normales no sería compensado con una disminución de los salarios reales. La consecuencia será que el impacto en precios será mayor.

Naturalmente tal decreto hipotético no puede constituir una regularidad ni una necesidad de la teoría, pero nos sirve para pensar en el impacto de la recomposición salarial en la intensidad del efecto transferencia. A través de esto queremos decir que si consideramos que la capacidad de recuperación salarial se encuentra directamente relacionada con el poder de negociación de la clase trabajadora, toda medida de ese poder nos permitirá tener un mayor conocimiento sobre las futuras consecuencias distributivas de una depreciación. Respecto a tal estimación, resulta plausible considerar que este poder posea alguna relación inversa con el desempleo. Es decir, que a medida que existan menos personas desempleadas, disminuye la posibilidad de que la presión por negociar el salario nominal se vea reducida por temor a que culmine en un despido. Al contrario, a sabiendas de que probablemente no se produzcan despidos a raíz de la dificultad de encontrar un reemplazo, la consecuencia inmediata de esta percepción por parte de la clase trabajadora será la de luchar

con mayor intensidad por una recomposición de su salario en toda oportunidad en que éste se vea erosionado más allá de cierto nivel tolerable. Por este motivo, resultará esencial poder dimensionar la intensidad de esta capacidad a fin de comprender con mayor detalle el efecto completo. Asimismo, el estado de organización de los trabajadores posee incidencia en este ámbito, ya que asociamos tal estructura con un aumento de la factibilidad de éxito de los reclamos.

Ahora bien, esto hemos dicho respecto de la capacidad de los trabajadores por intentar retornar a los niveles de salario real previos a la depreciación. No obstante, hemos de recordar que consideramos que el tipo de cambio constituye una herramienta de política económica, y que, como tal, se encuentra supeditada a un objetivo. Al inicio de la presente sección nos referimos a esta herramienta como un nexo entre dos concepciones de política económica asociadas a los desequilibrios de las cuentas externas, y en particular, en el caso de la segunda alternativa, comentamos que el equilibrio se alcanzaba por la vía de un efecto ingreso. Bien podría ser que tal efecto ingreso fuera la reducción del salario real a la que hacíamos referencia, por lo que no es imposible imaginar un escenario en el cual la recomposición del salario real fuera en contra del objetivo de política económica. En esta dirección apunta la reflexión de Richard Cooper sobre los efectos distributivos de la variación del tipo de cambio, cuando escribe que:

«Si a través del ‘poder de negociación’ (sindicatos fuertes, precios administrados) [los trabajadores] logran elevar sus ingresos monetarios lo suficiente para restablecer los niveles pre-devaluación de ingreso real, entonces el desequilibrio inicial también habrá sido reinstaurado. Las autoridades se verán forzadas a devaluar de nuevo con la esperanza de que funcionará (o se podrá hacer que funcione) la segunda vez» Cooper (1971, p. 10).

En definitiva, dado que nuestro tema de investigación nos lleva a circunscribir el análisis al efecto transferencia asociado a un movimiento del tipo de cambio, quedará fuera de este trabajo el estu-

dio de la estrategia de la manipulación del tipo de cambio como herramienta para propiciar el crecimiento en países con restricción externa⁶. Asimismo, en la presente obra este tema es abordado en el capítulo 3 (Amico & Fiorito).

En esta sección hemos expuesto los principales elementos del marco teórico de la Teoría Monetaria de la Distribución. Un esquema de análisis como éste nos permite estudiar y contextualizar las decisiones de modificación del tipo de cambio que, junto con las decisiones de política monetaria, tienen la potencia de afectar la distribución. A partir de ello se ha buscado marcar la relevancia de la capacidad de recuperación salarial y de la relación que existe entre el grado de efecto transferencia y los cambios en la distribución.

Un segundo eje de lo expresado aquí consistió en delimitar los factores relacionados con la estructura productiva que pueden constituir canales de transmisión desde la modificación de la relación de cambio hacia los precios finales. A partir de ello se ha perseguido el objetivo de dar cuenta de los razonamientos subyacentes bajo la hipótesis de trabajo que motiva esta investigación, *i. e.* mostrar que la relevancia de la resistencia salarial luego de producida una depreciación del tipo de cambio se encuentra directamente relacionada con la permeabilidad de la estructura productiva al comercio exterior, dado que frente a un episodio devaluatorio los trabajadores no buscarán retornar a cierto nivel de salario nominal medido en moneda extranjera sino a un nivel de salario real en moneda local.

En lo que sigue a continuación se pasará a considerar una relación de mediación vigente y muy difundida: la relación entre el efecto transferencia y el nivel de inflación; *i. e.* la posibilidad de que el nivel de inflación al momento de realizar la variación del tipo de cambio nominal pueda ser determinante de la magnitud del *pass-through*. Entendemos que posee ciertas falencias y carencias que hacen necesaria su exposición crítica, dado que es usada como fundamento para la toma de decisiones de política económica.

6 Tema que, por otra parte, ha recibido intensa atención durante los últimos años en Argentina. Sobre ello véanse los trabajos de Frenkel (2008); Dvoskin y Feldman (2010) y Panigo y Chena (2011).

IV. Sobre la relación entre el *pass-through* y el nivel previo de inflación

En la propuesta presentada en Taylor (2000) se trata de dar cuenta de un vínculo entre el nivel de inflación presente en una economía en el momento previo a una devaluación y el impacto que ésta tendría en los precios. Tanto Taylor en su trabajo inicial como los diferentes autores⁷ que continúan con la misma línea de investigación sostienen que en un entorno de baja inflación, no existiría un riesgo de afectar los componentes de costos que inciden en los precios ante alteraciones en el tipo de cambio. Uno de los puntos relevantes de nuestra reconstrucción del mecanismo de interacción es que de forma implícita se asume que el tipo de cambio real posee una reversión altamente veloz a cierto valor de equilibrio.

El argumento consiste en la idea según la cual el grado de traslación de aumentos de los costos a precios depende de la persistencia esperada de tal incremento, y que aquélla se encontraría asociada a la evolución de la inflación. De modo que, según Taylor, la política monetaria que habría llevado a la mencionada baja inflación tendría como consecuencia la generación de una menor expectativa de persistencia de los cambios en los costos. Si esta teoría de las expectativas fuera cierta, continúa el autor, una expectativa de mayor inflación implicaría un mayor grado de efecto transferencia⁸.

A fin de exponer lo más claramente el razonamiento, introduciremos las ecuaciones que representan formalmente los mecanismos que el autor considera válidos para realizar el análisis del efecto. La primera de ellas es:

$$y_t = \varepsilon_t - \beta(x_t - p_t), \quad (4.1)$$

7 Goldfajn y Werlang (2000); Devereux y Yetman (2002); Ize y Levi Yeyati (2003); Bailliu y Fuji (2004); Frankel (2005), Campa y Goldberg (2005) y Choudhri y Haruka (2006), entre otros.

8 Cabe mencionar que el propio autor reconoce que pueden haber influido otras condiciones tales como el débil crecimiento económico en los casos mencionados. Cuando analiza distintos episodios de *pass-through* afirma que «puede que haya habido otras fuerzas en funcionamiento (...) la débil economía británica en 1992 y en Brasil en 1999» (Taylor, 2000, p.1392).

Se trata de una ecuación de equilibrio del mercado de bienes, donde y_t es la producción, x_t el precio del bien, p_t el precio promedio de otros bienes diferenciados, y_{ε_t} es un shock aleatorio de la demanda. En presencia de costos de menú, el autor supone que las firmas fijan el precio durante cuatro períodos, aunque no necesariamente lo hacen simultáneamente. Bajo este supuesto, el nivel de precios promedio p_t es un promedio de cuatro períodos de los precios x_t fijados por las firmas. Es decir:

$$p_t = \frac{(x_t + x_{t-1} + x_{t-2} + x_{t-3})}{4}, \quad (4.2)$$

Y la ganancia esperada para cada firma para los cuatro períodos cuando el precio se fija en el momento t y se mantiene hasta $t + 3$, es:

$$\sum_{i=0}^3 E_t(x_{t+i}y_{t+i} - c_{t+i}y_{t+i}), \quad (4.3)$$

Si definimos c_t como el costo marginal, podemos señalar que las firmas maximizan sus beneficios, dado sus costos y el precio promedio de las otras firmas. Sustituyendo (1) en (3), y diferenciando respecto de x_t , se obtiene el precio óptimo:

$$x_t = 0.125 \sum_{i=0}^3 \left(E_t c_{t+i} + E_t p_{t+i} + \frac{E_t \varepsilon_{t+i}}{\beta} \right), \quad (4.4)$$

Donde el coeficiente 0.125 surge de suponer que el factor de descuento es igual a 1, e implica que un incremento unitario en el precio de las firmas tiene un efecto equivalente al de un incremento unitario en el costo marginal. Se desencadena un aumento en el precio de la firma de 0.125. Bajo este modelo, las decisiones de precio a lo largo de n períodos se realizan en función de la expectativa sobre el nivel de costos, los precios de la competencia y la demanda a lo largo de la misma cantidad de períodos. Y en lo referente a los aumentos, se deciden los precios en función de la expectativa de persistencia de aumento de los costos o de los precios de la competencia. En el artículo se ejemplifica el caso en el que la función de costo marginal tiene la forma de un proceso autorregresivo de primer orden:

$$c_t = \rho c_{t-1} + u_t, \quad (4.5)^9$$

9 Resaltamos que el uso de una función de costo marginal de estas características tiene una motivación pedagógica, y el autor no plantea que las estructuras de costos dependan de lo acontecido en un período anterior.

En ese caso, el traslado a precios de un aumento unitario en el costo marginal será de $0,125 (1 + \rho + \rho^2 + \rho^3)$. Esto nos lleva a destacar que en ningún momento Taylor plantea que el traslado no vaya a ser total, sino que sostiene que el aumento en los costos no es persistente, y en consecuencia el efecto se diluye y se traslada cada vez menos¹⁰. Pero si los aumentos son persistentes, la traslación es total. Entonces, lo que determina el resultado final de los movimientos de precios, para el autor, es la expectativa de persistencia, que hace que se tome una decisión en el momento t , y cuya duración es de cuatro períodos. Y que si hubo un error en la expectativa, recién se corrige luego del cuarto período. En lo específico de nuestra discusión, nada cambia en el caso de que los aumentos de los costos estén producidos por una variación del tipo de cambio. De acuerdo con el propio argumento, si el cambio es persistente, la traslación será total. Pero entonces la discusión no reside en una relación de mediación que pueda interferir en la decisión del traspaso a precios, que es como usualmente se presentan los trabajos que continúan esta línea de investigación. Por el contrario, la hipótesis que se plantea consiste en vincular a la persistencia de los cambios en los costos con la de la inflación agregada. En las propias palabras del autor:

«¿Qué evidencia tenemos de la persistencia de los cambios en los costos o en los precios? La persistencia percibida de tales cambios probablemente se relacione con la persistencia de la inflación agregada...» Taylor (2000, p.1398).

Es decir, pasamos de concentrar el enfoque de una posible traslación parcial a la persistencia de los cambios de los costos, para luego a vincularlo con la persistencia de la inflación agregada. Pero, ¿de qué depende esta persistencia final? Aquí yace el elemento más importante de la argumentación. La respuesta de Taylor es la siguiente:

«En un entorno macroeconómico de estabilidad nominal, un incremento en el costo marginal nominal tendrá menor persistencia

¹⁰En rigor, el efecto se diluye sólo si $|\rho| < 1$.

que en un entorno de baja estabilidad de precios. Lo mismo es verdadero para incrementos de precios producto de depreciaciones. En una economía con una inflación tan baja como la del promedio de sus socios comerciales será muy poco probable experimentar una depreciación nominal persistente ya que ello desviaría al tipo de cambio real por fuera de su trayectoria durante un período extenso. Por lo tanto, economías de baja inflación deberían tener un menor pass-through o menor traslación de cambios de precios que economías de inflación alta y persistente» Taylor (2000, p.1398).

Este párrafo contiene la parte más esencial de la argumentación. Si separamos las ideas centrales del mismo, podemos concluir que: a) la propuesta del autor se aplica tanto para aumentos de costos en general como para aquellos asociados a una depreciación del tipo de cambio; b) en un contexto de baja inflación – tanto para un país como para sus socios comerciales – la persistencia de una depreciación será menor que en una economía con inflación más elevada que la de sus socios; c) el tipo de cambio real multilateral, ponderado por los socios comerciales de un país, no puede alejarse de una cierta trayectoria durante un período extenso de tiempo.

En este último punto se encuentra el supuesto implícito del argumento: que el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) revierte rápidamente a cierta trayectoria de equilibrio. Más adelante detallaremos por qué sostenemos que el supuesto implícito es que la reversión sea rápida. La persistencia de la variación de tipo de cambio se encuentra directamente vinculada con el nivel de inflación del país respecto al de sus principales socios comerciales por el hecho de que tales magnitudes ejercen una variabilidad sobre el TCRM¹¹. Pero si al mismo tiempo se tiene la convicción de que existe un valor de equilibrio del tipo de cambio real que funciona como atractor, algún

11Encontramos sumamente interesante destacar que aun cuando en la publicación seminal se estipula claramente que lo que el autor considera relevante para explicar el efecto transferencia es el nivel de inflación del país en relación al nivel de inflación de los socios comerciales, esto último haya sido descartado en los estudios empíricos que supuestamente continúan con la línea de investigación aquí analizada. Cf. Choudri & Haruka (op. cit., p. 615); Devereux & Yetman (op. cit., p. 2); Goldfajn & Werlang (op. cit., p. 8).

mecanismo debe entrar en acción de forma tal que ni las apreciaciones ni las depreciaciones reales puedan perdurar en el tiempo.

Resulta destacable marcar una salvedad que realiza el autor al afirmar que la expectativa de baja persistencia de los cambios en los costos – fundamentada en la hipótesis de asociarla al nivel de inflación del país *vis à vis* el de sus socios comerciales, y en última instancia, como vimos, en la noción de tipo de cambio real como atractor – «desaparecería tan pronto como fuera evidente que el entorno de baja inflación se estaría terminando y los incrementos de costos y precios adquirirían nuevamente una mayor persistencia» (Taylor, op. cit., p. 1400). Nuestra interpretación de esto es que aquí se advierte que el mecanismo que explicaría la relación de mediación entre el efecto transferencia y el nivel de inflación podría no ser tan general, dado que se reconoce que en cualquier momento tal fenómeno puede dejar de ser determinante. Incluso a pesar de que Taylor no realiza precisiones respecto a tal afirmación, antes de finalizar esta sección mostraremos una herramienta de política disponible para la autoridad monetaria que podría operar de forma tal que no funcione el mecanismo corrector del tipo de cambio real cuyo cumplimiento parecería suponerse en la contribución seminal.

De acuerdo a los propios términos del autor, asumiendo que las firmas toman las decisiones de precios de la manera que se propone, el núcleo central de la cuestión consistiría en la expectativa de persistencia del movimiento del tipo de cambio. En ningún momento se plantea que las empresas podrían decidir – o verse obligadas a – absorber los aumentos de los costos. Lo único que se asevera es que las empresas trasladarán los aumentos solo durante los períodos en que esperan que dure tal incremento, y que forman una expectativa, no necesariamente correcta, de tal duración a partir de la observación de los niveles de inflación en el propio país y en los socios comerciales. Lo relevante de esto es que la no persistencia de una depreciación real implica necesariamente que tendrá lugar un desplazamiento del mismo en sentido opuesto. En otras palabras, el convencimiento de que en un plazo lo suficientemente corto se producirá una sucesiva modificación del tipo de cambio en sentido opuesto en realidad

no hace que las empresas trasladen parcialmente los aumentos. Al contrario, las empresas los trasladan tantos períodos como estimen que durará la depreciación¹².

La justificación que se encuentra explícita para sostener que ante cambios del tipo de cambio real, en un contexto de baja inflación en el país de la depreciación y en sus socios comerciales, existirá en un plazo suficientemente corto otro cambio de dicha variable en dirección opuesta, es la proposición de que existe cierto nivel de TCRM de equilibrio fuera del cual no es posible alejarse durante un período extendido. Cabe señalar que no hay mayor detalle respecto a la conformación o determinantes de tal trayectoria de equilibrio, y el presente trabajo tampoco se propone como objetivo adentrarse en tal tema¹³. No obstante, la implicancia del supuesto de reversión del TCRM no es necesariamente un movimiento del tipo de cambio nominal en el sentido opuesto en un plazo suficientemente corto – lo cual constituiría como mínimo un uso extraño de la herramienta del tipo de cambio – sino que eventualmente podría apreciarse el tipo de cambio real.

V. La reacción del comercio exterior y la (no) posterior apreciación

En función de la penetración del comercio exterior en la estructura productiva de un país, un alza del tipo de cambio real a partir de una devaluación del tipo de cambio nominal tendrá una reacción descendente; es decir, que inevitablemente los bienes comerciados con el exterior sufrirán una modificación en su precio en moneda local. Esto se produce tanto por las importaciones de bienes inter-

12 Sin embargo, si los precios reaccionan, en realidad se está cambiando la distribución, al menos durante los períodos de tipo de cambio más alto, con lo cual queda por explicar cuál sería la reacción de los trabajadores frente a este cambio, y si éstos realizan o no una estimación de la extensión temporal de la depreciación. Esto no se encuentra tratado en la publicación, y además, en relación a ello, recordemos que en ningún momento se afirma que la baja persistencia podría estar asociada a un movimiento del tipo de cambio de pequeña magnitud, de modo que podría constituir un punto relevante para la discusión.

13 Véase Capítulo 3 de la presente obra

medios o finales, cuyo precio en moneda local se verá aumentado ante una devaluación, como también por los bienes a exportar, cuyo precio interno – en ausencia de un cambio de política comercial – tenderá a equipararse con el precio externo.

En principio poco más podríamos decir respecto a las consecuencias en términos de cantidades, i. e. cuán elástico resulta el comercio exterior ante una modificación del tipo de cambio.

No obstante, lo que parece encontrarse detrás del rápido retorno al alineamiento del tipo de cambio real multilateral es justamente una reacción de los volúmenes de comercio internacional en dirección hacia un aumento de las exportaciones desde el país que vio devaluada su moneda hacia el resto del mundo.

Esto produciría dos situaciones alternativas – no mutuamente excluyentes – que desembocarían en un mismo resultado: principalmente la depreciación del tipo de cambio *vis à vis* el de los socios comerciales generará una significativa mejora de la balanza comercial en el país que depreció su moneda, o bien porque nuevos países comienzan a comprarle, o bien porque los mismos socios comerciales aumentan sus compras. Pero adicionalmente, en el caso de que este último constituya un socio comercial muy significativo para los países incluidos en la comparación, éstos verán empeorar sus balanzas comerciales a raíz del movimiento primario en el tipo de cambio. Lo que implicaría el primer efecto es un exceso de oferta de divisas producto de los sucesivos superávits en la cuenta corriente, lo que produciría una apreciación del tipo de cambio real multilateral del país que inicialmente lo había depreciado.

Pero además, el segundo efecto tendería a generar una depreciación del tipo de cambio real multilateral por parte de los socios comerciales. En cualquier caso, este parecería ser el mecanismo subyacente en la afirmación de Taylor de que el tipo de cambio real multilateral no puede alejarse de su trayectoria durante un período extenso.

¿Por qué decimos que es éste el mecanismo y no otro? Podría uno pensar que en realidad la corrección del tipo de cambio real resulta el producto de un aumento en el nivel general de precios al

interior de la economía. En este caso, los productores no estarían dispuestos a vender en el mercado interno teniendo la posibilidad de obtener mayores ingresos por medio de las exportaciones. Esto podría desencadenar un proceso de reorientación de las ventas de los productores internos al exterior hasta el punto en que los niveles de precios en los dos mercados se encuentren equiparados y el tipo de cambio real se haya apreciado. Sin embargo, entendemos que no puede ser éste el proceso subyacente en la argumentación dado que lo que se sostiene en el artículo es precisamente lo contrario: la hipótesis de que en esas mismas condiciones el efecto transferencia final sería bajo. Es decir, que el retorno del tipo de cambio real multilateral a su nivel previo debería producirse por una vía diferente que la de la apreciación real de un aumento del nivel de precios internos, ya que si se diera de esta manera ya no se podría afirmar que el *pass-through* fue bajo.

En realidad, la fundamentación a la que aludimos previamente forma parte del concepto que ya antes habíamos introducido como «optimismo de las elasticidades», a partir del cual se sostiene que los desequilibrios de las balanzas comerciales pueden corregirse a través del manejo del tipo de cambio, bajo la expectativa de que los volúmenes de transacciones internacionales reaccionan ante variaciones de precios¹⁴.

El funcionamiento de este mecanismo implicaría, por una parte, encontrar evidencia de balanzas comerciales en equilibrio como una regularidad. Pero para aceptar esto se tendría que dejar de lado todo factor, salvo las señales de precios, que pudiera afectar los flujos comerciales (por ejemplo el efecto ingreso). Además, de trabajar suponiendo el funcionamiento de esos mecanismos de corrección, no existirían situaciones de insuficiencia de demanda, ya que éstas serían automáticamente corregidas, y el tipo de cambio real, por

14 Asimismo, en un contexto de libre movilidad de capitales, debemos contemplar el canal financiero, a través del cual podría producirse una apreciación nominal del tipo de cambio mediante operaciones de tipo *carry trade* en busca de un rédito de tasa de interés local para luego transformarlo en un beneficio en moneda extranjera. En especial luego de una devaluación – y más aún de evidenciarse un overshooting de tipo de cambio –, si la tasa de interés local es lo suficientemente alta, cabría esperar una tendencia hacia el ingreso de divisas.

lo tanto, no podría alejarse de su trayectoria durante un período extendido, como se aseveraba más arriba¹⁵.

Pero, ¿qué se quiere decir con período extendido? Este es un punto relevante no solo para nuestra discusión del tipo de cambio real sino también para la argumentación de la relación de mediación con el nivel de inflación. De acuerdo a lo que habíamos expuesto anteriormente, en función de la observación de los índices de inflación del propio país y de sus socios comerciales, Taylor plantea que se construyen las expectativas de persistencia de las variaciones del tipo de cambio, y en consecuencia, se toma la decisión de trasladar a precios los aumentos de costos durante una determinada cantidad de períodos. La magnitud de tales aumentos, si bien hemos visto que se trasladan en su totalidad, son estimados en un momento dado para cierto plazo. Recordemos que nada se condiciona respecto del grado de variación del tipo de cambio, por lo que podría incluirse en cualquier caso una depreciación significativa.

La cuestión del tiempo es crucial, ya que el elemento central del argumento es que los flujos de comercio reaccionan rápidamente equilibrando el tipo de cambio. Y como hemos visto que en la medida que la depreciación no se revierta, las firmas seguirán trasladando los aumentos de costos, de modo que el *pass-through* comenzará a incrementarse.

Asimismo, un factor adicional no contemplado es el rol de los trabajadores en respuesta a los cambios en el salario real. En tanto exista algún grado de comercio exterior en el país bajo análisis, irremediablemente se producirá una traslación a precios en moneda local

15 Al margen de este planteo, el funcionamiento del mecanismo tampoco se condice con la evidencia empírica. Numerosos estudios testean la capacidad del tipo de cambio de constituirse como un atractor en el corto plazo de forma tal que se pudiera de allí deducir que los flujos de comercio reaccionan ante todo desvío de cierta trayectoria de equilibrio. Los resultados son negativos para todo plazo menor a tres años, con lo cual el mecanismo subyacente queda también debilitado. De hecho, en Rogoff (1996) se revisan los estudios empíricos sobre este tema se muestra que, en promedio, el 50% por ciento de la corrección se produce a lo largo de un período de entre tres y cinco años.

En Harvey (2008, p.148) se realiza una reflexión que ciertamente encontramos instructiva: «Algunos modelos se construyen sobre premisas tan alejadas de la realidad que no pueden simplemente ser justificadas como conveniencias. En esos casos, no hay ‘elegancia’ suficiente que pueda evitar que la teoría sea irrelevante».

del aumento del costo de importación – o del beneficio de exportación – que podría afectar al salario real en caso de que estos bienes transables formen parte de la canasta de consumo de los trabajadores. De hecho, el corolario de ello es que en presencia de una depreciación del tipo de cambio en una economía con penetración del comercio exterior, la existencia de un bajo *pass-through* no debería ser vista como un mérito sino como la realización de un cambio de la distribución, y en tal sentido podrán comprenderse más fácilmente las potenciales consecuencias en términos de producto.

Si efectivamente todo el mecanismo anterior es el que el autor entiende que opera en economías de baja inflación que comercian con otras de similares características, nuestra posición es que adolece de una falla central en suponer que ante una variación del tipo de cambio el comercio internacional reacciona de forma que se retorna rápidamente al equilibrio. Con esto no queremos decir que no exista reacción alguna de parte del comercio internacional, sino que ésta será, en el mejor de los casos, una tendencia de largo plazo.

Marcelo Diamand dedica una considerable parte de sus esfuerzos a estudiar las características de los desequilibrios en las cuentas externas, y sostiene que detrás de este mecanismo automático de corrección se esconde la presunción de dos premisas «no realistas». En primer lugar, que las retribuciones a los factores son determinadas por las fuerzas del mercado, adoptando su valor final el carácter de normal o correcto. Y en segundo lugar, se presume que el ajuste resulta suficientemente efectivo como para evitar el desempleo. En relación a lo que discutíamos recientemente, el retorno del tipo de cambio a su valor de equilibrio se produce para Taylor por medio de la reacción ante un efecto precio en el comercio exterior, con independencia de un efecto ingreso.

Según Diamand, respecto del ajuste por la vía del efecto precio, considera que «no siempre funciona y, si lo hiciera, no es efectivo en el corto plazo. En el sector externo, las exportaciones no se incrementan de la noche a la mañana y la creación de nuevas capacidades sustitutivas de importaciones lleva tiempo» (Diamand, 1978, p.22).

Si las consecuencias recesivas internas de la depreciación del tipo de cambio no pueden descartarse, el mecanismo de ajuste automá-

tico del sector externo podría verse contrarrestado por un período de recesión. Asimismo, también podría ocurrir que las variables distributivas no fueran endógenamente determinadas, de forma que el aumento de la competitividad por la vía de la reducción del salario real, aún si funcionara estimulando las exportaciones en el corto plazo, podría enfrentarse a una situación de resistencia salarial por parte de la clase trabajadora.

Pero el argumento no debe finalizar en la crítica de la no ocurrencia del optimismo de las elasticidades, que, si se quiere, podría encontrar mayor asidero en países cuya composición de las exportaciones fuera diferente a la de los países de América Latina. Aún si existiera este mecanismo de aumento de las exportaciones, quedaría pendiente, en la propuesta que estamos considerando, el análisis de las consecuencias de tal incremento en los ingresos de divisas. El control del tipo de cambio en situaciones de superávit comercial puede llevarse a cabo a partir de la acumulación de reservas internacionales. El Banco Central puede operar a través de la compra de las divisas a cambio de moneda local para absorber la entrada de divisas y de esa manera evitar la apreciación. El banco puede forzar la liquidación inmediata de los ingresos de divisas de los exportadores. Tal mecanismo puede, adicionalmente, verse complementado con una esterilización de la nueva moneda doméstica en circulación, pero esto obedece al objetivo de tasa de interés que tenga la autoridad monetaria. Es decir, de no abocarse a esta segunda tarea, podría ocurrir que la oferta de base monetaria fuera superior a la demanda y que cayera la tasa de financiamiento interbancario, y con ella también las tasas del mercado secundario de títulos de mediano y largo plazo. No obstante, como se ha mostrado, dado que el objetivo del Banco Central es el de fijar un objetivo de tasa de interés, no resulta probable que se lleve adelante la primera medida sin implementar la segunda.

Para nuestro argumento, basta con considerar la existencia de esta herramienta de política económica como efectiva en el corto plazo para sostener que la revaluación del tipo de cambio no es una consecuencia necesaria de la teoría. No obstante, resulta interesante considerar la posibilidad de que el mecanismo se implemente de manera

permanente. O lo que es lo mismo, razonar la respuesta a la pregunta de si pueden acumularse reservas infinitamente para mantener el tipo de cambio en cierto nivel¹⁶.

Pero incluso sin considerar la esterilización, la compra de divisas por parte del Banco Central tiene como contrapartida la venta de moneda local a los exportadores, quienes pueden, a su vez, utilizar ese dinero para comprar bienes y servicios al interior de la economía, o lo que resultaría más relevante para nuestra discusión, demandar importaciones o activos en moneda extranjera. Debemos destacar aquí que ninguna de las dos alternativas debería impulsar la revaluación del tipo de cambio. Tal situación solo sería relevante de existir una presión muy fuerte por la desdolarización y una acción nula por parte del Banco Central ante aquel exceso de oferta de moneda extranjera.

En suma, en la presente sección se identificaron tres puntos conflictivos respecto a la explicación del *pass-through* mediado por el nivel de inflación, a saber:

a) las elasticidades de comercio exterior. En vista del análisis realizado, la rápida reversión del tipo de cambio depende de una significativa reacción del comercio exterior – o en un contexto de libre movilidad de capitales, una respuesta equivalente por parte de éstos – que implique un ingreso de dólares tal que fuerce a una apreciación nominal del tipo de cambio;

b) el rol de la autoridad monetaria para sostener el tipo de cambio por la vía de la acumulación de reservas. Aún si se cumpliera la condición anterior, constituye una prerrogativa de la autoridad monetaria, y ello impediría el funcionamiento del mecanismo de transmisión propuesto por Taylor, y finalmente,

c) la capacidad de los trabajadores de recuperar la pérdida de sala-

16 Este argumento ha sido discutido por Roberto Frenkel (2007) quien realiza un llamado de atención sobre la relevancia del resultado cuasi-fiscal del Banco Central, resultado que podría volverse deficitario en el caso de que la autoridad monetaria recibiera menores ingresos por sus activos que los egresos que tiene por sus pasivos.

rio real. Dada cierta traslación a precios de los productos transables, si al menos una parte de éstos fueran bienes salario, se produciría una pérdida de poder adquisitivo cuya magnitud podría conllevar un intento de negociar un aumento de salarios nominales, elevando los precios de los bienes (en mayor medida aquellos en los cuales la participación de los costos laborales es alta).

Por estos motivos, nuestras reflexiones apuntan a poner en discusión que, por una parte, si no fuera cierto que el tipo de cambio real multilateral no puede alejarse de su valor o sendero de equilibrio durante un período extendido, y que, por otra, si el mecanismo que haría apreciar con suficiente velocidad el tipo de cambio real no funcionara de la manera que se espera, entonces la hipótesis de que las depreciaciones en países con nivel de inflación baja – países con socios comerciales con igual característica – no son persistentes no tendría un fundamento consistente.

VI. Comentarios finales

En Argentina, entre enero y diciembre de 2002 el aumento del índice de salarios de 7,8% coexistió con una depreciación del tipo de cambio de casi 250% y con una inflación del 37%. En reacción a esto, el interrogante que nos surge formular es: ¿qué fue lo que permitió que el *pass-through* fuera de esta magnitud?

Nuestro punto de partida fue el de establecer y desarrollar aquellas relaciones de mediación que consideramos que efectivamente tienen una injerencia en la determinación del resultado final de la traslación a precios de las depreciaciones. A lo largo de ese proceso, además, realizamos observaciones acerca de que un mismo rasgo – la penetración del comercio exterior dentro de la estructura productiva – puede presentar impactos diferenciales en función de su composición.

No se puede comprender la magnitud de la caída de los salarios reales luego de una depreciación del tipo de cambio si no se consideran los componentes que forman parte de la canasta de consumo de

la sociedad. Tanto si los alimentos son producidos en el exterior y se importan, como también si son producidos en el país y se exportan, en ausencia de política comercial que desacople los precios internos y externos, toda depreciación del tipo de cambio hará aumentar los precios en moneda local, provocando una reducción del poder adquisitivo de un salario invariado en moneda local. Pero además, un aspecto que también encuentra relación con la estructura productiva es el seguimiento de bienes o servicios que forman parte de los insumos generales de todos los sectores de la economía. En particular, nos resultó interesante estudiar la posibilidad de que la misma relación de mediación fuera, a su vez, plausible de ser descompuesta en distintos agrupamientos. Así, podría razonarse que si los precios de los combustibles – como ejemplo de un bien cuyo consumo como insumo se encuentra asociado a gran parte de los sectores de una economía – se ven sujetos a una depreciación del tipo de cambio, esto tenderá a generar una presión más fuerte hacia el aumento de los costos generales en moneda local de la mayoría de los sectores de la matriz productiva.

Estrechamente vinculado con lo anterior, la caída del salario real resultante producto de una depreciación y su interacción entre la estructura productiva y el comercio exterior resulta en un cambio distributivo inicial que puede esperarse que sea combatido en la medida en que las distintas partes puedan presionar por recuperar los niveles de participación en el ingreso previos a la modificación del tipo de cambio. Pero lo que hemos argumentado es que si tal interacción es baja o nula, la relevancia del poder de negociación de los trabajadores se relativiza en tanto y en cuanto también se ve reducida la pérdida del salario real (aún cuando se vea disminuido el salario en moneda extranjera).

Luego de exponer las relaciones causales que entendemos que explican las diferencias en el efecto transferencia en distintos países o en diferentes momentos, emprendimos la tarea de estudiar críticamente otra posición encontrada en la literatura a fin de determinar la validez o invalidez del razonamiento. A partir de la reconstrucción del argumento que vincula la magnitud del efecto transferencia con

el nivel de inflación en el momento previo al movimiento del tipo de cambio, nos desentendimos de los así llamados continuadores de la línea de investigación iniciada por John Taylor en el año 2000, dado que dimos cuenta que, en realidad, no siguen la argumentación completa que se presenta en aquella contribución. El punto clave y sobre el cual fundamentamos nuestra crítica a la proposición mencionada radica en discutir la imposibilidad de que el tipo de cambio real multilateral se aleje de un sendero de equilibrio en el que se refleje una igualación de los niveles de precios entre diferentes países. Es decir, de la convicción de que el tipo de cambio real funciona como un atractor de forma que ni las apreciaciones ni las depreciaciones pueden perdurar. Ofrecimos una argumentación crítica respecto de esta proposición, mostrando que, en primer lugar, existen países en los cuales efectivamente no se produce una reacción del comercio internacional de tal magnitud que equilibre rápidamente el tipo de cambio, pero que, en segundo lugar, el control del tipo de cambio por parte de la autoridad monetaria en situaciones de superávit comercial es posible, de forma que las conclusiones del autor no serían ni necesarias para todos los países, ni obligatoriamente repetibles para un mismo país, dado que existe un margen de maniobra para todo Banco Central que administre una moneda soberana.

Un aspecto que, entendemos, no se encuentra explícitamente discutido en el texto original de Taylor es que en el caso en el que la reacción del comercio internacional no sea lo suficientemente veloz, las firmas seguirán trasladando los aumentos de los costos asociados al incremento del tipo de cambio. Esto se produce independientemente del nivel de inflación local, dado que lo que en realidad se estipula en el texto es que debe observarse la inflación local *en relación a aquella experimentada por los principales socios comerciales*, por lo que la necesidad de que la reversión sea rápida se vincula con el límite de tolerancia de reducción del salario real que pueden aceptar los trabajadores.

Tener una mayor claridad de cómo terceras variables pueden ejercer una mediación entre el manejo del tipo de cambio y las conse-

cuencias distributivas constituye una necesidad para todo diseño de una política cambiaria previsible. En este libro, la experiencia para el caso argentino es abordada en el capítulo 3, mientras que algunas reflexiones y propuestas de política económica asociadas al tipo de cambio pueden encontrarse en los capítulos 8, 9 y 10.

Referencias

- Alexander, S. (1959). *Effects of a devaluation: a simplified synthesis of elasticities and absorption approaches*. The American Economic Review, Vol. 49, N° 1, Marzo.
- Bailliu, J. & Fujii, E. (2004). *Exchange rate pass-through and the inflation environment in Industrialized Countries: An empirical investigation*. Working paper 2004-21, Banco de Canada, Junio.
- Blecker, R. (1998). *International Competitiveness, Relative Wages, and the Balance-of-Payments Constraint*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 20, No. 4.
- Borensztein, E. & De Gregorio, J. (1999). *Devaluation and inflation after currency crises*. International Monetary Fund.
- Braun, O. & Joy, L. (1968). *A Model of Economic Stagnation-A Case Study of the Argentine Economy*. The Economic Journal, Vol. 78, No. 312.
- Burstein, A. et al. (2001). *Why are rates of inflation so low after large devaluations?* NBER Working Paper series, Working paper N° 8748.
- Campa, J. & Goldberg, L. (2005). *Exchange rate pass-through into import prices*. The Review of Economics and Statistics, N° 87(4).
- Choudhri, E. & Haruka, D. (2006). *Exchange rate pass-through to domestic prices: Does the inflationary environment matter?* Journal of International Money and Finance, N° 25.
- Cooper, R. (1971). *Currency devaluation in developing countries*. Essays in International Finance, N° 86, Junio.
- Devereux, M. & Yetman, J. (2002). *Price setting and Exchange rate pass-through*. HKIMR Working paper N° 22/2002, Diciembre.
- Diamand, M. (1972). *La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio*. Desarrollo Económico, Vol. 12, N° 45.
- (1978). *Towards a change in the economic paradigm through the experience of developing countries*. Journal of Development Economics, Vol. 5.
- Díaz Alejandro, C. (1963). *A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect*. Journal of Political Economy, Vol. 71, No. 6.

- Dvoskin, A. & Feldman, G. (2010). *The Exchange Rate and Inflation in Argentina: A classical critique of orthodox and heterodox policy prescriptions*. Forum of Social Economics, N° 39(2).
- Frankel, J. (2005). *Contractionary currency crashes in developing countries*. NBER Working paper series, Working paper 11508, National Bureau of Economic Research, Junio.
- Frenkel, R. (2007). *La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria*. Revista de la Cepal, N° 93, Diciembre.
- (2008). *Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria*. Revista de Economía Política de Buenos Aires, Año 2, Vol. 3 y 4.
- Garegnani, P. (1983). *The Classical Theory of Wages and the Role of Demand Schedules in the Determination of Relative Prices*. The American Economic Review, Vol. 73, No. 2
- (1984). *Value and distribution in classical economists and Marx*. Oxford Economic Papers, Vol. 36, N° 2, Junio.
- Goldfajn, I. & Werlang, S. (2000). *The pass-through from depreciation to inflation: a panel study*. Working paper series 5, Banco Central do Brasil, Septiembre.
- Harvey, J. (2008). *Teaching post keynesian exchange rate theory*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 30, N° 2.
- Ize, A. & Levy Yeyati, E. (2003). *Financial dollarization*. Journal of International Economics, N° 59.
- Keynes, J. M.. (2013) [1936], *The general theory of employment, interest and money*. The collected writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, Cambridge University Press.
- Krugman, P. & Taylor, L. (1978). *Contractionary effects of devaluation*. Journal of International Economics, N° 8.
- Panico, C. (1985). *Market forces and the relation between the rates of interest and profits*. Contributions to Political Economy, N° 4.
- (1988). *Interest and profit in the theories of value and distribution*, Macmillan.
- Panigo, D. & Chena, P. (2011). *Del neo-mercantilismo al tipo de cambio múltiple para el desarrollo. Los dos modelos de la post-Convertibilidad*, en Chena, P., Crovetto, N. y Panigo, D. (Comps.), Ensayos en honor a

- Marcelo Diamand. *Las raíces del nuevo modelo de desarrollo argentino y del pensamiento económico nacional*, Miño y Dávila.
- Pivetti, M. (1985). *On the monetary explanation of distribution*. Political Economy. Studies in the surplus approach, Vol. 1, N° 2.
- (1987). *Interest and profit in Smith, Ricardo and Marx*. Political Economy. Studies in the surplus approach, Vol. 3, N° 1.
- (1991). *An essay on money and distribution*. MacMillan, Londres.
- Rogoff, K. (1996). *The Purchasing Power Parity Puzzle*. Journal of Economic Literature, Vol. 34, No. 2, Junio.
- Sraffa, P. (1960). *Production of commodities by means of commodities*. Cambridge University Press.
- Taylor, J. (2000). *Low inflation, pass-through and the pricing power of firms*. European Economic Review, N° 44, Junio.

Tipo de cambio y distribución del ingreso. Un modelo clásico para economías pequeñas y abiertas

Fernando M. GARCÍA DÍAZ¹

I. Introducción

La teoría de formación de precios es uno de los núcleos fundamentales de la economía como ciencia, y de su lectura se desprende el modo en que cada escuela de pensamiento interpreta los procesos sociales que rigen la distribución de ingreso.

A pesar de que en esta materia no pocas corrientes han logrado transitar hacia la consolidación de cuerpos teóricos consistentes y programas de investigación establecidos, continúa existiendo una brecha a la hora de trasladar sus razonamientos a las economías emergentes: la teoría clásica de precios, de la cual se partirá aquí, no está exenta de estas limitaciones.

El rol del tipo de cambio en la distribución del ingreso ha sido uno de los aspectos usualmente descuidados. Si bien la cuestión cambiaria ha sido extensamente abordada por el pensamiento latinoamericano, los esfuerzos por integrar sus desarrollos al andamiaje conceptual clásico son todavía escasos.

El objetivo de este artículo es presentar una variante del modelo clásico de precios que reúne nociones de inspiración estructuralista y resulta aplicable al análisis distributivo en economías pequeñas y abiertas como la Argentina.

¹ Economista de la Universidad de Buenos Aires (UBA)

El trabajo se organiza del siguiente modo. Luego de esta introducción se efectúan algunas consideraciones preliminares sobre la temática. A continuación, se ofrece una sinopsis del marco que sirve de partida para la investigación.

Seguidamente se expone el esquema propuesto, que envuelve la incorporación de sectores transables al sistema cerrado básico. Sentadas estas bases, se explora el rol de la política pública y del tipo de cambio en la distribución del ingreso. Para finalizar, se brindan algunas conclusiones.

II. Discusión y antecedentes

El estudio aquí ensayado se encuadra dentro de la visión de la Teoría Monetaria de la Distribución (TMD), una de las expresiones modernas de la teoría clásica de precios. Esta remonta sus orígenes a los pensadores de la Economía Política Clásica, hallando su primera exposición sistemática en Adam Smith (1794), retomada luego por economistas de la talla de David Ricardo (1891) y de Karl Marx (1867).

La tradición clásica recobraría impulso a mediados del siglo veinte, ganando claridad expositiva y formal con las reelaboraciones críticas de Piero Sraffa (1960) y sus continuadores, sobresaliendo entre ellos Pierangelo Garegnani (1970), uno de los autores más activos en el *debate de las dos Cambridge*, y Massimo Pivetti (1985), principal teórico de la TMD.²

Uno de los rasgos fundamentales de esta tradición radica en la hipótesis de que la distribución del ingreso resulta de una puja por

2 Se ha señalado que existe una multiplicidad de miradas para abordar la cuestión de la formación de precios y de la distribución del ingreso. El estudio comparado de cada una de ellas excedería los límites del presente, y puede encontrarse en otras exposiciones. Como es sabido, las principales controversias teóricas se dieron en el marco del debate de las dos Cambridge. Una interesante introducción a los textos originales puede encontrarse en Braun (Braun & Monza, 1973). Para un repaso crítico de la economía neoclásica puede consultarse Lazzarini (2013). Una reciente referencia de interés para las problemáticas abordadas en esta pesquisa puede hallarse en Dvoskin y Feldman (2015), donde se elabora un esquema analítico que comparte muchos de los fundamentos del modelo aquí expuesto.

el excedente social, en la cual interviene una compleja trama de factores no sólo económicos, sino también políticos, históricos, e institucionales.

Siguiendo la interpretación que hace la TMD, la política pública ocupa en este aspecto un rol preeminente. Desde esta lectura la política monetaria establece, a través del control que ejerce sobre la tasa de interés, el centro de gravitación de la tasa de ganancia (Pivetti, 1985). Por esta vía subsume, en última instancia, la influencia de otros determinantes, dirimiendo —convalidando o alterando— el balance final entre los salarios de los trabajadores y las ganancias empresariales.

Se trata de un núcleo conceptual de sumo interés para comprender los rasgos básicos de la distribución del ingreso en las economías modernas, y razonablemente apropiado para ilustrar su trayectoria secular, sobre todo en el caso de los países desarrollados (Pivetti, 2004). El estancamiento de los salarios reales, acompañado por el progresivo aumento de la inequidad a partir de la década de 1980 (Barba & Pivetti, 2008), fue coincidente con el vertiginoso incremento de las tasas de interés a nivel global —al menos hasta su reciente receso, tras la crisis financiera internacional del año 2008.

Con todo, dichos elementos lucen insuficientes para explicar el derrotero distributivo de las economías periféricas. La experiencia histórica enseña que, en aquellas, los giros redistributivos más dramáticos han estado asociados a la evolución del tipo de cambio: la política cambiaria parece ser, al menos, tan relevante como la monetaria.

Este hecho no ha pasado desapercibido para el pensamiento latinoamericano. En lo que nos ocupa puede mencionarse el trabajo clásico del cubano Carlos Díaz Alejandro (1963). Aún formado en un marco teórico ortodoxo, sus estudios significaron un quiebre con la concepción predominante sobre las devaluaciones cambiarias, hegemonizada entonces por la visión *neo-keynesiana* de las elasticidades del comercio exterior.

Díaz Alejandro subrayó el impacto regresivo (y por ende recesivo) de los corrimientos cambiarios, derivado de las secuelas inflacionarias sobre la canasta de consumo y el consecuente deterioro de los salarios reales. Este punto de vista entrañaba una crítica demoledora a los

paquetes de estabilización recomendados por el Fondo Monetario Internacional para los países del Cono Sur, que involucraban generalmente un *shock* devaluatorio inicial (Díaz Alejandro, 1979). Dichos avances fueron tomados por una diversidad de escuelas económicas, inspirando por ejemplo a los desarrollos estructuralistas que cristalizarán tanto en la noción de inflación cambiaria como en el modelo de ciclos económicos de *stop and go*.³

El debate acerca de la política cambiaria no gira únicamente en torno a sus implicancias sobre el equilibrio entre salarios y ganancias, sino que se extiende a sus repercusiones sobre la rentabilidad relativa de los sectores productivos y a la configuración de incentivos que provee, por ejemplo, en materia de diversificación productiva. La cuestión ha sido abordada desde diversos ángulos resultando imposible, por cuestiones de espacio, brindar un sumario de las posturas en juego.⁴

En este artículo exploraremos la interpretación defendida por Diamand (1972), que continúa siendo hoy una de las de mayor arraigo entre las corrientes de pensamiento heterodoxo de la región. Las contribuciones de este autor dieron forma a una vertiente del estructuralismo orientada específicamente a dilucidar las problemáticas de las economías *semi-industrializadas*.

La noción fundamental concebida por Diamand es la de *estructura productiva desequilibrada* (EPD), que hace alusión a los apreciables diferenciales de productividad con los que operan, en estas economías, los sectores transables tradicionales (generalmente actividades extractivas o agropecuarias) y los no tradicionales (típicamente industria manufacturera) —en contraposición a la homogeneidad observada en los países desarrollados.

Diamand argumentaba que en los países con EPD surgirían tensiones ineludibles en la definición de tipo de cambio pues, no mediando otros instrumentos, una paridad compatible con el progreso industrial acabaría afectando regresivamente la distribución del ingreso.

3 Desde luego, el aporte de Díaz Alejandro reconoce importantes antecedentes, remontándose por ejemplo a la crítica de Joan Robinson a Bresciani-Turroni (Robinson, Bresciani-Turroni, & Sayers, 1938), en relación a la hiperinflación alemana de la primera posguerra.

4 Esta discusión se entrelaza con la cuestión del estímulo a la actividad y al empleo que, según algunos autores, provee un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). Variantes de este tema pueden encontrarse en Rodrik (2008) o Frenkel (2008).

El razonamiento puede resumirse del siguiente modo. En primer lugar se distingue, teniendo en cuenta las diferencias en el mecanismo de formación de precios, entre los sectores productivos transables y los no transables. El precio interno de los primeros se asume dado por su valor internacional multiplicado por la paridad cambiaria, mientras que el de los segundos obedece a las condiciones domésticas de producción.

Esta distinción supone una influencia del tipo de cambio sobre la rentabilidad de los rubros transables pues, al definir el precio de venta de sus productos en el mercado local, alterará su relación con los *costos internos*.

Ahora bien, en una economía con EPD los sectores transables mostrarán, a su vez, para cada paridad cambiaria, un rango amplio de rentabilidades, condicionadas éstas por las brechas de productividad.

En consecuencia, un nivel del tipo de cambio que otorgue la mínima rentabilidad aceptable a los transables más competitivos —es decir, los tradicionales—podría resultar insuficiente para los más rezagados —los no tradicionales.

Una paridad cambiaria más elevada garantizará, por el contrario, rentabilidades admisibles para los segmentos no tradicionales, pero a costa de incrementar más aún las ganancias y los precios internos de los tradicionales; lo cual tendrá como correlato un costo social elevado, debido al consecuente encarecimiento de la canasta de consumo. La estrategia para lidiar con estas contradicciones, argumentaba Diamand, consistirá en la instrumentación de un régimen explícito o implícito de desdoblamiento cambiario.

Las consecuencias de las oscilaciones cambiarias previstas tanto por Díaz Alejandro como por Diamand dependen críticamente de su impacto sobre los precios. Sin embargo, ambos pensadores —y en gran medida, sus continuadores— respaldaron estos aportes con visiones simplificadas de la teoría de precios, dificultando la exploración de sus supuestos, mecanismos efectivos y límites.

El modelo que se propone a continuación aspira a conjugar las piezas señaladas con rigurosidad. Este parte del esquema clásico, pero extiende sus resultados a economías pequeñas y abiertas, permitiendo

generalizar y fundamentar formalmente un proceso de determinación de precios *compatible* con las nociones arriba comentadas, de devaluación regresiva y de EPD.^{5 6}

La ampliación propuesta no supone arquitectura productiva específica alguna, excepto la presencia de uno o más sectores transables tomadores de precio internacional.

Con este herramental demostraremos que, aun manteniéndose la relación inversa entre salarios reales y tasa de ganancia, la política cambiaria *es la contracara distributiva exacta de la política salarial*, y que las devaluaciones tienen un impacto regresivo, en línea con la tesis de Díaz Alejandro.

Se advertirá, asimismo, que tanto la tasa de interés como el tipo de cambio tienen gravitación sobre la rentabilidad relativa de los sectores transables y no transables y, por esta vía, orientan incentivos de corto plazo que repercuten sobre desempeño de las actividades no tradicionales.

Un tipo de cambio elevado incrementará la renta de los sectores transables; uno lo suficientemente retrasado afectará a los segmentos sensibles del entramado productivo. Por su parte, los aumentos en la tasa de interés poseen un *sesgo anti-transable* usualmente inadvertido, y afectan simultáneamente a la rentabilidad de los transables y al poder adquisitivo de los salarios.

5 Entenderemos por economía abierta a aquella que cuenta con uno o más sectores transables, es decir, que comercializan sus productos en el exterior o están expuestos a la competencia de productos importados en el mercado doméstico. Será pequeña aquella economía en la cual, dada su escala limitada y sus condiciones de producción, predominen los sectores transables que no definen su precio internacional, sino que, por el contrario, lo toman como dado. La mayor parte de las naciones emergentes puede considerarse pequeña y abierta.

6 Sería osado aseverar que la determinación clásica de precios es la única teoría subyacente compatible con los fenómenos analizados. Existen, de hecho, esquemas alternativos, aunque en opinión del autor su compatibilidad de largo plazo resulta cuestionable.

III. El sistema clásico de precios

III.1. Formalización del sistema clásico de precios

La tradición clásica presume que los precios normales se constituyen mediante la aplicación de una tasa de ganancia uniforme sobre el capital adelantado para cubrir los costos producción. Según esta premisa, dicha tasa no puede divergir persistentemente entre sectores, ya que en caso de producirse discrepancias los capitales tenderán a arbitrar entre las actividades más y menos rentables⁷.

Dependiendo de la formulación, los costos salariales se consideran o bien como parte del capital invertido, o bien como una deducción sobre el excedente, que será afrontada luego del proceso de producción. En este último caso, que supondremos a lo largo del trabajo, el precio normal de cada producto deberá ser aquel requerido para cubrir tanto la tasa de ganancia normal sobre el capital adelantado como el costo salarial total.

En otros términos, en una economía en la que se producen n mercancías, donde P es el vector columna de sus n precios, C el vector de sus n costos unitarios, r la tasa de ganancia normal, w el salario horario y L los n requerimientos laborales medidos en horas (con al menos un componente mayor que cero), las ecuaciones de precios pueden expresarse de modo compacto:

$$(1) \quad P = (1 + r)C + wL$$

A pesar de su relativa simplicidad, la maduración en la resolución de este sistema de precios recorrió históricamente un camino excepcionalmente sinuoso⁸. Ello se debe en parte a que, de acuerdo a la lógica subyacente, no es posible establecer una relación funcional entre P y C , ya que la valuación del capital adelantado en el proceso

⁷ Un análisis sobre las condiciones de convergencia se encuentra en Garegnani (1997).

⁸ La literatura sobre la cuestión es abundante. Kurz (2016) presenta una historia breve y concisa. También Crespo y Cardoso (2013). Una interesante revisión de la historia de la resolución formal, que involucra los resultados fundamentales de la teoría de matrices no negativas, puede encontrarse en Parys (2013).

productivo depende, a su vez, de los precios, debiéndose determinar ambos de manera concurrente.

Esta dificultad fue puesta de manifiesto por Sraffa (1960), cuyos planteos saldaron las confusiones previas y facilitaron posteriores desarrollos. Concretamente, en un esquema de *producción de mercancías por medio de mercancías*, el vector de costos unitarios C está dado por la estructura productiva A y los precios P :

$$(2) C = AP$$

La estructura productiva se formaliza mediante la matriz $A^{n \times n}$, que registra en las columnas las cantidades físicas de insumos requeridos para producir una unidad de la mercancía asociada a cada fila –los denominados “coeficientes técnicos de producción”.

Para cada mercancía existe un componente del vector C que refleja el valor monetario de sus insumos, y el sistema de precios puede expresarse entonces como:

$$(3) P = (1 + r)AP + wL$$

III.2. Cierre y solución del sistema clásico de precios

La ecuación expuesta en (3) representa una condición marco que todo vector de precios debe cumplir en caso de verificarse la premisa de uniformidad de las tasas de ganancias. La estructura productiva A y a los requerimientos directos de trabajo L se consideran dados. Aun así, el sistema resulta algebraicamente indeterminado en caso de no restringir dos grados de libertad adicionales.⁹

El modo exacto en que se instrumentó esta restricción (o “cierre”) del sistema clásico ha variado históricamente. El mismo ha respondido al contexto histórico y a la concepción de cada autor respecto del proceso de determinación de las variables distributivas (w y r). De todas maneras, no altera sustancialmente los conceptos de fondo.¹⁰

⁹ Resulta evidente que, entendido como un sistema de ecuaciones, sin restricciones adicionales existen n ecuaciones (una por cada P_i) y $n+2$ incógnitas (n precios y las variables distributivas w y r). Ver, por ejemplo, Pasinetti (1977), o Kurz y Salvadori (1997).

¹⁰ Simplificadamente, los pioneros de la Economía Política Clásica, como Smith, Ricardo y luego Marx, tendieron a considerar como dado al salario real (i.e. el “salario de subsistencia”), siendo por lo tanto la tasa de ganancia la variable endógena.

A los fines del presente trabajo entenderemos que las dos variables mencionadas, salarios y tasa, son fijadas externamente. Esto evita recurrir a una unidad de cuenta arbitraria y permite representar más adecuadamente el funcionamiento de una economía monetaria moderna.

Se considera, entonces, que los trabajadores negocian sus ingresos con los empleadores —por ejemplo, en comisiones paritarias— estableciendo un salario nominal (w). En segundo término, se asume que la autoridad monetaria define, a través de la tasa de interés que establece como referencia, la tasa de ganancia normal r , en concordancia con lo sugerido por la Teoría Monetaria de la Distribución.¹¹

Despejando la ecuación de precios (3) se obtiene el vector P como función de los salarios nominales, la tasa de ganancia y la estructura productiva:

$$(4) \quad P = w[I - (1 + r)A]^{-1}L = f(w, r)$$

Bajo ciertas condiciones se demuestra que este vector (P) está unívocamente definido y tiene significancia económica, en el sentido de que todos sus componentes resultan positivos (lo cual se indicará como $P > 0$).¹²

Dichas condiciones poseen una interpretación económica razonable y derivan de los supuestos requeridos por los Teoremas de Perron-Frobenius, que permiten demostrar la existencia y positividad de la matriz inversa $([I - (1 + r)A]^{-1} > 0)$.¹³

Aunque no exploraremos en detalle estas exigencias, comentaremos brevemente su contenido en aras de facilitar la comprensión de

11 Desde este marco analítico la tasa de referencia de la autoridad monetaria en una economía moderna constituye el centro de gravedad de la tasa de ganancia libre de riesgo, ya que ningún capital se invertirá en actividades de menor rendimiento (Pivetti, 1991). Es posible contemplar adicionalmente un vector de ganancias que compense los riesgos propios del ciclo de negocios de cada actividad sobre la tasa de ganancia libre de riesgo. Se omite dicha alternativa en pos de simplificar la exposición.

12 Un vector es positivo $P > 0$ (o no negativo $P \geq 0$) si todos sus componentes P_i son mayores (mayores o iguales) que cero. Análoga definición se aplica para las matrices.

13 La inclusión de estas demostraciones excedería los límites del presente. De todos modos, se utilizan los corolarios de positividad en la evaluación de los impactos de política. Los teoremas fundamentales fueron desarrollados por Perron (1907) y extendidos por Frobenius (1912). Para una demostración de los resultados reseñados puede consultarse Horn (2013)1, Bapat (1997) o Bellman (1997) que incluye además una extensa referencia bibliográfica.

los desarrollos subsiguientes. Primeramente, se asume que la estructura productiva A está representada por una matriz no negativa e indecomponible, es decir, que no puede ser reducida a una forma equivalente con sub-matrices bloque nulas. En términos económicos ello significa que todas las mercancías son básicas, esto es, que entran directa o indirectamente en la producción de todas las demás.¹⁴

Por otro lado, se requiere que la estructura productiva admita la generación de un excedente, en otras palabras, que haya al menos una canasta de bienes cuya producción demande una menor cantidad de insumos que la producida (formalmente: $\exists x/x > 0 \text{ y } x \geq xA$).¹⁵

Con estos supuestos es posible demostrar, asimismo, que el excedente generado por una economía productiva es finito y admite un rango de tasas acotado por una tasa de ganancia máxima $r_{\max}^*$.¹⁶

III.3. Distribución del ingreso en el modelo cerrado

El análisis distributivo del modelo clásico básico es relativamente sencillo y se encuentra extensamente discutido. Corresponde explicitar aquí las principales conclusiones, porque algunas de ellas diferirán de las del modelo abierto propuesto como extensión.

Hasta el momento el sistema cuenta sólo con dos variables exógenas; la tasa de ganancia, que hemos asociado a la tasa de referencia de la autoridad monetaria, y el salario nominal, sobreviniente al regateo entre trabajadores y empresarios.

Si bien ambos parámetros nominales tendrán un impacto inflacionario, la distribución del ingreso dependerá únicamente de la tasa de interés. En cuanto a los precios, la derivada de su expresión funcional (4) con respecto a los salarios resulta siempre positiva:

14 Es posible relajar este supuesto a costa de complejizar el análisis.

15 Si las columnas suman 1, como en una *matriz de Markov*, se cumple $x = xA$, y el autovector dominante es 1, de modo que la tasa de ganancia máxima es cero. En la terminología utilizada por Marx (1867), la economía admite en este caso sólo la reproducción simple.

16 La tasa bruta de ganancia máxima $(1 + r_{\max}^*)$ será además la inversa del *autovector máximo* de la matriz A , y el vector de precios solución su autovector asociado (Pasinetti, 1977). La tasa de ganancia máxima agota todo el excedente, por lo que sólo es compatible con salarios nominales nulos ($w=0$). Vale aclarar que en este caso la ecuación (4) deja de ser válida.

$$(5) \quad \frac{\partial P}{\partial w} = [I - (1+r)A]^{-1}L > 0 \quad (\text{con } 0 \leq r < r_{max})^{17}$$

Como puede observarse, en el caso de la economía cerrada las variaciones de los precios serán además proporcionales al incremento salarial, y tendrán la misma dirección que el vector de precios original, de modo que no se modificarán los precios relativos P_i/P_j . Ello es independiente tanto de la estructura de costos de cada actividad como de la participación salarial.

Dicho de otro modo, una vez establecida la tasa de interés, el salario real no podrá ser alterado por modificaciones del salario nominal. Para comprobar este hecho, partiremos de la definición del salario real como el salario nominal deflactado por un índice de precios (IPC). Consideraremos en su construcción una canasta de bienes arbitraria ($C > 0$), utilizada en la ponderación del vector de precios:

$$W_{real} = \frac{w}{IPC} = \frac{w}{CP}$$

Dado que la variación de precios será siempre proporcional a la variación del salario nominal, el resultado sobre los salarios reales será neutral:

$$(6) \quad \frac{\partial W_{real}}{\partial w} = \frac{\frac{\partial w}{\partial w} CP - w \frac{\partial (CP)}{\partial w}}{(CP)^2} = \frac{CP - Cw \frac{\partial P}{\partial w}}{(CP)^2} = \frac{CP - CP}{(CP)^2} = 0$$

Las variaciones en la tasa de interés también actuarán sobre los precios, aunque modificando en su caso los precios relativos. Partiendo nuevamente de (3) y derivando con respecto a r se obtiene:

$$P = (1+r)AP + wL \Rightarrow \frac{\partial P}{\partial r} = AP + (1+r)A \frac{\partial P}{\partial r} \Rightarrow$$

$$(7) \quad \frac{\partial P}{\partial r} = [I - (1+r)A]^{-1}AP > 0 \quad (\text{con } 0 \leq r < r_{max})^{18}$$

Lógicamente, lo expresado da lugar al efecto distributivo mencionado, ya que el salario nominal no se modifica al variar la tasa por lo que el salario real debe retroceder:

$$(8) \quad \frac{\partial W_{real}}{\partial r} = \frac{\frac{\partial w}{\partial r} CP - w \frac{\partial (CP)}{\partial r}}{(CP)^2} = -\frac{wC \frac{\partial P}{\partial r}}{(CP)^2} = -W_{real} \frac{C \frac{\partial P}{\partial r}}{(CP)} < 0$$

17 Ya que $[I - (1+r)A]$ es positiva por Teorema de Perron-Frobenius y L posee al menos un elemento positivo por construcción.

18 Nuevamente $|I - (1+r)A| - 1 > 0$ $P > 0$ por Perron-Frobenius y $A \geq 0$ e irreducible.

Existe, por ende, una relación inversa entre tasa y salarios reales, que debe cumplirse para todo el intervalo de tasas realizables ($0 \leq r < r_{max}$).

La curva que describe dicha relación es la *frontera de salarios y ganancias*, y su forma exacta depende de las condiciones técnicas de producción.

En síntesis, según lo adelantado en las consideraciones preliminares, en una economía cerrada la política monetaria define, a través de la tasa de interés, el eje de gravitación de la distribución del ingreso, desplazando el punto de equilibrio a lo largo de la frontera de salarios y ganancias.¹⁹

IV. Una extensión para economías pequeñas y abiertas

Hemos señalado que el modelo de precios de la economía política clásica presenta limitaciones a la hora de estudiar las particularidades de las economías emergentes, lo cual es previsible teniendo en cuenta que su formulación busca reflejar las relaciones más generales de una economía moderna, y que sus principales elaboraciones se dieron en los países centrales.

En esta sección se propone una extensión que permite estudiar el rol de la política cambiaria en economías pequeñas y abiertas, lo cual se efectúa a partir de la incorporación de sectores transables tomadores de precio internacional.

Como primer paso, recurriremos a una noción más general: la de “sectores exógenos”. En adelante, denominaremos *sectores exógenos* a las actividades cuyo precio se determina por fuera del sistema, pudiendo representar tanto actividades transables tradicionales (por ejemplo, producción primaria), no tradicionales (industria manufacturera) e, incluso, no transables cuyo precio es regulado por el Estado, como pueden ser las empresas públicas de servicios, de energía o transporte. Más tarde nos focalizaremos específicamente sobre los sectores transables.

19 No incursionaremos en este artículo en los efectos distributivos de un proceso inflacionario inercial, que alterarán parcialmente estos resultados. En dicho contexto los salarios nominales también pueden tener incidencia al generar una reducción de la tasa de ganancia *real*, que en la mirada estática resulta coincidente con la nominal (Stirati, 2001).

De manera análoga denominaremos “sectores endógenos” a aquellos cuyos precios quedan determinados por las fuerzas que operan en la economía doméstica (es decir, por sus *costos internos* en sentido amplio). Dicho conjunto incluye tanto a las actividades no transables como a aquellas que, aún transables, logran establecer su precio internacional en base a las condiciones de producción locales.

Estas últimas se presumen minoritarias en comparación a los transables tomadores de precios —de aquí la caracterización de la economía como *pequeña*. La taxonomía mencionada se detallará con mayor rigor en la sección que sigue.

A diferencia del esquema clásico reseñado en la sección precedente (donde todos los precios P_i se determinan de manera endógena), segmentaremos los componentes del sistema en matrices bloque asociadas, por un lado, a los sectores cuyo precio se determina exógenamente y, por el otro, a aquellos en los cuales se fija de manera endógena:^{20 21}

$$(9) \begin{bmatrix} P_{ex} \\ P_{en} \end{bmatrix} = (1 + r) \begin{bmatrix} A_{11} & A_{21} \\ A_{12} & A_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} P_{ex} \\ P_{en} \end{bmatrix} + w \begin{bmatrix} L_{ex} \\ L_{en} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} R \\ 0 \end{bmatrix}$$

El vector de precios P queda particionado en n componentes exógenos (correspondientes al bloque P_{ex}) y m endógenos (del bloque P_{en}). La estructura productiva A , que supondremos idéntica a la de la economía cerrada —y por lo tanto capaz de generar

20 La representación es semejante a la ensayada por Nordhaus y Shoven (1977), aunque su derivación se enfoca en la extensión del análisis tradicional mediante técnicas de insumo-producto, sin considerar uniformidad en tasas de ganancia o rentas. El trabajo referenciado forma parte de una valiosa secuencia de estudios motivada por la aceleración de precios en Estados Unidos, a mediados de la década de 1970, tras el fin de los acuerdos de Bretton Woods y el shock petrolero de la OPEP. García Díaz (2016) presenta una adaptación de esta metodología con estimaciones para la Argentina.

21 Es preciso remarcar la generalidad de la formulación propuesta. En primer lugar, a diferencia de otras especificaciones, se admite una cantidad arbitraria de sectores transables y no transables, y articulaciones intersectoriales de cualquier índole, de modo que las conclusiones resultan válidas en general. Cabe señalar que la venta minorista de productos transables puede ser incluida como un sector no transable. Por ejemplo, es válido considerar a los productos de panadería como una actividad no transable, que involucra costos salariales, alquiler y margen comercial, aunque la harina y el trigo sean *commodities*. Lo mismo puede decirse de la carne expandida en góndola contra el precio del kilo vivo, el sachet de leche y la leche cruda, etc. El precio minorista de estos productos diferirá de su precio internacional.

excedente— está conformada ahora por cuatro sub-matrices, que pertenecen respectivamente a los insumos producidos por sectores exógenos de los sectores exógenos (A_{11}), los insumos endógenos de los sectores exógenos (A_{21}), los insumos exógenos de los sectores endógenos (A_{12}), y los insumos endógenos de los sectores endógenos (A_{22}).

En esta misma línea, el vector de requerimientos laborales se subdivide en las demandas directas de las actividades exógenas (L_{ex}) y endógenas (L_{en}), para las cuales se supone al menos un componente positivo. Por su lado, las variables distributivas (r y w) continúan considerándose establecidas por fuera del sistema, según lo definido respectivamente por la tasa de referencia de la autoridad monetaria y las negociaciones paritarias.

Finalmente se añade en la economía abierta un término de suma relevancia, que tiene el objetivo de reflejar las *rentas* de los sectores exógenos (R); esto es, las ganancias o pérdidas extraordinarias *con respecto a la tasa de ganancia normal*.

Su incorporación responde al hecho de que el precio de los sectores exógenos no surge del proceso de ajuste de la economía cerrada (o del de los sectores endógenos). El mismo emerge, en cambio, ya del arbitraje con los precios internacionales, del precio de los bienes importados, o de las decisiones de política económica. Por este motivo surgirán diferencias entre los valores de venta y los costos, determinando márgenes unitarios que pueden diferir de la tasa de ganancia la economía (r). Esto dará lugar a rentabilidades relativas diferenciadas.

En otras palabras, en el caso de los sectores exógenos, la variable determinada endógenamente será su renta diferencial respecto a la tasa normal, no así los precios. Vale resaltar que, si bien el modelo no pretende avanzar sobre los aspectos dinámicos, la persistencia en el tiempo de rentas extraordinarias o pérdidas respecto a la tasa dependerá de las características propias de cada sector.

Según la interpretación que sugeriremos más adelante, los transables con renta podrán conservar dichos diferenciales siempre y cuando no estén en situación de ampliar libremente su escala produc-

tiva. Por su lado, los transables con ganancias inferiores a la normal tenderán a abandonar su actividad productiva, pues no existen otros mecanismos de ajuste.

En este sentido, puede suponerse de todos modos la tendencia clásica *de largo plazo* hacia la uniformidad de tasas de ganancias (excepto en los sectores de escala productiva acotada), pero la misma se consumará mediante la sustitución de actividades por producción importada, y no a través del ajuste de los precios, que sí regirá para los sectores endógenos.

IV.1. Solución del sistema de la economía abierta

La irrupción de sectores exógenos en el sistema tiene un doble corolario. En primer lugar, como se discutió, fija un bloque de precios, tornando endógenas sus rentas. Pero en segunda instancia, dicho conjunto de precios incide luego sobre los costos de producción de los sectores endógenos, tanto directamente, en la medida en que los primeros entran como insumos productivos de los segundos, como indirectamente, como resultado del impacto que esta alteración producirá sobre los precios de los sectores endógenos mismos.

Por este motivo, y en vista a que los precios exógenos pueden diferir de los que en la economía cerrada resultarían de equilibrio, los precios endógenos no deben suponerse en sus valores de equilibrio previos. En un marco de *producción de mercancías por medio de mercancías* los precios exógenos influyen de manera recursiva sobre sus *costos internos*, realidad que pasa inadvertida en los esquemas simplificados a los que muchas veces se recurre.

Examinaremos la solución del sistema comenzando por el bloque superior de la nueva ecuación de precios (9), concerniente a los sectores exógenos. De ella se desprende la expresión del vector de rentas (R), que corresponde, para cada actividad, a la diferencia entre el precio de venta interno de sus productos y el costo de sus insumos (tanto endógenos como exógenos), descontando la tasa de ganancia y sus costos laborales directos.

$$P_{ex} = (1 + r)A_{11}P_{ex} + (1 + r)A_{21}P_{en} + wL_{ex} + R \Rightarrow$$

$$(10) \quad R = P_{ex} - (1 + r)[A_{11}P_{ex} + A_{21}P_{en}] - wL_{ex}$$

En cuanto al bloque de sectores endógenos, de la ecuación (9) es posible deducir la relación funcional del vector de precios, que quedará definida por la estructura productiva, las variables distributivas y el vector de precios exógenos.

$$\begin{aligned} P_{en} &= (1 + r)A_{12}P_{ex} + (1 + r)A_{22}P_{en} + wL_{en} \Rightarrow \\ \Rightarrow (I - (1 + r)A_{22})P_{en} &= (1 + r)A_{12}P_{ex} + wL_{en} \Rightarrow \\ P_{en} &= [I - (1 + r)A_{22}]^{-1}[(1 + r)A_{12}P_{ex} + wL_{en}] \Rightarrow \\ (11) \quad P_{en} &= L'_{22}[(1 + r)A_{12}P_{ex} + wL_{en}] = f(r, w, P_{ex}) \end{aligned}$$

Más precisamente, los precios endógenos responderán ahora a la incidencia directa de costos exógenos sobre cada actividad productiva $(1+r) A_{12}P_{ex}$, a la de los costos laborales wL_{en} , y a las articulaciones internas del bloque endógeno consigo mismo. Estas últimas quedan plasmadas en la inversa $[I - (1 + r)A_{22}]^{-1}$ que denominaremos L'_{22} por ser análoga a la matriz inversa de Leontief (1951), evaluada a la tasa de interés r ²².

IV.2. Frontera de salarios y ganancias en la economía abierta

Dado el propósito de este documento, centrado en el examen de las políticas, no cabe un análisis íntegro del esquema propuesto. Sin embargo, resulta conveniente sentar algunas pautas de comparación con la economía cerrada, antes de proceder a su estudio concreto.

Con el fin de mantener las propiedades básicas de la matriz de coeficientes técnicos y facilitar la comparación, supondremos que la economía abierta es la misma que la de autarquía. Dado que aquella se asumió *irreducible* y *productiva*, puede garantizarse que A_{22} también

²² Evidentemente la solución se reduce al caso cerrado si los sectores exógenos no entran como insumo de los endógenos — o sea $(1 + r)A_{12}P_{ex} \approx 0$. De modo análogo a lo ocurrido con el modelo cerrado, la ecuación (11) no tiene validez en el escenario de tasa máxima.

lo será y, por lo tanto, la expresión volcada en (11) define una única solución económicamente significativa para los precios endógenos.²³

Un primer aspecto significativo es que la tasa de ganancia máxima de la economía, que dependerá del *autovalor maximal* asociado a A_{22} , será necesariamente mayor a la de autarquía: $r_{max}^{abierta} > r_{max}^{cerrada}$.

Se trata, cabe aclarar, de una propiedad teórica, ya que puede suponer una configuración de rentas no sostenible en el tiempo. En efecto, así como la tasa máxima poseía previamente el correlato de salarios nulos, en la economía abierta implicará además precios exógenos nulos y rentas negativas.²⁴

En rigor, las variaciones del vector de precios exógenos inducirán desplazamientos de la frontera de salarios y ganancias de la economía abierta, modificando a su vez los valores del vector de rentas. Para cada par de salarios nominales y tasas, la distribución del ingreso resultará coincidente con la de autarquía exclusivamente en caso de que los precios exógenos concuerden, por casualidad o artificio de política económica, con los precios que surgirían en este bloque si la economía permaneciera cerrada. En dichas circunstancias los precios endógenos también serán coincidentes y, por lo tanto —y sólo en este caso— las rentas resultarán nulas.²⁵

En este mismo sentido, para cada par de salarios nominales y tasas, cualquier divergencia entre los precios exógenos y los de autarquía redundará en la generación de rentas extraordinarias y/o pérdidas. La distribución de las rentabilidades relativas dependerá del vector de precios exógenos y del modo en que éste impacte sobre los costos.

23 Es posible —y de interés— relajar este condicionamiento. La matriz A_{22} puede ser indecomponible aunque A no lo sea, lo cual posibilita incluir insumos importados no producidos en el país o la venta minorista de bienes transables. En ambos casos la matriz A presentará bloques de coeficientes nulos, tornándose descomponible, sin afectar los resultados consignados.

24 Ver nota 16. El autovalor maximal de una sub-matriz cuadrada de una matriz positiva es necesariamente menor que el de la original. Para una demostración sencilla ver Pasinetti (1977).

25 Estos resultados se demuestran en el Anexo I. Vale recordar que en el modelo cerrado la configuración de precios se altera al variar la tasa de ganancia, de modo que, en líneas generales, tomando un vector de precios exógenos como dado, la curva que describe la frontera en la economía abierta diferirá de la cerrada, cruzándola únicamente en un punto.

Si todos los precios exógenos resultaran mayores a los de autarquía, los sectores transables mostrarán rentas extraordinarias, desplazando la frontera de salarios y tasas hacia abajo. Si, por el contrario, uno o varios precios exógenos se ubicaran por debajo de los de autarquía, la curva de salarios y tasas se desplazará hacia arriba.

Las situaciones intermedias no se circunscriben a un patrón claramente determinado. Cualquiera sea el caso, la economía abierta añade dimensiones nuevas en la puja por el excedente. La principal conclusión es que, dados los precios exógenos, los salarios reales, la tasa de ganancia y las rentas sectoriales no podrán moverse en el mismo sentido —excepto en caso de constatarse mejoras en la productividad. Retomaremos esta cuestión en las secciones que siguen, al profundizar nuestro estudio sobre la distribución del ingreso.

IV.3. Clasificación sectorial y estructura productiva de una economía abierta

Los resultados alcanzados anticipan la importancia de toda política pública que incida sobre el vector de precios exógenos, complementando el rol distributivo de la política monetaria.

Antes de proseguir es preciso refinar algunos rasgos básicos de la representación planteada y explicitar algunas pautas de interpretación de las que nos serviremos en relación al término de rentas (R), y que utilizaremos para sugerir una taxonomía sectorial.

Para comenzar, restringiremos el encuadre de los sectores exógenos a los transables, dejando a los regulados de lado. Asimismo, excepto referencias oportunas, centraremos el estudio de la incidencia del vector de precios exógenos en la política cambiaria, aunque existen desde luego herramientas alternativas.

Adicionalmente, siguiendo una clasificación de inspiración estructuralista, se marcará la distinción, dentro de los sectores productivos con precio exógeno, entre los productores de *bienes transables tradicionales con renta*, los *transables no tradicionales*, y los *no tradicionales sensibles*. Por el lado de los sectores endógenos encontraremos tanto a las actividades *no transables* como a las *transables de frontera tecnológica*, que logran definir precio a nivel global.

Cuadro 1. Taxonomía de sectores productivos

Definición de P_i	Renta	Tipo de Sector
Exógena	$R_i > 0$	Transable tradicional con renta
Exógena	$R_i \approx 0$	Transable no tradicional
Exógena	$R_i < 0$	Transable no tradicional sensible
Endógena	-	Transable no tradicional de frontera
Endógena	-	No transable

Los mencionados en primer lugar se corresponden con los productores de bienes primarios exportadores de las naciones emergentes, como la producción agraria en la Argentina, o las actividades extractivas en otros países de América Latina.

Si bien el modelo no contempla elementos dinámicos, interpretaremos que las rentas extraordinarias podrán sostenerse de modo persistente únicamente si la tecnología en cuestión presenta alguna restricción de escala; es decir, si no puede ampliar sustancialmente su oferta. De no ser así, su producción tendería a ganar *market share* a nivel global, empujando el precio internacional a la baja, hasta eliminar este tipo de renta. En dichas circunstancias el sector deberá ser categorizado en el grupo de sectores endógenos.

Por su lado, el grupo de transables no tradicionales estará conformado por los bienes industriales y los servicios transables (de relevancia creciente en la actualidad) para los cuales, dada la configuración del sistema de precios y el valor de las variables distributivas, la renta oscila en torno a cero, obteniendo una ganancia cercana a la normal.

En tercer lugar, denominaremos *transables no tradicionales sensibles* a los productores de bienes o servicios transables cuyo precio de venta no basta para cubrir la totalidad de los costos, poseyendo por lo tanto una *renta negativa*, es decir, una tasa de ganancia inferior a la normal.

Nuevamente, aún sin quedar formalizada la dinámica, se entiende que esta condición no puede prolongarse arbitrariamente en el tiempo. Dado que no existen otros mecanismos de ajuste se inter-

preta en este caso que la producción doméstica tenderá a ser desplazada, en el largo plazo, por bienes importados, simplificándose la estructura productiva.

En lo tocante a los tres tipos de sectores mencionados hasta aquí, asumiremos por simplicidad que su precio de venta interno está dado por su precio internacional en dólares P^* multiplicado por el tipo de cambio e :

$$(12) \quad P_{ex} = eP^*$$

Se hace notar que, así definido, el vector de precios internos exógenos será proporcional al de precios internacionales; el primero replicará la estructura de precios relativos del segundo. Dicha estructura relativa no podrá ser alterada por variaciones en la paridad cambiaria, sino, únicamente, por la introducción de derechos de exportación, importación, o la administración del comercio internacional.²⁶

Para finalizar con la clasificación sectorial, se asociará los sectores endógenos a los *no transables*, con la excepción efectuada (poco relevante para países emergentes) de los transables de frontera que fijan precio internacional, y que se comportan esencialmente como no transables en la lógica del modelo.

En base a la clasificación sectorial definida es posible delinear, a su vez, taxonomías nacionales para las economías abiertas, que plantearán restricciones de política diferenciadas. Definiremos tres esquemas productivos estilizados.

El sistema productivo de una *economía emergente exportadora de productos primarios* contará con un bloque transable tradicional con renta ($R > 0$) (exportaciones de materias primas) y un bloque no transable.

En extremo opuesto, una *economía desarrollada* contará con una base productiva diversificada exhibiendo, además de algunos bloques

26 El supuesto mencionado implica un traspaso a precios del 100% para los bienes transables. El mismo no es tan restrictivo como pudiera parecer dado que, según se señaló en la nota 21, la comercialización minorista de estos productos y de sus derivados puede considerarse una actividad no transable con elevada participación de insumos transables. Por lo tanto, el *passthrough* efectivo será menor y dependerá de factores internos, como la tasa de ganancia, la trayectoria de los salarios, los servicios, etc.

transables tradicionales y no transables, sectores transables de frontera que fijan precio a nivel internacional. En la medida en que estos últimos devengan predominantes, el análisis distributivo se asemejará tendencialmente al de la economía cerrada examinada en la primera sección.

En un gris entre ambos extremos hipotéticos, una *economía emergente semi-industrializada* —como la Argentina— contará con un aparato productivo heterogéneo, en el que conviven transables tradicionales ($R > 0$) —e.g. la producción agrícola en la zona núcleo— con no tradicionales ($R \approx 0$) —industria manufacturera o servicios transables consolidados— y no tradicionales sensibles ($R \leq 0$). Esta caracterización busca representar, en el esquema presentado, las características propias de una economía con *estructura productiva desequilibrada*.²⁷

V. Distribución del ingreso en una economía semi-industrializada

Habiéndose expuesto las premisas básicas se evaluarán los factores que afectan la distribución del ingreso, examinando asimismo las diferencias existentes entre las economías semi-industrializadas (o con EPD) y las exportadoras primarias. Según se precisó, los márgenes de libertad están dados por el salario nominal (w), la tasa de política monetaria (r), y las políticas que modifican el vector de precios transables, entre ellas la cambiaria (e).

Analizaremos estos tres aspectos paso a paso. La economía abierta presenta diferencias sustanciales con respecto al escenario de base.

Una de las más destacadas es que la presencia de sectores transables tomadores de precios da lugar a que la puja por los salarios

27 Todas las economías abiertas cuentan, además, con insumos importados no producidos localmente, pudiendo ser incorporados al modelo sin necesidad de efectuar cambios sustanciales; no obstante, se han dejado de lado para simplificar el análisis.

nominales pueda traducirse en mejoras del poder adquisitivo, aun cuando la tasa de interés de referencia se mantenga constante.²⁸

La diferencia estriba en que la influencia sobre los precios se acota ahora a los sectores no transables; pues en el resto la presión de costos es absorbida por los márgenes, deteriorando las rentas.

Derivando la expresión de precios no transables (11) con respecto a los salarios se deduce su resultado inflacionario, que depende de la estructura de requerimientos directos e indirectos no transables y de la tasa de ganancia. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el escenario cerrado, los aumentos salariales también perturbarán los precios relativos, ya que el vector de impactos (13) no es proporcional al vector de precios original.

$$(13) \quad \frac{\partial P_{en}}{\partial w} = L'_{22} L_{en} > 0 \quad ^{29}$$

Además, el incremento en los precios será inferior al de autarquía, dado que los sectores transables no alterarán sus valores. Por eso, si bien el aumento de los no transables reducirá el beneficio inicial sobre el poder adquisitivo, no será suficiente para anularlo. Para comprobar el contraste extenderemos la definición de salario real, desglosando los ponderadores del índice de precios (IPC) en sus porciones exógenas y endógenas.³⁰

$$(14) \quad w_{real} = \frac{w}{IPC} = \frac{w}{C_{ex} P_{ex} + C_{en} P_{en}}$$

Computando la variación del salario real (14) contra el salario nominal se pone de manifiesto la mejora del poder adquisitivo:

$$\begin{aligned} \frac{\partial w_{real}}{\partial w} &= \frac{(C_{ex} P_{ex} + C_{en} P_{en}) - w C_{en} \frac{\partial P_{en}}{\partial w}}{IPC^2} = \frac{(C_{ex} P_{ex} + C_{en} P_{en}) - C_{en} w L'_{22} L_{en}}{IPC^2} \\ &= \frac{(C_{ex} P_{ex} + C_{en} P_{en}) - C_{en} [P_{en} - (1+r) L'_{22} A_{12} P_{ex}]}{IPC^2} \end{aligned}$$

28 En modelos dinámicos también cobra sentido la puja por el salario nominal, dado que una aceleración relativa de este último contra los precios inducirá un aumento del salario real. Los procesos de inflación persistente tornan preciso diferenciar entre tasa de ganancia nominal y real, pudiendo existir aumentos del salario real en detrimento de esta última, aunque la primera se mantenga constante. Ver nota 19.

29 L'_{22} es positiva por Perron-Frobenius y L_{en} encuentra con al menos un elemento positivo por construcción.

30 Asumiremos por simplicidad que las ponderaciones son positivas para todos los bienes.

$$(15) \quad \frac{\partial w_{real}}{\partial w} = \frac{[C_{ex} + C_{en}(1+r)L'_{22}A_{12}]eP^*}{IPC^2} > 0$$

La magnitud de aquella mejora depende de porción transable que entra en la producción de cada bien y de su ponderación respectiva en la canasta de consumo³¹, y puede desglosarse en dos términos. El primero refleja el efecto directo que produce el sostenimiento del precio de los sectores transables frente al aumento del salario nominal (ponderado por la participación de estos bienes dentro de la canasta seleccionada). El segundo responde a la proporción de insumos transables que, directa o indirectamente, entra en la producción de los bienes no transables (ponderada, nuevamente, por su participación en la canasta).

Resulta de interés expresar este resultado en términos de la elasticidad del salario real respecto al salario nominal, ilustrando más visiblemente que el impacto sobre el poder adquisitivo aumenta conforme lo hace la ponderación de los rubros transables (C_{ex}) en el IPC y su participación como insumo de los sectores no transables (A_{12}).

$$(16) \quad \frac{\partial w_{real}/w_{real}}{\partial w/w} = \frac{[C_{ex} + C_{en}(1+r)L'_{22}A_{12}]P^*e}{IPC^2} \frac{w}{w} \frac{w}{w} = \frac{[C_{ex} + C_{en}(1+r)L'_{22}A_{12}]P^*e}{IPC} > 0$$

V.1. El impacto regresivo de las devaluaciones cambiarias

En la economía abierta la puja por el salario nominal altera la distribución del ingreso entre los trabajadores y los sectores transables. Pero no es el único factor que incide sobre esta arista, dada la existencia de otros instrumentos que actúan de manera concurrente.

La política cambiaria es uno de los más relevantes en la actualidad, en vistas a que el avance de los acuerdos comerciales bilaterales y multilaterales limita parcialmente la aplicación de otras medidas.

La administración del tipo de cambio impacta sobre el precio de toda la porción transable de la estructura económica, que abarca tanto a los precios internos de los transables como al *componente tran-*

31 El “componente transable” mencionado remite a un concepto más general que el de “componente importado” o de “canasta exportable”, englobando a ambos por igual.

sable de los no transables³². Se trata precisamente de la parte de la economía que permanece inalterada frente a las variaciones del salario nominal, y que posibilita sus efectos redistributivos.

Esta consideración vuelve previsible la orientación distributiva de los impulsos cambiarios. Dentro del esquema planteado es posible formalizar el mecanismo regresivo y cuantificar con precisión el impacto previsto por Díaz Alejandro (1963): el tipo de cambio es, ni más ni menos, *la contracara distributiva exacta del salario nominal*. Ello será válido en términos generales, independientemente de la estructura productiva, de la ponderación de los salarios y de los bienes transables.

Para verificar esta equivalencia procederemos primeramente a evaluar la respuesta de los precios al tipo de cambio. Al derivar las expresiones de los precios no transables (11) y transables (12) se reconoce el impulso inflacionario de los corrimientos cambiarios, transmitiéndose tanto por vía de su relación directa con los transables (17) como por sus arrastres de segunda ronda (18):

$$(17) \quad \frac{\partial P_{ex}}{\partial e} = P^* > 0$$

$$(18) \quad \frac{\partial P_{en}}{\partial e} = (1 + r)L_{22}^r A_{12} P^* > 0$$

La primera expresión se deriva sencillamente de la definición de precios exógenos internos y convalida el hecho de que el tipo de cambio no puede alterar los precios relativos al interior del bloque de sectores transables. No ocurre lo mismo con el bloque no transable, dado que sus precios subirán en proporciones diversas, dependiendo del uso directo e indirecto de insumos transables.

La magnitud exacta del impacto regresivo se deduce al derivar el salario real con respecto al tipo de cambio:

$$(19) \quad \frac{\partial w_{real}}{\partial e} = - \frac{w \left[C_{ex} P^* + C_{en} \frac{\partial P_{en}}{\partial e} \right]}{IPC^2} = - \frac{[C_{ex} + C_{en}(1 + r)L_{22}^r A_{12}] P^* w}{IPC^2} < 0$$

32 Como se indicó en la nota 26, esta fracción podría incluir la comercialización minorista de bienes transables, que tendrá un *passthrough* efectivo menor a 100%.

Puesto en términos de elasticidades, el choque revela ser de magnitud equivalente y signo contrario a la mejora que generan los salarios nominales en el poder adquisitivo:

$$(20) \quad \frac{\partial w_{real}/w_{real}}{\partial e/e} = - \frac{[C_{ex} + C_{en}(1+r)L_{22}^r A_{12}]P^* w}{IPC^2} \frac{e}{w} \frac{IPC}{IPC} = - \frac{[C_{ex} + C_{en}(1+r)L_{22}^r A_{12}]P^* e}{IPC}$$

Y, por lo tanto,

$$(21) \quad \frac{\partial w_{real}/w_{real}}{\partial e/e} = - \frac{\partial w_{real}/w_{real}}{\partial w/w}$$

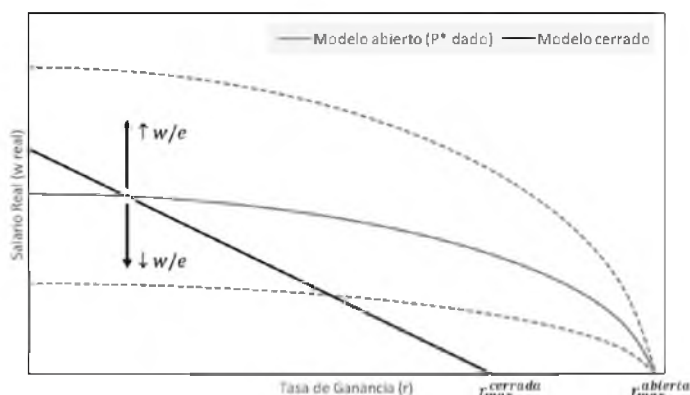
En conclusión, la política cambiaria es *siempre distributivamente equivalente* a una reducción del salario nominal de igual magnitud. Todo aumento salarial es anulado por un aumento del tipo de cambio de la misma proporción. Inversamente, la apreciación del tipo de cambio equivale a un aumento salarial.

En definitiva, el aumento simultáneo de dos de los costos fundamentales de una economía abierta (salarios e insumos transables) altera sólo su nominalidad, conservándose los precios relativos y la distribución del ingreso.³³ En cambio, las variaciones individuales *generan desplazamientos de la frontera de salarios reales y ganancias* (Figura 1). Este resultado será válido no mediando una intervención simultánea de instrumentos de política compensatorios.³⁴

33 Ello incluye a los salarios reales, a las ganancias y a las rentas expresadas en proporción a los precios de venta. Ante un cambio simultáneo y proporcionado de w y e el vector modifica su magnitud absoluta ya que se encuentra expresado en valores nominales. Sin embargo, es posible demostrar que sus componentes mantienen su proporción en relación al nuevo vector de precios. Puede señalarse que, en esta lógica, *devaluaciones y recomposiciones salariales sucesivas darán lugar a un proceso de inflación inercial* de características similares a las observadas en las economías latinoamericanas en décadas pasadas, con resultado distributivo relativamente neutro en el corto plazo, pero de fuerte volatilidad de precios relativos (transables vs. no transables) y alternancia en rentabilidades relativas (esta última se analiza a continuación).

34 Por otro lado, aunque por cuestiones de espacio no ahondaremos sobre este punto, resulta de interés observar que la importancia de la puja entre el tipo de cambio y los salarios nominales será decreciente a medida en que la tasa de ganancia se aproxime a su máximo. En el extremo ($r = r_{máx}^{abierta}$) este eje se torna irrelevante ya que todo el excedente es apropiado por las ganancias, anulándose los salarios reales y el peso de los sectores transables. En otros términos: la importancia distributiva de estos factores se reduce en contextos de tasas elevadas, porque disminuye el componente transable. Por este motivo, el desplazamiento de

Figura 1. Frontera de salarios reales y ganancias – Modelos abierto y cerrado



V.2. La cuestión de la rentabilidad relativa en economías semi-industrializadas

Los parámetros distributivos estudiados en la sección precedente no sólo alteran la distribución funcional del ingreso —el balance entre trabajadores y capitalistas— sino también la rentabilidad relativa entre los transables y los no transables; y lo mismo sucederá con la política monetaria.

Se trata de efectos de corto plazo que pueden afectar, no obstante, la fisonomía del entramado productivo, dado que las brechas de rentabilidad sólo lograrán ser saldadas mediante la desaparición de los sectores transables que no obtengan la tasa de ganancia normal.

Como se mostró, la incidencia de los salarios nominales es la imagen especular de la política cambiaria. No obstante, exploraremos estas relaciones primeramente desde el punto de vista de los salarios, ya que el análisis del tipo de cambio permitirá efectuar algunas consideraciones adicionales.

El efecto sobre las rentabilidades relativas surge como consecuencia de los cambios que las variables distributivas inducen en los precios

la curva no será proporcional en todos los tramos de tasa, sino decreciente, anulándose los salarios reales siempre con la tasa máxima de la economía, que depende exclusivamente de A_{22} (Figura 1).

relativos entre transables y no transables. En el caso de los salarios nominales, los no transables incrementan su valor, mientras que los transables se mantienen constantes. Ello se traduce en una merma de las rentas y, por lo tanto, en una variación de la rentabilidad relativa.

Este hecho se visualiza fácilmente calculando las variaciones del vector de rentas, que resultarán, según se observa en (22), menores a cero:³⁵

$$(22) \quad \frac{\partial R}{\partial w} = -(1+r)A_{21} \frac{\partial P_{en}}{\partial w} - L_{ex} < 0$$

La reducción opera a través de dos vías, la primera derivada del costo salarial directo de los transables, y la segunda de los choques de las rondas sucesivas de aumentos, es decir, del subsiguiente incremento de costos de los insumos no transables utilizados por los transables.

Es necesario señalar que las secuelas pesarán sobre todos los sectores transables, independientemente del nivel de renta que mostraban previamente. Esta conclusión es significativa pues implica que, dependiendo de su nivel inicial, las rentas podrán cambiar de signo frente a aumentos salariales lo suficientemente elevados, alterando la configuración de incentivos de la inversión productiva.

Si las rentas eran lo suficientemente altas, una reducción de márgenes implicará apenas una merma de la renta extraordinaria. De lo contrario emergerán brechas respecto a la tasa de ganancia normal³⁶. En esta línea, si la distribución de rentas no fuera uniforme, como se supone ocurre en una economía semi-industrializada con EPD, se pondrán de manifiesto las tensiones resaltadas por Diamand, respecto a la definición de un nivel adecuado para el tipo de cambio.

Un país exportador primario con escaso tejido industrial puede recurrir al tipo de cambio como política redistributiva. Siempre que la disponibilidad de divisas lo permita, contará con la posibilidad de

35 Estrictamente el efecto sobre las rentas puede ser nulo en el improbable caso de actividades que no demanden insumos no transables ni posean requerimientos laborales directos. Dado que incluso la importación de bienes demanda un trabajo operativo, no se considera esta posibilidad.

36 Vale aclarar que existe una asimetría ya que, si bien siempre existirá un salario nominal lo suficientemente elevado como para anular todas las rentas, nada garantiza la reversión en sentido contrario (es decir, la obtención de rentas positivas) antes de que el salario nominal se anule. Fenómeno análogo observaremos con el tipo de cambio, cuestión que plantea límites a la utilización de este tipo de medidas en la promoción de sectores demasiado alejados en términos de productividad internacional, que analizaremos con mayor detalle más adelante.

mejorar los salarios reales aumentando los nominales o apreciando su moneda hasta anular las rentas de los sectores transables. Si bien este reacomodamiento podrá implicar tiranteces políticas o coartar la trayectoria hacia una mayor diversificación productiva, no entrañará un riesgo concreto para la estructura productiva existente.

Por el contrario, en economías con EPD la apreciación (o, alternativamente, el incremento de los salarios nominales) comenzará a afectar la rentabilidad normal de los sectores sensibles antes de llevar las rentas del sector transable tradicional a cero. Por lo tanto, un país con estas características no sólo deberá administrar el conflicto distributivo, sino también evaluar el riesgo de tensionar su estructura productiva, induciendo la desarticulación, sobre todo del espectro de sectores sensibles y, en el extremo, de los sectores industriales consolidados.

Según se indicó, estas dificultades llevaron a Diamand (1972) a argumentar en favor de la implementación de mecanismos explícitos o implícitos de compensación (que implicarán la modificación de los precios exógenos relativos), posibilitando recomponer la rentabilidad de los sectores transables no tradicionales sin ampliar la de los tradicionales, y limitando simultáneamente la caída del poder adquisitivo del salario.^{37 38}

37 Sin duda las tensiones se vieron agravadas en el marco de mayor apertura de las últimas décadas. El escenario presente es diferente al de una economía semi-industrializada durante la etapa de industrialización por sustitución de importaciones (ISI). El uso de barreras y aranceles más significativos permitía administrar la competencia de las importaciones y garantizar per se tasas de ganancia normales a todos los sectores transables. En este contexto la apreciación no resultaba tan determinante para la viabilidad de los sectores sensibles. Los modelos típicos de *stop and go* no otorgaban al tipo de cambio rol alguno en este sentido. El mecanismo cíclico previsto se iniciaba con la apreciación cambiaria, generando una mejora el poder adquisitivo que ampliaba la demanda de bienes industriales y el nivel de actividad. Ello derivaba en una falta de divisas requeridas para hacer frente a las importaciones de bienes de consumo y bienes intermedios no producidos localmente. Estas observaciones ayudan a comprender las trayectorias divergentes que presentaron los países emergentes con al auge en los precios de los *commodities* de la última década. Mientras que las economías latinoamericanas netamente primario-exportadoras adoptaron estrategias que derivaron en apreciaciones del tipo de cambio, aquellas con un aparato industrial de peso apelaron a herramientas más heterodoxas. Es el caso de Argentina, donde se reestablecieron los derechos de exportación a las exportaciones agrícolas (principalmente soja) y esquemas de administración del comercio exterior moderados (herramientas aún en uso).

38 Cabe destacar que la formalización de la idea de EPD desde el marco propuesto permite ahondar en precisiones adicionales a las planteadas por Diamand. En primer término no corresponde asumir que los costos internos permanecen constantes ante variaciones del tipo de cambio. En segundo lugar, queda definida con exactitud la vara para evaluar la suficiencia de la rentabilidad de los sectores transables: la tasa de interés de referencia.

V.3. El impacto de la tasa de interés

Para concluir el estudio de las relaciones distributivas básicas en una economía abierta se hará un breve repaso sobre la política de tasas. Aunque ella no presenta diferencias sustanciales con respecto al análisis del caso cerrado, involucrando esencialmente desplazamientos a lo largo de la frontera de salarios y ganancias, se añade ahora un efecto sobre la rentabilidad relativa del sector transable: los contextos de altas tasas de interés poseen un *sesgo anti-transable* muchas veces inadvertido.

El mismo deriva de la presión de costos que ejerce la tasa sobre los sectores transables, en detrimento de sus rentas. Efectivamente, aunque hemos sostenido el supuesto de que en la tasa de interés regula a la de ganancia —al representar el costo de oportunidad del capital (Pivetti, 1991)—, la introducción de sectores transables altera la dinámica de ajustes de corto plazo. Su característica reside precisamente en la imposibilidad de trasladar los costos, así se trate del costo de oportunidad del capital.

Analizaremos esta secuencia paso a paso. La incidencia sobre los precios de los no transables será siempre positiva y se deduce derivando la expresión (11) con respecto a la tasa:

$$\begin{aligned}
 P_{en} &= (1+r)A_{12}P_{ex} + (1+r)A_{22}P_{en} + wL_{en} \Rightarrow \frac{\partial P_{en}}{\partial r} \\
 &= A_{12}P_{ex} + A_{22}P_{en} + (1+r)A_{22} \frac{\partial P_{en}}{\partial r} \\
 (23) \quad \frac{\partial P_{en}}{\partial r} &= L_{22}^r [A_{12}P_{ex} + A_{22}P_{en}] > 0
 \end{aligned}$$

Al igual que en la economía cerrada, se reitera el deterioro del salario real, aunque en menor medida, al encontrarse limitado al ocasionado por el bloque no transable:

$$(24) \quad \frac{\partial W_{real}}{\partial r} = -\frac{wC_{en} \frac{\partial P_{en}}{\partial r}}{IPC^2} < 0$$

En lo atinente a las rentas la repercusión también resultará siempre negativa, motorizada por la suba del bloque no transable, que entra posteriormente como insumo productivo:

$$(25) \quad \frac{\partial R}{\partial r} = -[A_{11}P_{ex} + A_{21}P_{en} + (1+r)A_{21} \frac{\partial Pen}{\partial r}] < 0$$

Se advierte no obstante que la morigeración de las rentas no responde únicamente al aumento del valor los insumos no transables, sino también a la elevación de la vara con la que cada sector deberá juzgar la adecuación de las ganancias obtenidas.

En suma, un incremento de la tasa de ganancia normal afectará, al igual que una apreciación cambiaria o un aumento salarial, negativamente a los sectores transables, pudiendo tornar negativas sus rentas –particularmente en el caso de los sensibles.

Es preciso subrayar que el impacto no será simétrico con respecto a los otros dos determinantes. De hecho, puede no resultar factible compensar la reversión del signo ocasionada por una suba de tasa mediante una subsiguiente devaluación cambiaria. En este escenario la devaluación afectará por partida doble al salario real, sin lograr recuperar nunca la rentabilidad perdida. Dicha posibilidad se analizará más adelante, al explorar algunos de los límites de las políticas distributivas coyunturales. Como paso previo, examinaremos la valoración del tipo de cambio real como guía de política.

V.4. El tipo de cambio real como guía de la política económica

El tipo de cambio real (TCR) es uno de los indicadores más empleados a la hora de diagnosticar la marcha general de la economía, y uno de los que más controversias evoca, tanto en relación a los mecanismos teóricos que lo determinan, como en su interpretación y utilidad práctica.

El debate excede los límites del presente trabajo y resulta, en realidad, parte integral de la discusión acerca de la determinación de precios en una economía abierta. Interesa aquí advertir que del modelo esbozado se desprende una visión *convencional* del TCR, puesto a que no prevé una tendencia predeterminada hacia un punto o trayectoria “natural” de equilibrio (Vernengo, 2001).

Revisaremos los aspectos básicos de su determinación, a partir de los cuales se manifestarán algunas limitaciones en su uso como *proxy* del escenario distributivo. Tomaremos la definición de TCR basada en el precio relativo de los bienes transables y los no transables (Gandolfo, 2016).

Formulada en términos de los precios domésticos, resulta equivalente al cociente entre el valor de una canasta de transables y otra de no transables:

$$(26) \quad TCR = \frac{C_{ex}P_{ex}}{C_{en}P_{en}} = e \frac{C_{ex}P^*}{C_{en}P_{en}} = e \frac{C_{ex}P^*}{C_{en}L_{22}^r[(1+r)A_{12}eP^* + wL_{en}]}$$

De la definición se observa de inmediato la dependencia del TCR tanto de factores coyunturales como estructurales. Por el lado coyuntural, será afectado positivamente por el tipo de cambio nominal y los precios internacionales (en ninguno de estos casos las variaciones serán proporcionales, dado el impacto indirecto sobre los precios no transables), y negativamente por los salarios nominales y la tasa de política monetaria.

Otros elementos coyunturales de relevancia serán los precios de los servicios regulados, los derechos de importación o exportación y la administración del comercio.

Los factores estructurales incumben a la capacidad del entramado productivo no transable (L'_{22} , A_{12} y L_{en}), asimilable a la idea usual de *competitividad sistémica*, ya que entra aquí la infraestructura de transporte y de logística, la eficiencia del sistema financiero, etc.

El tipo de cambio real condensa así una conjunción de principios subyacentes cuya complejidad e interacción recíproca capta apenas de manera incompleta. Ciertamente, resulta un indicador adecuado para reflejar —en el corto plazo— la rentabilidad relativa de los sectores transables y no transables. Pues, según se desprende de lo antedicho, una depreciación real estará generalmente asociada a una evolución favorable de las rentas, mientras que una apreciación tendrá un efecto contrario.

Sin embargo, su lectura debe ser sopesada cuidadosamente, ya que su construcción, basada en índices agregados de precios, puede enmascarar una evolución dispar al interior de los bloques transables

y no transables —sobre todo en caso de que se instrumenten políticas que modifiquen los precios relativos del primer bloque.

Por dar un ejemplo, la implementación de derechos de exportación sobre ciertas actividades (como puede ser la producción de soja en la Argentina) implicará una reducción de sus rentas, pudiendo bien incrementar las de sectores aguas abajo en la cadena (molienda de soja, alimento balanceado, producción cárnica, etc.), sin evidenciarse un impacto claro o reconocible en el sendero del TCR.

En segundo lugar, a pesar de lo que usualmente se asume, y según se observó en la sección previa, desde la lógica planteada no existirá una relación unívoca entre el TCR y la distribución del ingreso. Si las variaciones del primero fueran inducidas, principalmente, por impulsos salariales o cambiarios —como puede ser el caso en algunas naciones y períodos históricos— tenderá a observarse una correlación positiva entre apreciación real y progreso distributivo. No obstante, la apreciación real sobreviniente a un incremento en las tasas de interés o en el valor de los no transables regulados convivirá con un deterioro del poder adquisitivo del salario.

Por último, en la evolución de mediano o largo plazo debe tenerse en cuenta la eventualidad de presenciar mejoras en las capacidades tecnológicas del entramado productivo transable. Las mismas repercutirán en una mayor rentabilidad transable sin alterar la configuración de precios, por lo que el TCR permanecerá invariable.

En síntesis, el seguimiento del tipo de cambio real no puede sustituir al estudio desagregado de la rentabilidad sectorial y de la trayectoria de salarios reales.

V.5. Los limitantes estructurales de las políticas de coyuntura

Las consideraciones precedentes dieron cuenta de las dificultades involucradas en el uso de políticas coyunturales, como la cambiaria y la monetaria, a modo de instrumento para la promoción de la diversificación productiva. Su uso indiscriminado puede envolver costos sociales elevados, aun mediando políticas compensatorias.

Al examinar las necesidades de desarrollo de más largo aliento las

barreras pueden resultar todavía más infranqueables. En efecto, para las actividades cuya brecha de productividad frente a las tecnologías de frontera resulta demasiado amplia, la obtención de tasas de rentabilidad normales puede ser imposible.

Este hecho, adelantado al analizar el impacto de los salarios nominales sobre la rentabilidad relativa, se pone de manifiesto al examinar las variaciones de las rentas en función del tipo de cambio:

$$\begin{aligned} \frac{\partial R}{\partial e} &= [I - (1+r)A_{11}]P^* - (1+r)A_{21} \frac{\partial P_{en}}{\partial e} \Rightarrow \\ (27) \quad \frac{\partial R}{\partial e} &= [I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12}]P^* \end{aligned}$$

Según la expresión (27) las variaciones de las rentas serán positivas sólo bajo el supuesto de que el precio internacional del producto (P^*) permita cubrir los costos y los márgenes de la porción transable de sus insumos (directos e indirectos), valuados también a sus precios internacionales. En los sectores que no cumplen dicha condición, las devaluaciones no bastarán para revertir las pérdidas contra la ganancia normal, ya que la mejora de su precio interno será siempre contrarrestada por el incremento de sus costos transables –aun cuando sus costos no transables y salariales tiendan a tornarse insignificantes.

En este escenario las deficiencias productivas resultan tan amplias que impiden reconstituir una rentabilidad normal: no existe salario real lo bastante bajo, ni tipo de cambio lo bastante alto compatible con su viabilidad³⁹. Ciertamente, la subsistencia de algunos sectores (sobre todo los sensibles) puede quedar sujeta, en el margen, a aspectos coyunturales como los mencionados. Sin embargo, existirá un límite “estructural” claro a las posibilidades de iniciar un proceso de diversificación productiva hacia sectores de frontera tecnológica por esta vía.

Las políticas que incidan sobre la estructura de precios relativos de los transables resultarán más efectivas. Desde luego, también serán de particular relevancia las focalizadas en la mejora de la base productiva y el fomento de las capacidades tecnológicas.

³⁹ Aun siendo la matriz tecnológica A productiva en el sentido clásico de la economía cerrada, como se supuso inicialmente.

En esta línea, se advierte que la rentabilidad sectorial simbolizada por la ecuación (27) es afectada no solamente por los requerimientos directos (A_{11} y A_{21}), asimilables a la productividad “*intra-firma*” para cada rubro transable, sino también por la productividad del bloque no transable L'_{22} — es decir, la “*competitividad sistémica*” de la economía.

VI. Conclusiones

A lo largo de este artículo se presentó una extensión del sistema clásico de precios destinada a representar los principales mecanismos distributivos de las economías pequeñas y abiertas. El modelo desarrollado logra armonizar la lectura de la Teoría Monetaria de la Distribución con algunos aportes fundamentales del pensamiento latinoamericano sobre la materia.

La incorporación de sectores transables tomadores de precio al esquema cerrado de la tradición clásica enriquece el análisis, añadiendo la dimensión cambiaria, primordial para los países emergentes. Se obtiene así un marco multisectorial y general que conceptualiza de modo riguroso la determinación de precios en estas economías y que resulta compatible con las nociones de devaluación cambiaria regresiva de Carlos Díaz Alejandro y de estructura productiva desequilibrada de Marcelo Diamand.

La diferenciación sectorial aludida da lugar a un entramado de intereses más complejo que el representado por la TDM y que se encuentra cruzado, además de por eje usual entre los salarios de los trabajadores y las ganancias del capital —reflejado en la frontera de salarios y ganancias—, por el clivaje entre la tasa de ganancia normal y las rentas extraordinarias de las actividades transables.

La política pública ocupa un papel preponderante en el modo en que se dirime la distribución del excedente social, para lo cual cuenta con una serie de herramientas más amplia que en una economía sin sectores transables tomadores de precio. Entre ellas se destaca la política cambiaria, que genera desplazamientos en la frontera de salarios y ganancias y resulta, según se pudo demostrar, la contracara distributiva *exacta* de los salarios nominales, independientemente de la arquitectura específica de la base productiva.

Además de afectar la distribución funcional del ingreso la política cambiaria altera la rentabilidad relativa entre los sectores transables y no transables. En el corto plazo, las devaluaciones mejoran la rentabilidad de los transables (siempre en relación con la tasa de ganancia normal) y las apreciaciones la reducen.

La política monetaria, que fija la tasa de interés de referencia, mantiene su importancia distributiva. Los incrementos de tasa impactan sobre los precios, deteriorando los salarios reales. En el caso de una economía pequeña y abierta, el impacto se limita a la porción no transable de la economía, lo cual acota parcialmente su efecto. Esta asimetría en el impacto sobre precios y costos internos origina también un efecto sobre las rentas del sector transable, introduciendo un *sesgo anti-transable* muchas veces inadvertido.

Cuadro 2. Síntesis de los impactos distributivos (ante incremento de los principales parámetros exógenos)

Parámetro	Precios (IPC)	Salario Real w_{real}	Tasa de Ganancia (r)	Rentas (R)
Salario nominal (∂w)	+	+	O	-
Tipo de cambio (∂e)	+	-	O	+
Tasa de interés (∂r)	+	-	+	-

La articulación de la política pública y su orientación en materia distributiva y de promoción sectorial resulta significativamente más compleja en economías con estructuras productivas desequilibradas, en línea con lo señalado por Diamand. Según se desprende de la formalización expuesta, la paridad cambiaria requerida para garantizar tasas normales de ganancia a algunos sectores transables no tradicionales puede estar asociada tanto a rentas extraordinarias en las actividades tradicionales como a costos sociales elevados, a menos que se instrumenten políticas de compensación, que alteren,

por ejemplo, de manera directa o indirecta, los precios relativos al interior del vector de precios transables.

La configuración coyuntural puede resultar crítica para los sectores de menor productividad relativa, aun resultando neutral para la distribución funcional del ingreso. Por ejemplo, en un contexto de tasas altas, un tipo de cambio atrasado tenderá a sostener los salarios reales a costa de originar un *sesgo anti-transable* por partida doble. Por el contrario, si se buscara reducir el sesgo de la política de tasas con un tipo de cambio elevado, el doble impacto recaerá sobre los salarios.

Las economías de base productiva homogénea (ya sea países desarrollados o netamente exportadores de materias primas) presentan un menor entrelazamiento de tensiones cruzadas. Se trata, posiblemente, de uno de los factores que facilita el camino de las mejoras distributivas asociadas a períodos prolongados de apreciación cambiaria —aún a costa de postergar una trayectoria de diversificación productiva.

Con todo, del análisis se desprende asimismo que las políticas coyunturales no sustituyen a aquellas enfocadas sobre transformaciones productivas estructurales. En efecto, las actividades transables demasiado alejadas de la frontera tecnológica internacional no podrán competir siquiera a escalas salariales socialmente inaceptables. Estas brechas se originan no solamente en las deficiencias de la productividad intra-firma sino también en las del entramado productivo en su conjunto, incluyendo las actividades no transables —como, por ejemplo, servicios financieros, logística, transporte, e infraestructura.

La perspectiva de una diversificación productiva sostenida y socialmente justa hacia rubros de avanzada demanda, sin duda, esquemas de promoción específicos y mejoras en la competitividad sistémica. Desde luego, estas consideraciones remiten a un capítulo formidablemente más extenso que el abordado aquí: *el de un programa integral de desarrollo económico, social y productivo*.

Bibliografía

- Bapat, R. B., & Raghavan, T. E. S. (1997). *Nonnegative matrices and applications*. Cambridge university press.
- Barba, A., & Pivetti, M. (2008). *Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications for a long-period analysis*. Cambridge Journal of Economics, 33(1), 113-137.
- Bellman, R. (1997). *Introduction to Matrix Analysis: Second Edition*. Society for Industrial and Applied Mathematics.
- Braun, O., & Monza, A. (1973). *Teoría del capital y la distribución*. Editorial Tiempo Contemporáneo.
- Crespo, E., & Cardoso, M. (2009). "The evolution of the theory of value from Dmitriev and Bortkiewicz to Charasoff". 17th International Conference on Input-Output Techniques, Sao Paulo, Brazil, July 13-17.
- Diamand, M. (1972). *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*. Desarrollo económico, nro. 45.
- Díaz Alejandro, C. (1963). *A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect*. Journal of Political Economy, 71(6), 577-580.
- Díaz Alejandro, C. (1979). *Southern Cone stabilization plans*, mimeo, Yale University.
- Dvoskin, A., & Feldman, G. (2015). *Política cambiaria, distribución del ingreso y estructura productiva*. En A. Bárcena, A. Prado, & M. Abeles (Eds.), *Estructura productiva y política macroeconómica* (pp. 63-101). Santiago de Chile: CEPAL.
- Frenkel, R. (2008). *Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria*. Revista de la CEPAL, nro. 96.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2012). *Exchange rate regimes in the major Latin American countries since the 1950s: lessons from history*. Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History, 30(1), 157-188.
- Frobenius, G. (1912). *Ueber Matrizen aus nicht negativen Elementen*. Sitzungsberichte der Königlich Preussischen Akademie der Wissenschaften, 456-477.
- Gandolfo, G. (2016). *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*. Springer.

- García Díaz, F. M. (2016). *Un modelo de inflación por costos para la Argentina*. Congreso APEL.
- Garegnani, P. (1970). *Heterogeneous capital, the production function and the theory of distribution*. The Review of Economic Studies, vol. 37, nro. 3, 407-436
- Garegnani, P. (1997). *On some supposed obstacles to the tendency of market prices towards natural prices*. En: Caravale, G. A. (ed.) Equilibrium and Economic Theory. Routledge, pp. 139-172.
- Horn, R. A., & Johnson, C. R. (2013). *Matrix analysis*. Cambridge University Press.
- Kurz, H. (2016). *Economic thought: A brief history*.
- Kurz, H., & Salvadori, N. (1997). *Theory of production: a long-period analysis*.
- Lazzarini, A. (2013). "La controversia del capital en perspectiva histórica". Circus. Revista de Economía Política, nro. 5.
- Marx, K. (1867). *El Capital: crítica de la economía política*. Siglo Veintiuno.
- Nordhaus, W., & Shoven, J. (1977). *A technique for analyzing and decomposing inflation*. Analysis of Inflation: 1965-1974.
- Parys, W. (2013). *All but one: How pioneers of linear economics overlooked Perron-Frobenius mathematics*.
- Pasinetti, L. L. (1977). *Lectures on the Theory of Production*. Columbia University Press.
- Perron, O. (1907). *Zur Theorie der Matrices*. Mathematische Annalen, 64(2), 248-263.
- Pivetti, M. (1985). *On the Monetary Explanation of Distribution*. Political Economy, 1(2).
- Pivetti, M. (1991). *An essay on money and distribution*. Macmillan.
- Pivetti, M. (2004). *La teoria monetaria della distribuzione e il caso americano*. Rivista italiana degli economisti, (2), 225-244
- Ricardo, D. (1891). *Principles of political economy and taxation*.
- Robinson, J., Bresciani-Turroni, C., & Sayers, M. E. (1938). *The Economics of Inflation*. The Economic Journal, 48(191), 507.
- Rodrik, D. (2008). *The Real Exchange Rate and Economic Growth*. Brookings Papers on Economic Activity, 2008(2), 365-440.

- Smith, A. (1994). *Riqueza de las naciones* (1776). Alianza, Madrid.
- Sraffa, P. (1960). *Producción de mercancías por medio de mercancías: prelude a una crítica de la teoría económica*. Oikos-tau.
- Stirati, A. (2001). *Inflation, Unemployment and Hysteresis: An alternative view*. Review of Political Economy, 13(4), 427-451.
- Vernengo, M. (2001). "Foreign Exchange, Interest and Prices: The Conventional Exchange Rate". En Rochon L. P. & M. Vernengo (eds.). Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism, Edward Elgar Publishing.

Anexo I: Anulación de rentas en el modelo abierto

Las rentas con respecto a la tasa de ganancia normal se anulan únicamente si los precios exógenos del modelo abierto coinciden con los precios de equilibrio de autarquía. A fin de visualizar este hecho debe considerarse la resolución del modelo cerrado particionado de acuerdo a los sub-bloques del modelo abierto:

$$(1) \begin{bmatrix} P_{ex} \\ P_{en} \end{bmatrix} = w \begin{bmatrix} I - (1+r)A_{11} & -(1+r)A_{21} \\ -(1+r)A_{12} & I - (1+r)A_{22} \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} L_{ex} \\ L_{en} \end{bmatrix}$$

La solución, que se deriva de la inversa de la matriz particionada puede expresarse como:

$$\begin{bmatrix} P_{ex} \\ P_{en} \end{bmatrix} = w \begin{bmatrix} A & B \\ C & D \end{bmatrix} \begin{bmatrix} L_{ex} \\ L_{en} \end{bmatrix}$$

con

$$A = (I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1}$$

$$B = (1+r) L_{11}^r A_{21} (I - (1+r)A_{22} - (1+r)^2 A_{12} L_{11}^r A_{21})^{-1}$$

$$C = (1+r) L_{22}^r A_{12} (I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1}$$

$$D = (I - (1+r)A_{22} - (1+r)^2 A_{12} L_{11}^r A_{21})^{-1}$$

o de modo equivalente:

$$A = L_{11}^r + (1+r)^2 L_{11}^r A_{21} (I - (1+r)A_{22} - (1+r)^2 A_{12} L_{11}^r A_{21})^{-1} A_{12} L_{11}^r$$

$$B = (1+r) (I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1} A_{21} L_{22}^r$$

$$C = (1+r) (I - (1+r)A_{22} - (1+r)^2 A_{12} L_{11}^r A_{21})^{-1} A_{12} L_{11}^r$$

$$D = L_{22}^r + (1+r)^2 L_{22}^r A_{12} (I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1} A_{21} L_{22}^r$$

Por lo que los precios de los bloques correspondientes del modelo cerrado son, en términos de las matrices particionadas:

$$P_{ex} = w(I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1} L_{ex} \\ + w(1+r)(I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1} A_{21} L_{22}^r L_{en}$$

$$P_{en} = w(L_{22}^r + (1+r)^2 L_{22}^r A_{12}(I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1} A_{21} L_{22}^r)^{-1} L_{en} \\ + w(1+r) L_{22}^r A_{12}(I - (1+r)A_{11} - (1+r)^2 A_{21} L_{22}^r A_{12})^{-1} L_{ex}$$

Reemplazando el valor de P_{ex} arriba obtenido en la solución de los precios endógenos del sistema abierto -ecuación (11)-, se comprueba que los P_{en} resultantes se igualan. Por ende, tanto precios de venta como costos de los sectores exógenos del sistema abierto resultan iguales a los del sistema cerrado y las rentas deben anularse. Dado que el vector de precios resultante es único, cualquier divergencia de los precios exógenos con respecto a este valor implicará rentas en al menos uno de estos sectores.

Anexo II: Limitaciones y cursos futuros de investigación

Tratándose de un primer análisis exploratorio, el esquema planteado cuenta con ciertas limitaciones que es preciso explicitar. En primer lugar, es necesario refinar el análisis de las relaciones distributivas en la economía abierta en términos estáticos, indagando, por ejemplo, en las implicancias de lo sugerido en la nota 34.

Adicionalmente, no se estudiaron los efectos dinámicos que pueden surgir de la interacción dinámica de los parámetros distributivos. Uno de ellos remite a la dinámica de precios y salarios, de acuerdo con lo referido en las notas 19, 28 y 33. La modelización dinámica, incorporando una función de reacción de salarios nominales y/o márgenes reales, puede resultar de interés, aunque no alterará sustancialmente los resultados de los modelos *kaleckianos* de inflación inercial.

Por otro lado, se dejó de lado el estudio de estructuras productivas nacionales específicas (prefiriendo una formulación genérica), que podría instrumentarse mediante restricciones en la matriz de tecnología. Ello permitiría efectuar consideraciones sobre sectores de producción conjunta o que comparten recursos limitados, como cultivos alternativos sobre los mismos lotes de tierra (por ejemplo, en la Argentina, trigo y soja), para los cuales deberá existir un arbitraje

de rentas que se dará mediante la desaparición de la producción menos rentable.

Tampoco se estudiaron eventuales interacciones entre la tasa de interés y el tipo de cambio, dado el supuesto de que la autoridad monetaria puede controlar, si así lo desea y dentro de un rango razonable, ambas variables de manera independiente.

Por último, no se analizaron los efectos de políticas tales como la arancelaria, los derechos de exportación, o de precios regulados, aunque la extensión a dichos casos es trivial.

Inestabilidad financiera como problema de desarrollo en economías con restricción externa: Un enfoque minskiano.

Florencia MÉDICI¹

“Todos conocemos el aforismo que dice que los banqueros sólo deben prestar a las personas que no necesitan el dinero. Esto parece reflejar la experiencia de la mayoría de los países en desarrollo. Cuando necesitan pedir prestado, les resulta difícil hacerlo; pero cuando reciben fondos de inversión extranjera es difícil impedir que entren.” (Kregel, 1998, p. 2)

I. Introducción

La problemática de la restricción externa ha sido profusamente estudiada en diversos ámbitos académicos y científicos de nuestro país, y de la región en su conjunto, con una preeminencia de investigaciones acerca de los determinantes y efectos de la dinámica de la cuenta corriente, asociadas a la abundante bibliografía estructuralista que existe al respecto. Sin embargo, desde el fin de Bretton Woods, la relevancia relativa de la cuenta corriente respecto de la cuenta de capital como determinante del resultado de la balanza de pagos en América Latina ha ido disminuyendo. En la actualidad, los flujos de capitales (sean estos financieros o productivos) resultan mucho más

¹ Docente-investigadora de la Universidad Nacional de Moreno (UNM).

importantes para definir la evolución de variables clave para el sector externo como el nivel del tipo de cambio o la magnitud de las reservas internacionales.

El objetivo del presente capítulo es discutir que la fragilidad financiera de las economías con estructura productiva desequilibrada (EPD) es otra de las aristas del problema de la restricción externa. En este sentido, la escasez de divisas que sufren estos países no sólo se explican por la incapacidad de las exportaciones para financiar las importaciones necesarias para abastecer al consumo interno y los insumos productivos, sino también por la creciente fragilidad financiera derivada de la volatilidad inherente al sistema capitalista en su etapa actual y de los propios rasgos estructurales de estas economías.

El régimen de acumulación de los países latinoamericanos se caracteriza por desplegarse en torno a una EPD, con predominancia de los sectores primarios –altamente competitivo a nivel internacional, pero con una relativamente baja capacidad de creación de empleo– y un sector industrial con rasgos diametralmente opuestos a aquellos. A nivel internacional, al perpetuar la dualidad de la estructura productiva, el régimen de acumulación se inserta en una dinámica de comercio perjudicial, minimizando las posibilidades de desarrollo tecnológico.

Esa configuración estructural gesta constantes problemas de balanza de pagos que culminan en devaluaciones que generan una caída del empleo y un aumento de la desigualdad. Así, el equilibrio externo es restablecido mediante una contracción de la actividad y una redistribución de ingresos desde los asalariados y los pequeños y medianos empresarios industriales a los sectores exportadores concentrado². Además, las crisis recurrentes fortalecen la posición de los grupos económicos dominantes y su capacidad de incidir en las políticas públicas, lo que refuerza no sólo la concentración del ingreso y los comportamientos rentísticos-especulativos, sino también el carácter subdesarrollado de la estructura productiva.

2 Para una discusión más detallada de estos aspectos ver los capítulos de este libro de Amico & Fiorito (cap. 3), Zack & Fares (cap. 4) y García Díaz (cap. 6).

Los primeros años del siglo XXI permitieron a los países de América Latina aliviar su situación externa gracias a un contexto internacional favorable, marcado por términos de intercambio (TDI) favorables y por el ingreso de capitales. En un entorno de relativa estabilidad, los gobiernos de la región implementaron un conjunto de medidas distributivas y de expansión fiscal que impulsaron el crecimiento económico y la mejora en los indicadores socio-económicos.

Sin embargo, al comienzo de 2012 y como correlato de la crisis internacional, estas economías comenzaron a enfriarse. La crisis europea, la ralentización de China y la salida de capitales de los mercados emergentes –debido a la búsqueda de refugio en activos seguros– pusieron en jaque tanto al crecimiento como la estabilidad de los países de la región.

En este contexto, la apertura a los capitales foráneos y el endeudamiento externo permiten a los gobiernos obtener los recursos en el corto plazo para financiar los crecientes déficits de cuenta corriente de la balanza de pagos, producidos no sólo por el estancamiento de la demanda mundial sino por la mayor apertura comercial y los déficits crónicos en otros componentes, como remisión de utilidades y pago de intereses de la deuda externa. Además, ante la ausencia de una política de desarrollo, esos capitales golondrina (flujos de corto plazo) son atraídos por las altas tasas de interés y la dinámica propia del modelo de valorización financiera (donde la ganancia especulativa supera a la productiva), constituyéndose en fuentes de inestabilidad de mediano plazo. Estos procesos culminan en fuertes crisis financieras cuando un cambio en la situación internacional o la profundización de la recesión doméstica agotan la posibilidad de obtención de elevados y rápidos beneficios.

Luego de esta introducción, el trabajo se organizará en secciones. En la siguiente, se hará un breve repaso sobre la noción de hipótesis de inestabilidad financiera (HIF) de Minsky en economías abiertas, donde las firmas tienen la posibilidad de endeudarse en moneda extranjera. A diferencia de lo que sostiene la corriente neoclásica, se discutirá cómo la liberalización financiera agrava la inestabilidad

macroeconómica. En la tercera sección se aplicará la HIF en los países con EPD para explicar la fragilidad financiera desde la macroeconomía. Además, se analizará algunos indicadores que permiten evaluar los conceptos desarrollados en la economía argentina y brasileña. Finalmente, las conclusiones.

Desde el abordaje propuesto en el presente capítulo, también se discutirá el rol del tipo de cambio. A diferencia de la posición neo-desarrollista, se buscará argumentar que la apreciación cambiaria es un síntoma más del subdesarrollo y se precisan políticas más complejas para superar los problemas inherentes de nuestros países. Finalmente, las conclusiones.

II. Hipótesis de inestabilidad financiera en economías abiertas

Hyman Minsky (1977, 1986, 1992) argumenta que, a diferencia de lo que sostiene la teoría neoclásica, existe una inestabilidad inherente en el sistema capitalista que genera crisis financieras engendradas en los momentos de prosperidad económica. Partiendo del análisis de los perfiles de financiamiento a nivel de las empresas, Minsky define tres tipos de situaciones. Los “régimenes cubiertos”, cuando los ingresos corrientes y esperados de la firma son suficientes para pagar los intereses de la deuda y el capital devengado; los “especulativos”, cuando los flujos de ingresos esperados son positivos pero no suficientes para afrontar todos los compromisos futuros derivados de sus deudas; y la posición “Ponzi”, cuando los intereses y el capital devengado sólo pueden cubrirse con nuevo endeudamiento. Cuando una firma se encuentra en un régimen especulativo o Ponzi, su situación financiera es muy vulnerable a los cambios en el sistema económico.

Una empresa que tiene buenas expectativas de crecimiento de su demanda decidirá expandir su capacidad productiva. Durante la fase de alza del ciclo, una parte cada vez mayor de la inversión será financiada con préstamos, lo cual incrementará el nivel de endeudamiento sobre su capital y producirá riesgos crecientes. Si sus expectativas de ventas no se concretan, el capital de la empresa estará en riesgo.

La noción de riesgo creciente ya había sido idea planteada por Kalecki (1956). Minsky va más allá al enfatizar que no sólo los cambios en la demanda efectiva que afectan los ingresos esperados pueden provocar un debilitamiento del perfil financiero de la empresa, sino también otros factores internos y externos de la firma, como un aumento de la tasa de interés o el debilitamiento de la confianza de los prestamistas.

“El énfasis kaleckiano en las ganancias y el reconocimiento de que los beneficios son el flujo de caja que permite a los deudores de negocios cumplir con sus compromisos significa que la integración de las estructuras financieras en la determinación del comportamiento básico de la economía es natural... La decisión básica de inversión es un resultado de la evaluación de los empresarios y sus banqueros (definida genéricamente para incluir todo el espectro de organizaciones bancarias) de las perspectivas futuras.

[...] la manera kaleckiana de mirar las ganancias conduce claramente a una consideración de los determinantes de la estabilidad o incluso la viabilidad de una estructura financiera. La ventaja en el análisis de una economía que es capaz de generar crisis endógena es clara” (Minsky, 2013, pp. 98-100)³

En resumen, los períodos de prosperidad económica impulsan a los empresarios a incrementar sus niveles de endeudamiento para financiar su inversión. A medida que crece el nivel de apalancamiento, las firmas se encuentran en posiciones cada vez más riesgosas y se vuelven crecientemente vulnerables a incumplir sus compromisos de pagos ante cambios internos o externos a la empresa. Por ejemplo un perfil de financiamiento cubierto puede convertirse en especulativo –e incluso Ponzi– ante una suba de la tasa de interés que incrementa los pagos futuros de deuda. Así la variación de las condiciones macroeconómicas puede ocasionar una crisis generalizada de confianza y fragilidad financiera que se gesta de manera endógena.

3 Traducción propia

Es valioso mencionar que Minsky (1986) enfatizó que la vulnerabilidad de las firmas se agrava particularmente cuando toman préstamos de corto plazo para financiar activos de largo plazo, situación que es más probable en situaciones especulativas o Ponzi (Arestis & Glickman, 2002).

Para las firmas, la inestabilidad financiera ocurre independientemente de la moneda en que esté nominada su deuda. Sin embargo, es preciso evaluar en qué medida la creciente apertura a los flujos financieros externos alteran la hipótesis planteada por Minsky para el caso simple pero representativo de empresas que toman decisiones de inversión productiva y de endeudamiento para financiarlo.

La teoría neoclásica postula que el libre funcionamiento del mercado permite lograr estabilidad que sólo puede ser alterada por shocks exógenos, fallas de mercado o intervención gubernamental. De acuerdo al principio de rendimientos decrecientes a escala, los flujos de capital van desde los países con una baja productividad del capital a los de mayor rendimientos (Viner, 1947). Por consiguiente, las restricciones que enfrentan los países subdesarrollados pueden ser sorteadas mediante el libre mercado al permitir que los capitales de los países desarrollados fluyan a los países atrasados incrementando el ahorro, la disponibilidad de recursos económicos y, por lo tanto, la capacidad productiva. También, desde una visión más moderna, y ante la evidencia empírica de que los flujos de capitales se dirigen más bien desde las economías en desarrollo hacia las desarrolladas, se postula que las instituciones existentes en el primer grupo de países constituyen el obstáculo que impide que se produzca el salto de calidad necesario (Summers, 1998). Así, la liberalización financiera, la extranjerización del sistema financiero y la adopción de reglas internacionales constituirían una política efectiva para alcanzar el desarrollo.

Por el contrario, los estudios basados en la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky para economías abiertas (Arestis & Glickman, 2002; Kregel, 2004b, 2009; Wray, 2011) argumentan que la apertura agrava la inestabilidad intrínseca del sistema debido a que los flujos de capitales son el mecanismo de propagación internacional de la inestabilidad financiera doméstica, y también el causante del excesivo endeudamiento externo de las economías.

La desregulación financiera relaja los incentivos que tienen las firmas a mantener una posición cubierta y, por lo tanto, las vuelve más vulnerables ante posibles shocks exógenos y endógenos. Además, la apertura impulsa la innovación financiera creando nuevas oportunidades para los inversores externos, especialmente en activos de corto plazo. De esta manera, los flujos internacionales de capitales pueden originar una mayor volatilidad macroeconómica.

Abordando el problema desde el punto de vista de los agentes económicos, la apertura de la cuenta de capital distiende los márgenes de seguridad tanto de los de los prestatarios como de los prestamistas. Por un lado, las empresas tienen una mayor propensión a endeudarse ante el clima de optimismo, ocasionando apreciación del tipo de cambio y una mayor disponibilidad de nuevos instrumentos financieros (en particular los de corto plazo). Por otro lado, las instituciones financieras locales –ante la posibilidad de financiarse en el mercado de crédito global– están más dispuestas a otorgar créditos debido a las mayores oportunidades comerciales y financieras en el mercado doméstico.

Entonces, la reducción de los márgenes de seguridad inducida por la mayor movilidad de capital provoca que los *booms* de inversión sean de mayor magnitud, amplificando el ciclo. Asimismo, la exposición al riesgo crece y la estructura financiera de las firmas se vuelven altamente vulnerables ante cambios económicos no esperados, especialmente los del tipo de cambio. En esta línea, para el caso de economías abiertas, Arestis & Glickman (2002) proponen extender la tipología de empresas de Minsky denominando unidades económicas súper especulativas a aquellas firmas que, ante leves modificaciones en el valor de la moneda, se vuelven de tipo Ponzi.

Por consiguiente, el ingreso de capitales impulsado por la liberalización de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos produce no sólo un crecimiento considerable del monto de la deuda externa –privada y pública– sino también apreciación cambiaria y suba de la tasa de interés. Esta dinámica acelera la acumulación de pasivos en moneda extranjera. Finalmente, cualquier *shocks* doméstico o externo (e.g. correcciones del tipo de cambio, incremento

de la tasa de interés internacional o, simplemente, si los inversores externos deciden no seguir refinanciando los pasivos) puede llevar a las empresas a la quiebra.

Es importante remarcar que si bien la propia dinámica económica conduce a una posición de fragilidad, las economías abiertas están más expuestas a eventos que culminen en crisis. En otras palabras, la fragilidad financiera internacional puede derivar en cracs debido a: factores que tengan origen doméstico pero impacten en la posición externa de la economía; factores externos pero que impactan en la economía nacional; o una interacción entre las situaciones anteriores (Arestis & Glickman, 2002).

Estos desarrollos financieros y la liberalización e integración a las corrientes de flujos financieros internacionales profundizan la inestabilidad de los mercados dado que, por un lado, la capacidad de cobro del acreedor ya no depende de la solvencia del deudor sino de la evolución del subyacente y, por otro, los ratings crediticios de las diferentes unidades económicas son generadas por algunas pocas agencias calificadoras de riesgo de dudosa eficacia.

“Con poca regulación o supervisión de las instituciones financieras, los gerentes de dinero inventaron cada vez más esotéricos y opacos instrumentos financieros que rápidamente se extendieron por todo el mundo. Contrariamente a la teoría económica ortodoxa, los mercados generan incentivos perversos para el exceso de riesgo, castigando a los tímidos. Aquellos que siguen el juego son recompensados con altos rendimientos debido a que la financiación altamente apalancada impulsa los precios de los activos subyacentes, ya se trate de títulos de punto.com, casas en Las Vegas o futuros de maíz. Aquellos que se niegan a participar obtienen retornos por debajo del promedio” (Wray, 2011, p.7)⁴.

Las turbulencias financieras que magnifican la amplitud del ciclo también ocurren por la imposibilidad que sufren las economías para

⁴ Traducción propia.

retornar a una posición financiera cubierta luego de haber sido empujada por un shock hacia una posición especulativa.

La elevada volatilidad económica observada desde la década del ochenta, especialmente en los países en desarrollo, se relacionó esencialmente con los impactos de la inestabilidad financiera mundial sobre las instituciones domésticas. La liberalización de los flujos de capitales internacionales le otorgó al sistema financiero local la capacidad de innovar, en término de productos y de procesos, a una tasa mayor. Además, el salto discreto en el ritmo de innovaciones del sector financiero se da porque la competencia extranjera en dicho sector remueve las reglamentaciones y las conductas institucionalizadas que regían las relaciones de los bancos locales con sus clientes o entre ellos mismos. La mayor dinámica innovadora permite que la oferta doméstica de crédito se incremente y que los ratios de deuda, tanto de instituciones financieras como de firmas comerciales, también crezcan a mayor velocidad, profundizando la fragilidad financiera de todo el sistema (Arestis & Glickman, 2002; Coggins, 1998).

Tal como señalan Williamson & Mahar (1998) y Arestis & Glickman (2002), los impulsores de la liberalización financiera intentarán siempre preparar el terreno para la aplicación de un programa de reformas de libre mercado, lo cual podría ser reconocido por los agentes como una condición suficiente para la estabilidad macro. Según esta visión dominante, son las políticas “irresponsables” de los gobiernos (i.e. política monetaria y fiscal con un objetivo diferente al de mantener la estabilidad de precios) las causantes de la inestabilidad. No obstante, la eliminación de la regulación gubernamental sobre el negocio de la especulación financiera, lejos de impulsar una robusta situación macroeconómica, permite que las unidades económicas se involucren en operaciones más riesgosas y, por lo tanto, incrementen aún más la vulnerabilidad sistémica.

III. Fragilidad financiera en EPDs

Si bien la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky fue desarrollada posteriormente para explicar las crisis de países en desarrollo, como en el caso de Arestis (1998), Kregel (1998), Arestis & Glickman (2002), poco se ha usado para explicar las crisis de los países con estructuras productivas desequilibradas, caracterizadas por estar restringidas por el sector externo.

En las últimas décadas, las crisis de balanza de pagos de estas economías se manifiestan como crisis financieras producidas fundamentalmente por la salida de capitales y fuertes devaluaciones. En este sentido, el problema de la escasez estructural de dólares puede también ser abordado como un problema de fragilidad financiera.

A diferencia de los análisis sobre economías abiertas vistos en la sección anterior, donde la fragilidad financiera de las firmas se convierte en una crisis sistémica cuando cambian ciertos factores financieros, cambiarios o de demanda, el objetivo es considerar a la economía como una entidad en sí misma. Así, la necesidad de financiar los déficits comerciales que surgen de los procesos de crecimiento económico pueden llevar (y de hecho es muy probable que suceda) a una senda de financiamiento inestable. En este sentido, la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky nos plantea una encrucijada a la hora de pensar las políticas macroeconómicas necesarias para contribuir al desarrollo económico.

Para el objetivo de trabajo, seguiremos la propuesta de Kregel (2004a, 2004b), quien aplica la hipótesis de inestabilidad de Minsky a las economías como un todo. Desde esta perspectiva, el análisis no parte de ver cómo la fragilidad financiera de las firmas puede llevar a una inestabilidad sistémica, sino toma el problema de crecimiento restringido por el sector externo como un problema de financiamiento del balance de pagos. Así, las economías nacionales están en una posición financiera cubierta cuando el valor actual de los ingresos futuros esperados provenientes del balance comercial es suficiente para cumplir con las obligaciones financieras presentes y futuras con no residentes. A diferencia de las firmas, cuyos compro-

misos de deuda se conocen con cierta certeza, los ingresos de los países (i.e. exportaciones) y sus compromisos en moneda extranjera (intereses, utilidades, dividendos y salidas de capitales) son inciertos y están fuera de su control.

Además, al tener las exportaciones concentradas en productos primarios, estas economías incrementan su fragilidad debido a la volatilidad de los precios de las commodities, siendo necesario tener una evaluación temporal de los ingresos por exportaciones netas y de los flujos capital externo para que esté balanceado con los servicios de la deuda (Kregel, 2004b).

Recordemos que las EPDs, al estar restringidas por la balanza de pagos (Diamand, 1972; Moreno-Brid, 2003; Thirlwall & Hussain, 1982; Thirlwall, 1983), necesitan del ingreso de capitales (en todas sus formas, desde deuda hasta inversión extranjera⁵) para suplir su escasez de divisas. Esto cobra importancia, especialmente, cuando se busca llevar adelante una política de sustitución de importaciones o el desarrollo de sectores clave, como la industria básica o el sector energético (que requieren capital y tecnología importada). Los flujos de capitales son atraídos, así, mediante elevadas tasa de interés internas en relación a la internacional. Sin embargo, la apertura impulsa nuevas prácticas e instrumentos financieros que incentivan la especulación, fenómeno que se refleja en el aumento de pasivos externos y un agravamiento de los problemas de la cuenta corriente⁶. En este contexto, la liberalización y desregulación financiera relaja los incentivos que tienen las economías a mantener una posición cubierta y, por lo tanto, las vuelve más vulnerables ante posibles shocks exógenos y endógenos.

5 Para el objetivo de este trabajo, se considera como ingreso de capitales externos a todos los pasivos con el resto del mundo (en este sentido se lo llama endeudamiento, que no corresponde con el uso normal del término), sean deuda pública, privada, inversión en cartera o inversión extranjera directa. Si bien tienen características distintas en relación a plazos de permanencia, volatilidad y otros aspectos productivos, el énfasis es puesto en la idea de que son pasivos que no sólo generan flujos de divisas al exterior (i.e. intereses, utilidades y dividendos), sino también transferencias de capital en el momento que se saldan los compromisos o el capital se retira.

6 Ver nota al pie anterior.

El elevado nivel de endeudamiento de las economías y la dificultad estructural de mantener superávits comerciales (en particular debido a las características de los productos de exportación), ubican a las EPDs en una posición financiera especulativa –en el sentido de Minsky y Kregel– y, por lo tanto, muy propensas a sufrir crisis financieras que amplifican el ciclo económico.

“Como se ha demostrado durante las crisis pasadas y actuales, el comportamiento procíclico y de manada de los flujos internacionales de capital tiende a generar ciclos de auge y caída, que son particularmente perjudiciales para los países en desarrollo [...] Además, muchos países en desarrollo y emergentes toman préstamos a corto plazo, en monedas duras, que los fuerza a cargar el riesgo de fluctuaciones de la tasa de interés y el tipo de cambio.” (United Nations, 2009, p. 126)⁷

Entre los factores externos existen fenómenos a escala mundial que causan que las economías desarrolladas exporten crisis financieras. Por ejemplo, políticas monetarias ultra laxas –que generan una situación de hiper liquidez global e impulsan la salida de capitales desde los mismos países desarrollados al resto del globo– y los cracs financieros en los principales mercados de capitales –que provocan una excesiva demanda de liquidez y salidas traumáticas de capitales en las economías emergentes (Kregel, 2009). Este contagio de la crisis de los centros financieros al resto de las economías se potenció en la década del noventa debido a la mayor desregulación, que delegó al mercado las responsabilidades del *pricing* y la asignación de los activos financieros. En este sentido, los efectos potenciales que tienen los flujos de capitales sobre el ciclo económico se han visto reforzados por aceleradas innovaciones financieras, tales como el rápido crecimiento de los derivados y de la negociación de los diferentes riesgos inherentes en cada activo.

Si bien existen estudios teóricos y empíricos que parten del análisis de Minsky para explicar las crisis financieras en los países desarrollados y en los emergentes, no hay trabajos publicados en revistas

⁷ Traducción propia.

académicas reconocidas que partan de esta propuesta de explicación de Kregel (2004a, 2004b). En particular, no hay indicadores de estabilidad y, por lo tanto, análisis empírico, como sí los hay para el usual análisis de la HIP aplicadas a las firmas en economías abiertas (ver, por ejemplo, Blancas Neria, 2010; Pardo-Beltran, 2005; Schroeder, 2002). En esa línea de reflexión y con afán de dar primeros pasos, a continuación, se intentará usar la HIF de Minsky para los casos de Argentina y Brasil, siguiendo esta propuesta de Kregel antes comentada.

Para el análisis de la inestabilidad financiera se construyen 5 indicadores a partir de las estadísticas de balance de pagos. Estos indicadores muestran la capacidad de las economías de cubrir las necesidades de divisas (rentas netas de la inversión, RNI^8 ; pagos de la deuda externa, $Deuda$; formación de activos externos, FAE ; e importaciones, M) con sus exportaciones (X). La inclusión de la FAE en el cálculo del indicador se debe a la importancia que la misma tiene en Argentina y a su relación con la estructura productiva (Médici & Panigo, 2015).

Cuanto mayor sea el valor del indicador, más frágil será la economía. Llamaremos situaciones *cubiertas*, cuando los ingresos corrientes de la balanza comercial (superávit de la cuenta comercial) son suficientes para pagar las rentas de la inversión, los pagos principales de la deuda externa, las importaciones y la FAE (siempre y cuando se tenga información estadística). Los regímenes *especulativos* se presentan cuando el saldo comercial es superavitario, pero no suficiente para afrontar todos los pagos relacionados con la inversión y deuda extranjeras, incluido la compra de dólares del sector privado no financiero (SPNF). Por consiguiente, una posición *Ponzi*, se produce cuando las exportaciones netas⁹ son negativas de manera sostenida, por lo que las cuentas externas se financian con ingresos de capitales.

III.1 Argentina

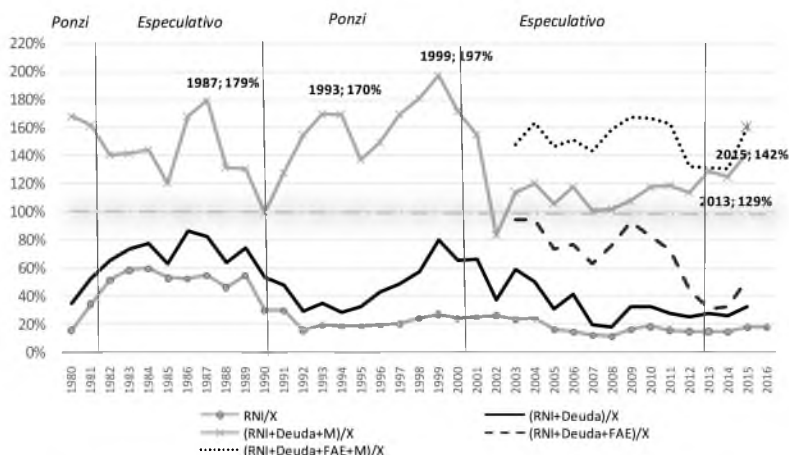
El gráfico 1 muestra, en primer lugar, que los años de picos de fragilidad financiera son los que precedieron a las devaluaciones más fuertes (i.e.

8 Utilidades, dividendos e intereses.

9 Exportaciones menos importaciones.

1981, y principios de 1989 y 2002). La década del ochenta fue precedida por un elevado flujo de capitales externos en toda América Latina (los petrodólares), que engendraron un régimen de financiamiento Ponzi cuando la dirección de esos flujos se revirtió. Luego del estallido de la crisis de la deuda, se intentó solucionar el problema mediante la generación de superávits comerciales para afrontar los compromisos externos, lo que resultó en la llamada década perdida.

**Gráfico 1: Indicadores de inestabilidad financiera.
Argentina 1980–2016**



Fuente: Estadísticas e indicadores económicos de la CEPAL, BCRA e International Debt Statistics, World Bank.

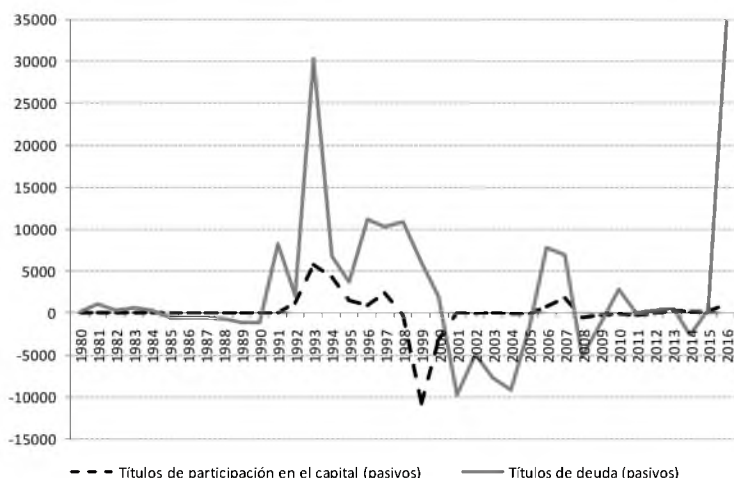
Finalmente, el Plan Brady creó las condiciones para que el reingreso de capitales permitiera financiar los déficits externos alimentando el esquema Ponzi durante la década del noventa.

“La decisión fue apoyada por la creencia en el aumento de la eficiencia que resultaría de los mercados internacionales de capital libres. Pero esto implicó aceptar un perfil financiero de Ponzi como la condición natural de los países en desarrollo, ya sea que estuvieran saliendo de una crisis de deuda anterior o no. Esta estrategia de

desarrollo se caracteriza, por definición, por lo que Minsky llamó ‘fragilidad financiera’, porque su éxito depende de la voluntad de los prestamistas de seguir prestando.” (Kregel, 2004a, p. 580)¹⁰

En consecuencia, en segundo lugar se observa que ese experimento culminó con la mayor crisis económica del siglo XIX, resultado de un período que fue sumamente vulnerable al combinar déficit de la balanza comercial e incremento de las rentas de la inversión y pagos de deuda, particularmente hacia el final del período. Es valioso mencionar que esos déficits fueron financiados principalmente por inversión en cartera (cuyo monto fue 7 veces mayor a los recibidos por IED durante 1990–1999), particularmente en títulos de deuda (ver gráfico 2). En cambio, en los últimos años, el endeudamiento público externo, bajo el visto bueno del FMI, fue esencial para obtener los dólares necesarios para mantener la Convertibilidad (Damill, 2000)¹¹.

Gráfico 2: Dinámica de los tipos de Inversión en cartera ingresados en la economía (en millones de dólares). Argentina



¹⁰ Traducción propia.

¹¹ Justamente, el fin de la Convertibilidad y la cesación de pagos se produjo cuando el FMI dejó de tener “voluntad” de seguir prestando.

La liquidez de estos títulos de deuda les permite a los inversores realizar sus ganancias en el corto plazo y vender ante cualquier cambio en las condiciones doméstica e internacional. Así, este tipo de inversión de carácter meramente especulativo presiona sobre el mercado cambiario e incrementa la volatilidad de la economía. Los gráficos 1 y 2 muestran cómo en los momentos previos a la crisis del 2001, la salida de la inversión en cartera, las rentas de la inversión y los pagos derivados del endeudamiento de la década conformaron un cóctel que culminó en la cesación de pagos y la posterior devaluación. En 1999, esta situación se agravó particularmente debido a la caída de las exportaciones producto de la crisis de Brasil.

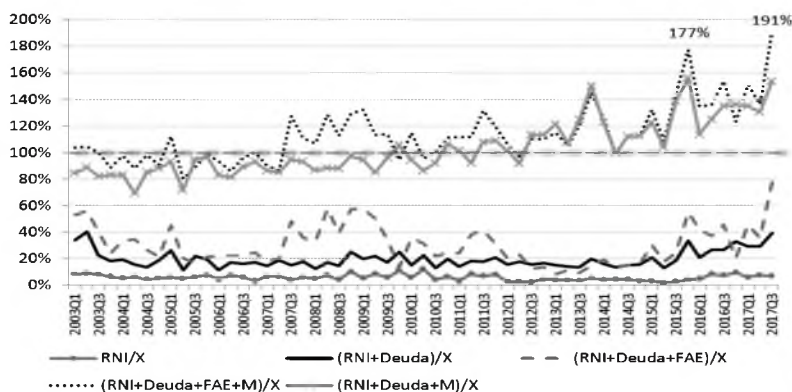
La fuerte caída de las importaciones, primero, y la mejora de los términos de intercambio, después, dieron paso a un período donde mejoraron los indicadores de solvencia financiera. Esta situación perduró hasta que las limitaciones estructurales (i.e. el rápido incremento de las importaciones y la FAE) y el estancamiento del comercio internacional llevaron nuevamente a una situación Ponzi.

Nótese que, en comparación con los períodos anteriores, el grado de inestabilidad financiera fue marcadamente menor debido no sólo a una cuenta comercial superavitaria, sino también a un menor peso relativo de las rentas de la inversión y del pago de deuda. No obstante, la dificultad de obtener financiamiento externo —en cualquiera de sus formas— puso en evidencia, nuevamente, los límites estructurales al crecimiento.

Aunque la falta de datos estadísticos no nos permite hacer una comparación de largo plazo, puede apreciarse que la formación de activos externos por partes del sector privado no financiero no es depreciable y notoriamente empeora la vulnerabilidad externa.

El siguiente gráfico permite un análisis más detallado del último período utilizando la información del balance cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

**Gráfico 3: Indicadores de inestabilidad financiera.
Argentina, 2007Q1-2017Q3**



Fuente: Balance cambiario del BCRA

A finales de 2015 comenzó a vislumbrarse un nuevo período para Argentina: la liberalización del mercado cambiario, el pago a los *holdouts*, la baja de derechos de exportación a sectores vinculados con la explotación de recursos naturales y otras medidas tendientes a desregular los flujos de capitales y la remisión de utilidades, factores que se reflejaron rápidamente en el aumento de los indicadores de inestabilidad financiera, que superaron a los observados durante la crisis internacional. En ese sentido, mientras que el ingreso de IED cayó, la inversión en cartera pasó de 530 a 35.800 millones de dólares, de los cuales el 97% fueron títulos de deuda.

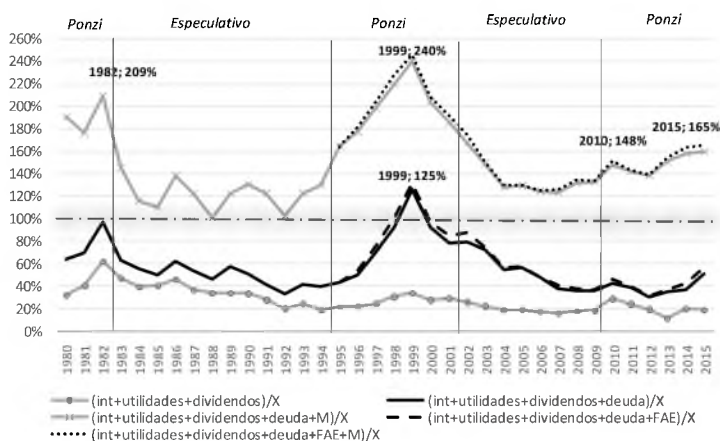
III.2. Brasil

Construyendo los mismos indicadores para Brasil, volvemos a observar que los picos de los indicadores coinciden con los años de crisis cambiarias, como sucedió al comienzo de la década del ochenta y en 1999. Hasta el nuevo milenio, Brasil transitó un proceso muy similar al comentado para Argentina. Es valioso notar que el período de mayor vulnerabilidad financiera externa se produjo con el Plan Real en la

segunda mitad de los noventa, como sucedió con la Convertibilidad. En ambos casos, la devaluación de la moneda terminó con una situación de elevadas tasas de interés, apreciación cambiaria y creciente déficit externo. A pesar de que el gobierno de Brasil llegó a un acuerdo con el FMI en los últimos meses de 1998, a cambio de duros compromisos fiscales y de reformas estructurales, no logró convencer a los inversores externos, que aceleraron su salida (ver gráfico 6).

El favorable contexto internacional de los primeros años del nuevo siglo hasta el estallido de la crisis internacional facilitó mejorar el desempeño comercial, dando margen a un mayor financiamiento propio. Si bien los dos países tuvieron un recorrido semejante, no sólo por el plano internacional sino también doméstico, en Brasil se advierte que en los años 2000 comienza a gestarse un nuevo proceso de vulnerabilidad financiera (ver gráfico 4). Por el contrario, Argentina –tanto por decisión de política económica como por la disputa con los *holdouts*, el Club de París y los juicios en el CIADI–, estuvo en una situación financiera levemente especulativa: el promedio del indicador fue 111%, sin considerar la FAE, de 2003 a 2012.

**Gráfico 4: Indicadores de inestabilidad financiera.
Brasil, 1980-2015**

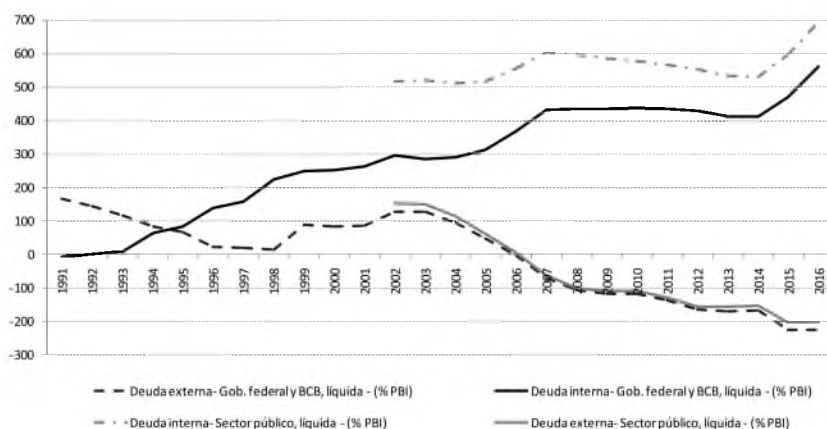


Fuente: Estadísticas e indicadores económicos de la CEPAL, Banco Central de Brasil e International Debt Statistics, World Bank.

En la primera década de los 2000, Brasil no sólo incrementó su apertura financiera eliminando restricciones (i.e. límites a la compra de moneda extranjera), sino también proveyó a los inversores internacionales la liquidez necesaria —mediante la oferta de nuevos productos financieros, especialmente derivados— para invertir en activos nominados en moneda local. Así, Brasil se integró rápidamente a los mercados internacionales. Este fenómeno se aceleró desde comienzos de 2005, cuando el tamaño del sector financiero pasó de 80% del PBI a más del 130% en 2008 (Kaltenbrunner, 2010).

La característica distintiva del proceso de financiarización es la elevada liquidez de los activos domésticos que permiten a los inversores convertirlos en moneda extranjera ante un aumento de la incertidumbre en el mercado nacional e internacional. El Banco Central de Brasil (BCB) tuvo un papel importante en el proceso de financiarización internacional de la economía brasilera mediante la intervención en el mercado cambiario. Los dólares que ingresaban para comprar activos domésticos y su posterior esterilización produjeron, por un lado, la sensación de estabilidad cambiaria al mejorar su capacidad para proteger el valor del real ante ataques especulativos y, por otro, generaron una oferta de activos de corto plazo en el sistema financiero local, que se constituyó como la contraparte de los inversores internacionales (Kaltenbrunner, 2010; Kaltenbrunner & Paineira, 2009). Una diferencia notable con lo sucedido en la década del noventa fue el incremento del peso deuda interna del gobierno federal y el BCB en relación con la externa (ver gráfico 5).

**Gráfico 5: Deuda Externa e Interna de Brasil.
Sector Público y Gobierno Federal/BCB**

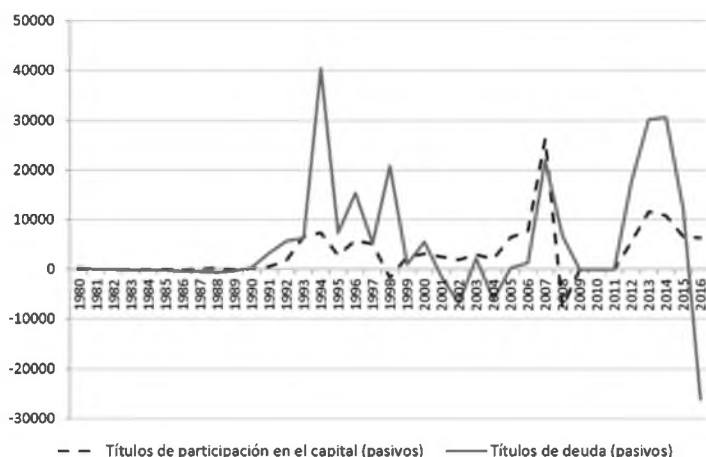


Nota: Sector público comprende al gobierno federal, al BCB, y a gobiernos provinciales, municipales y empresas estatales. Fuente: Banco Central de Brasil

El interés de los inversores en activos de corto plazo se refleja, por ejemplo, en la creciente importancia del ingreso de capitales externos en títulos de deuda, en comparación con las participaciones en capital, especialmente a partir del comienzo de la crisis internacional. Aparentemente, ese interés ha disminuido, pues el gráfico 6 muestra una reducción, en 2015, y una notable salida de divisas, en 2016, por tal concepto; repercutiendo en el tipo de cambio. También, las estadísticas indican que el período de *maturity* promedio del nuevo endeudamiento del sector privado se reduce del pico de 15 años en 2006 a 5 años en 2015 (mismo valor al observado en 1998)¹².

¹² International Debt Statistics, World Bank.

Gráfico 6: Dinámica de los tipos de Inversión en cartera ingresados en la economía (en millones de dólares). Brasil.



Fuente: Estadísticas e indicadores económicos de la CEPAL

Las características de la apertura financiera de Brasil en los últimos años (i.e. proliferación de activos financieros en moneda doméstica, aumento de la participación de inversores internacionales fundamentalmente de carácter especulativos y la elevada liquidez de los activos de inversión) generaron una significativa vulnerabilidad externa. De esta manera, los movimientos del tipo de cambio “reflejan más las condiciones del mercado internacional y los ajustes de cartera que los ‘fundamentals’ económicos tradicionales” (Kaltenbrunner, 2010, p. 316)¹³.

Las calificadoras de riesgo argumentan que una mayor estabilidad macroeconómica se logra a partir de desregular los flujos de capitales y aplicar metas de superávit fiscal, debido a que éstas fomentarían un ambiente de confianza para convencer a los inversores no sólo de ingresar sino también para quedarse en el país. No obstante, vemos que estos flujos de capitales son las que socaban, justamente, la estabilidad macroeconómica. Como se ve en el caso de Brasil, la desregu-

¹³ Traducción propia.

lación financiera y las elevadas tasas de interés favorecen la provisión de divisas, al menos en el corto plazo, pero provocan fuertes crisis cambiarias, que alimentan procesos regresivos de distribución del ingreso, inflación y recesión¹⁴.

Conociendo el origen de la elevada volatilidad que sufren, especialmente, los países subdesarrollados, podemos entender que no hay política de “austeridad” fiscal, gesto político o desregulación económica que produzca el paso de una situación financiera especulativa o Ponzi a una situación cubierta. Por el contrario, estas medidas empeoran la fragilidad incentivando las actividades especulativas y/o perjudican la situación económica interna al afectar la distribución del ingreso.

No obstante, dado que los países que sufren escasez de divisas son, por definición, países propensos a la vulnerabilidad financiera, ¿cuál es la mejor alternativa de política económica que tenga de objetivo el desarrollo? Vimos que Argentina y Brasil en el comienzo del nuevo milenio, ante una misma situación internacional, transitaron dos sendas distintas respecto al financiamiento externo. Argentina se mantuvo más estable en términos de vulnerabilidad externa que Brasil, como se evidenció con el estallido de la crisis internacional¹⁵, pero volvió a toparse con la restricción de balanza de pagos que limitó, tanto económica como políticamente, la capacidad del gobierno de cambiar el rumbo económico. Brasil, en cambio, tuvo a disposición capitales externos, pero no se vislumbra crecimiento económico o mejora en su desempeño comercial¹⁶ y, aun, está por verse el final de este proceso creciente de inestabilidad financiera, que se aceleró en 2010 (ver gráficos 4 y 6).

14 Para una discusión más detallada de estos aspectos ver los capítulos de este libro de Amico & Fiorito (cap. 3), Rosanovich (cap. 5), García Díaz (cap. 6) y Bortz y Zeolla (cap. 10).

15 El aumento de pasivos de inversión en cartera pasó de 48 mil millones de dólares en 2007 a una reducción de 767 millones de dólares en 2008, según los datos de CEPAL. El real se depreció un 40% en el último cuatrimestre de 2008, momento en que Lehman Brothers declara la quiebra.

16 Las exportaciones corrientes de Brasil descienden desde 2010 y la caída de importaciones parecen estar más vinculadas a la recesión económica que a una exitosa política de sustitución de importaciones. Según el Banco Mundial, el PBI de Brasil cayó más del 7% desde 2015 a 2016, el valor agregado de la industria en porcentaje del PBI se redujo de 28,5%, en 2005, a 21,3%, en 2016.

Si bien ha pasado poco tiempo desde el cambio de gobierno en Argentina, hay indicios de que el rumbo económico siga los pasos de Brasil en cuanto a la decisión de estimular un clima propicio para los capitales extranjeros de carácter especulativo.

El incentivo en el corto plazo al ingreso de estos capitales especulativos es alto: la tendencia a la apreciación —o al menos la estabilidad— del tipo de cambio aquietta las presiones inflacionarias y los gobiernos constituyen reservas internacionales al tiempo que reciben halagos de los “mercados” sobre el rumbo económico (además de reclamar nuevas reformas que permitan seguir en el negocio especulativo).

No obstante, cuando una economía entra en un régimen a la Ponzi, la política económica se dirige a convencer a los prestamistas, no sólo con generación de “pensamiento positivo” sino con otorgamiento de beneficios a través de mayor desregulación (leyes de inversión, de desmantelamiento industrial, de flexibilización de leyes laborales). Todas estas medidas facilitan la salida de capitales y profundizan la fragilidad financiera. Las “pruebas” que los acreedores reclaman para seguir prestando nada tienen que ver con mejorar la estabilidad macroeconómica o mejorar la competitividad, sino liberar dólares mediante recesión económica.

Es evidente que en el mediano plazo la inestabilidad es creciente y esa aparente calma es la que gesta el origen de la desestabilización. El futuro no puede predecirse, no es posible saber el momento exacto en que la burbuja se rompe. En cambio, sí sabemos que la burbuja —tarde o temprano— se rompe y que, cualquier cambio endógeno o exógeno puede convencer a los especuladores que el juego finalizó y se dirijan en masa a comprar moneda extranjera.

IV. Reflexiones Finales

“[...] el *normal* funcionamiento de nuestra economía conduce a traumas y crisis financieras, inflación, depreciaciones de la moneda, desempleo y pobreza en medio de lo que podría ser la opulencia prácticamente universal —en resumen, que el capitalismo financieramente complejo es intrínsecamente defectuoso.”¹⁷ (Minsky, 2008, p. 320)

17 Traducción propia.

En estas páginas se buscó explorar las fuentes de vulnerabilidad financiera de los países con estructuras productivas desequilibradas, siguiendo la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky –y los desarrollos posteriores– para países soberanos. Esto es posible dado que los países con EPD, por definición, necesitan de capital externo para crecer y, sobre todo, para sostener una política de desarrollo.

Sin embargo, si bien el ingreso de capitales –especialmente de corto plazo– puede generar un alivio inmediato (al aportar dólares), engendra una costosa carga en el mediano y largo plazo. La remisión de utilidades, el pago de intereses y la reversión de esos flujos cuando las posibilidades de ganancia se extinguen (o el riesgo prevalece) originan continuas y crecientes salidas de dólares, que son fuente de inestabilidad y crisis externas.

De esta manera, se concluye que los países con EPD se encuentran estructuralmente en un régimen financiero especulativo, con altas probabilidad de caer en un esquema Ponzi– y, por lo tanto, fuertemente inestable–, que se constituye como la otra cara de la moneda de los clásicos problemas de restricción externa de la cuenta comercial de la balanza de pagos.

Desde esta perspectiva fueron analizados brevemente los casos de Brasil y Argentina, que en el nuevo milenio parecen haber adoptado dos estrategias distintas respecto del financiamiento externo. Por un lado, Argentina no quiso o no pudo apelar al financiamiento externo para sortear los crecientes problemas de déficit de cuenta corriente que surgieron a partir de 2010. Por otro lado, Brasil logró ser un atractor relevante de flujos financieros, pero el carácter especulativo de estos fondos lo ubica igualmente en una situación sumamente vulnerable. En ambos casos el tipo de cambio posee poca capacidad para solucionar la encrucijada que se plantea, dado que es una variable endógena de este proceso y no soluciona el origen del problema.

Entonces, ¿qué alternativas hay? La respuesta, por no ser novedosa, no deja de ser compleja. En primer lugar, es importante conocer las causas del problema, tanto estructurales como financieras, especialmente para tomar decisiones de política económica. En segundo lugar, tener en claro que obtener o disponer de capital financiero no equivale a construir capital productivo.

“Construir capital ‘real’ significa usar los préstamos externos para invertir en proyectos que aseguren que la participación de las exportaciones netas en el producto interno bruto (PIB) suba de tal manera que las ganancias del intercambio externo finalmente crezcan al punto de cubrir los compromisos financieros creados por el endeudamiento. Esto significa una política que crea condiciones en las que el flujo de ganancias externas sea suficientemente mejorado para cumplir con los compromisos financieros externos y el perfil de Ponzi se convierta en un perfil especulativo” (Kregel, 2004a, p. 581)¹⁸

Ciertamente, construir capital real implica una política de desarrollo que busque superar los problemas estructurales que, en buena medida es también construir capacidad de repago de los pasivos de la cuenta capital y financiera mediante la expansión de sectores generadores o ahorradores de divisas. Tarea compleja, especialmente porque hacerlo requiere tiempo y capital financiero.

De todos modos, en el marco de un proyecto de desarrollo productivo que apunte a encontrar sectores y destinos estratégicos, las regulaciones sobre los flujos de capitales serán un eje necesario dirigido, por un lado, a amortiguar el deterioro que el financiamiento externo también produce sobre la cuenta corriente, y por otro, a tener cierto grado de libertad para influir sobre la cuenta capital y financiera. Por ejemplo, considerar el componente importado de la inversión de los sectores que se busquen impulsar, regular el ingreso de activos altamente especulativos que producen ganancias de corto plazo muy elevadas, y tener una política comercial que subsidie exportaciones y grave importaciones no esenciales. Por supuesto, además de ofrecer opciones de inversión en capital “real” para reducir el atractivo de los activos especulativos u ofrecer bonos con tasas de retornos ajustables a la evolución de algún sector clave y volátil, como por ejemplo a las ventas o precio de petróleo en el caso de tener empresas petroleras estatales (Kregel, 2004b).

En el corto plazo, el financiamiento externo será necesario para ganar tiempo. Para ello, la opción de ofrecer títulos en moneda

18 Traducción propia.

doméstica se presenta como una oportunidad, que tiene la ventaja —en comparación con los activos en divisas— de dar a la política económica mayor margen de maniobra y tiempo (vía la tasa de interés) para posponer crisis externas. Este margen de maniobra no es gratuito: ese tiempo ganado significa incrementar la fragilidad financiera, al menos en el corto plazo, hasta que las políticas de desarrollo comiencen a mostrar sus resultados.

Dicho de otro modo, hay que conocer el nombre del juego e intentar jugarlo, pues una posición financiera crecientemente inestable significa que se ha convencido a los prestamistas de continuar con éxito el juego a la Ponzi (Kregel, 2004a).

Finalmente, gran parte de esta estrategia dependerá de atraer a los inversores externos, con la peligrosa contradicción de que la banca financiera internacional pide indicadores de solvencia macroeconómicos (e.g. superávit fiscal y mayor liberalización) que socaban la estrategia de largo plazo.

En síntesis, está claro que nadie dijo que fuera fácil. Lo que sí se puede afirmar es que atraer capitales externos vía elevadas tasas de interés, liberalización financiera y desregulación económica sin un proyecto productivo, como parece ser el caso de Brasil y el camino que ha emprendido Argentina en el último tiempo, es lisa y llanamente el peor de los escenarios posibles.

A diferencia de lo sucedido en la década del noventa, cuando el ingreso de capitales se destinó a activos en dólares, atraer capitales para invertir en moneda doméstica da más aire y tiempo para que la burbuja crezca. Esto significa una volatilidad mayor, devaluaciones más profundas cuando el juego se termina y, por lo tanto, mayor impacto regresivo en la distribución del ingreso. Sin embargo, si esos activos están en pesos, el Banco Central puede tener cierta capacidad de manejo al aumentar la tasa cuando el riesgo suba o emitir cuando llega el momento de pagar intereses o el capital devengado.

También es posible concluir que, dado que la crisis financiera tarde o temprano nos atrapa, las políticas públicas deben aprovechar al máximo posible los momentos de disponibilidad de dólares para transformar la estructura productiva y capitalizar el aparato produc-

tivo. Cuando las crisis irrumpen, los dólares se van; pero los puentes, los fierros, las escuelas, las viviendas, las universidades, los puertos, los caminos, las represas y, sobre todo, el “saber hacer” adquirido, quedan.

Además, y aunque el fantasma del monetarismo a veces nos obnuble la razón, no debe olvidarse que esa inversión en infraestructura, ciencia, investigación y todo aquello que permite mejorar la calidad de vida de la gente, se hace en moneda doméstica. Por supuesto, en parte, requiere importar bienes de capital o insumos, pero los salarios, los servicios y otra porción de los recursos necesarios no se pagan con divisas. Esto puede parecer una sutileza insignificante, dado que la cuenta corriente resulta directa o indirectamente afectada, pero no lo es. No hay que olvidar que los bancos centrales de las EPD no emiten dólares, sino moneda nacional.

Ciertamente, es preciso que los países desarrollados vuelvan a discutir la supervisión del sistema financiero internacional si realmente se quiere ayudar a los países en desarrollo. Esto incluye revisar el rol de los organismos internacionales de crédito y los mecanismos de reestructuración de deuda soberana.

La búsqueda del desarrollo se plantea como una difícil encrucijada, donde el contexto histórico de crecientes flujos financieros internacionales parece hacer obstaculizado más que mejorado las opciones de los países en desarrollo.

Paradójicamente, los aportes desde la economía política no sólo han sido relativamente insuficientes para incorporar este nuevo fenómeno, sino que más bien han perdido la riqueza conceptual y de abordaje que supo tener la vieja escuela estructuralista. Así, se vuelve una y otra vez a discutir sobre los mismos instrumentos de política ante las reiteradas mismas crisis económicas.

Bibliografía

- Arestis, P., & Glickman, M. (2002). “*Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan way*”. Cambridge Journal of Economics, 26(2), 237-260.
- Blancas Neria, A. (2010). *La fragilidad financiera en México (Instituto de Investigaciones Económicas)*. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Coggins, B. (1998). *Does Financial Deregulation Work?: A Critique of Free Market Approaches* (1st edition). Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar Pub.
- Damill, M. (2000). “*El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad*”. Boletín Informativo Techint, nro. 303, Buenos Aires.
- Diamand, M. (1972). “*La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*”. Desarrollo Económico, 12(45), 25-47.
- Kalecki, M. (1956). *Teoría de la dinámica económica: ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Kaltenbrunner, A. (2010). “*International Financialization and Depreciation: The Brazilian Real in the International Financial Crisis*”. Competition & Change, 14(3-4), 296-323.
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2009). *New Forms of External Vulnerability: Brazil in the Global Financial Crisis* (Discussion Paper). Research on Money and Finance.
- Kregel, J.A. (1998). Yes, «It» Did Happen Again: A Minsky Crisis Happened in Asia (Working Paper No. 234). Levy Economics Institute.
- (2004a). “*Can we create a stable international financial environment that ensures net resource transfers to developing countries?*”. Journal of Post Keynesian Economics, 26(4), 573-590.
- (2004b). *External Financing For Development And International Financial Instability* (G-24 Discussion Paper No. 32). United Nations Conference on Trade and Development.
- (2009). *Managing the Impact of Volatility in International Capital Markets in an Uncertain World* (Levy Economics Institute Working

- Paper No. 558). Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute.
- Médici, F., & Panigo, D. T. (2015). "*Balance-of-payment-constrained growth in unbalanced productive structures: disregarded terms of trade negative effects.*" *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(2), 192-217.
- Minsky, H. P. (1977). *The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory*. Challenge, 20(1), 20-27.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis*. Annandale-On-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute, Bard College.
- Minsky, H. P. (2008). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.
- Minsky, H. P. (2013). "*The Relevance of Kalecki: The Useable Contribution*". *PSL Quarterly Review*, 67(265), 95-106.
- Moreno-Brid, J. C. (2003). "*Capital Flows, Interest Payments and the Balance-of-Payments Constrained Growth Model: A Theoretical and Empirical Analysis*". *Metroeconomica*, 54(2&3), 346-365.
- Pardo-Beltran. (2005). *Minsky's financial fragility applied to the case of Colombia, 1970-2000*. Externado de Colombia University.
- Schroeder, S. K. (2002). *A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries* (SCEPA working paper series. SCEPA's main areas of research are macroeconomic policy, inequality and poverty, and globalization. No. 2002-9). Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA), The New School.
- Thirlwall, A. P. (2013). "*Foreign trade elasticities in centre-periphery models of growth and development (1983)*", *PSL Quarterly Review*, 36(146), 249-261.
- Thirlwall, A. P., & Hussain, M. N. (1982). "*The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences between Developing Countries*". *Oxford Economic Papers*, 34(3), 498-510.
- United Nations. (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the*

- International Monetary and Financial System* (Conference on the World Financial and Economic Crisis and Its Impact on Development). New York: United Nations.
- Viner, J. (1947). “*International Finance in the Postwar World*”. *Journal of Political Economy*, 55(2), 97-107.
- Wray, L. R. (2011). “*Minsky’s Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*”. *International Journal of Political Economy*, 40(2), 5-20.

El rol financiero del tipo de cambio en las economías periféricas

por Genaro GRASSO, Estanislao MALIC
y Leandro ZICCARELLI¹

“Desde el punto de vista teórico, el interés de los resultados obtenidos consiste en evidenciar que las relaciones internacionales de dependencia económica no suponen necesariamente la estructura monopólica de los mercados de productos o servicios ni la existencia de disparidades internacionales en la tecnología de la producción.”
Olivera, Julio H. (1983)

I. Introducción

En el presente capítulo, intentaremos centrarnos en los aspectos financieros del tipo de cambio. La tarea no es simple, ya que el mundo financiero no es una esfera autónoma o escindida del mundo de la producción, el trabajo o la distribución. Podemos entender a las finanzas como el sistema de créditos y débitos de una economía, la forma de gestionar las deudas, siendo las mismas un resultado de relaciones de intercambio, de producción, salariales, de obligaciones tributarias, etc. Podríamos pensar a la esfera financiera como el nivel simbólico de la producción, el lenguaje (sistema contable monetario) por el cual el ser humano capta las relaciones sociales de producción y distribución, las homogeniza y permite así su organización.

¹ Investigadores del Centro Cultural de la Cooperación (CCC).

Si vamos a hablar de tipo de cambio en términos financieros, debemos comprenderlo como el vínculo entre el sistema de contabilidad nacional (en sentido amplio) y el sistema de contabilidad mundo. Aquí se presentan las primeras preguntas: ¿Estos sistemas son equivalentes? ¿Da igual poseer activos en cualquier Sistema? ¿Es lo mismo un activo en el sistema local que un activo en el sistema mundo?

Proponemos estudiar el sistema mundial según una dinámica de centro y periferia, aunque no por motivos del perfil productivo de las economías (como propusieron, en su momento, los estructuralistas latinoamericanos), sino por su capacidad de emitir divisas. Por ello, consideramos prudente iniciar nuestro estudio introduciendo las ideas respecto al tipo de cambio desarrolladas por esta escuela de pensamiento. No solo la tradición de diferenciar las estructuras económicas resulta de suma utilidad, sino que los estructuralistas latinoamericanos consideran, casi de forma sistemática, la existencia de varios tipos de cambio. A continuación, proponemos analizar brevemente la dominancia de las principales divisas mundiales, observando los datos disponibles y segmentando entre el peso internacional de las diferentes monedas. Una vez estilizadas las principales tendencias monetarias mundiales, profundizaremos acerca de la internacionalización del excedente económico nacional, principal determinante, a nuestro entender, de la dinámica financiera del tipo de cambio.

II. Los cuatro tipos de cambio: la incorporación del sistema financiero al análisis estructuralista.

La teoría estructuralista ha modelizado la macroeconomía de los proyectos políticos populares y los desarrollistas, los cuales han tenido la restricción externa como su límite infranqueable. Dado que dicha restricción refiere a una situación de escasez de divisas estructural, es necesario pensarla tanto desde los ingresos como de los egresos de divisas, y desde una teoría que contemple tal posibilidad.

Esto es difícil dentro del enfoque neoclásico o marginalista, debido a que en dicho caso el tipo de cambio balancea las entra-

das y salidas de divisas. En particular, es la variable que permite equiparar las exportaciones con las importaciones, o equilibrar la cuenta corriente, según cada enfoque particular. Como para la teoría neoclásica la naturaleza no da saltos², una devaluación en un contexto de déficit comercial aumenta las exportaciones y reduce las importaciones, tendiendo a equilibrar las cuentas externas. A su vez, como los agentes son racionales y actúan en mercados completos con plena información, solo compran divisas si el tipo de cambio real está por debajo de aquél que garantiza el equilibrio intertemporal, lo cual determina el comportamiento estabilizador de la especulación financiera. El impacto del sector financiero sobre el tipo de cambio es meramente el de un acelerador del ajuste del mercado. Toda la economía tiende a un equilibrio, y los especuladores, al observar disequilibrios, presionan para volver al sendero “correcto”.

Los autores estructuralistas no observan este tipo de procesos tendiendo al equilibrio en las economías latinoamericanas. En particular, los ajustes frente a la restricción externa son contractivos, en vez de expansivos, e inflacionarios, y el equilibrio externo sólo se logra con una caída del salario real. Braun y Joy (1981), describieron el proceso como uno en el cual las elasticidades no se comportan como la teoría neoclásica presupone. Esto es, las exportaciones agrícolas son poco elásticas al tipo de cambio, es decir, prácticamente no reaccionan. A su vez, las importaciones de insumos relacionados con la industria no pueden ser sustituidas por producción nacional en el corto plazo, lo cual significa que las mismas dependerán del nivel de producto, el cual está asociado al consumo asalariado. Con el crecimiento, las importaciones aumentan y superan las exportaciones, lo cual lleva a una crisis de balanza de pagos, la cual termina empujando a una devaluación. Este aumento del tipo de cambio en vez de aumentar las exportaciones y cambiar importaciones por producción nacional, aumenta los costos de las industrias, genera inflación, hace caer el salario y el consumo asalariado, y vuelve a restablecer el equilibrio con un menor nivel de producción y empleo. Vale destacar que, aunque no profundizan en el asunto, los autores consideran que

2 Marshall dixit

históricamente se ha demostrado que los flujos de capitales agravan la restricción externa, los flujos financieros no aceleran el camino al equilibrio, sino que profundizan las situaciones críticas, por lo que el control de los mismos resultaría clave para el desarrollo.

El tipo de cambio resulta, por lo tanto, la gran incógnita en estos modelos. ¿Qué papel juega para los estructuralistas? Sabemos que no equilibra los fundamentals del comercio exterior (efecto sustitución de exportaciones e importaciones) por el proceso anteriormente mencionado. A su vez, el tipo de cambio ha tendido a fluctuar cíclicamente y de forma abrupta, por ello los autores argentinos han tendido a hablar de diferentes tipos de cambio, o de diferentes fundamentals del tipo de cambio, que se encuentran en conflicto entre sí. Los procesos de crecimiento e inflación pendulares tendrían en parte que ver con esa conflictividad.

Inmediatamente surge del conflicto que el tipo de cambio real está asociado a la distribución del ingreso. Muchos autores han presentado, por lo tanto, el conflicto por el tipo de cambio como un conflicto salarial. Por ejemplo, Olivera (1991), plantea la inflación estructural como un proceso generado por la incongruencia entre el salario de equilibrio de mercado y el salario de equilibrio social. Mientras que el equilibrio de mercado refleja la escasez de bienes, y en situaciones competitivas es igual al equilibrio entre oferta y demanda, el equilibrio social se presenta como el resultado entre la puja entre los diferentes sectores sociales por fijar sus niveles de ingreso relativo. A pesar de que ambos estarían relacionados, no tienen por qué coincidir, sino que pueden diferir significativamente. El conjunto de precios que asegure el equilibrio en los mercados de bienes puede no ser compatible con uno que garantice el equilibrio social. Si bien el trabajo sostiene que si el salario de equilibrio social es mayor al salario de equilibrio de mercado habrá tensiones de precios relativos que se transformarán en inflación estructural, bien podría reemplazarse el salario por el tipo de cambio. Si el tipo de cambio que requieren los trabajadores para tener un alto salario en dólares es menor al actual, intentarán aumentar su salario, lo que llevará a un incremento de precios y a una apreciación real.

En un sentido similar lo entiende Canitrot en “La experiencia populista de redistribución de ingresos” (Canitrot, 1975). Para el autor, la redistribución del ingreso en economías abiertas es difícil porque la tasa de beneficio se encontraría determinada internacionalmente. Por ello, ante un aumento salarial que reduzca la misma, los recursos para la inversión fluirían hacia el exterior, reduciendo la actividad y el empleo. La conclusión que alcanza el autor es que los salarios en los países periféricos están determinados de forma residual, según la tasa de ganancia internacional, la productividad del trabajo local y los términos del intercambio.

Para Canitrot, por lo tanto, la posibilidad de apreciación cambiaría es solo temporal, aunque existe una posibilidad si la movilidad de capitales es limitada. Asimismo, el autor considera que no todos los sectores de la economía presentan el mismo grado de movilidad de recursos. En el caso de las multinacionales y los grupos financieros, los mismos poseen mayor capacidad para relocalizar sus inversiones. Mientras que, en el caso de las empresas pequeñas, trabajadores independientes, propietarios menores y rentistas, presentan menores posibilidades de respuesta ante una disminución de su tasa de ganancia. Es en el caso de las primeras donde se requiere inmovilizar el capital o cierta captación de recursos por parte del Estado. Es esperable que estas empresas, incluso las que poseen cierta inmovilidad de capital, se resistan procurando elevar sus precios o, en el caso de que el gobierno les fije precios, desarrollando mercados negros. Si lo logran, conseguirían una caída del salario real.

Sin embargo, el autor agrega que hay tres precios que, regulados, pueden permitir que el salario real aumente por encima del valor determinado por el mercado: los agropecuarios, dependientes del tipo de cambio, las tarifas y los alquileres. Si seguimos el primer caso, podríamos decir que cuanto más bajo el tipo de cambio, más controlados estarán los precios de los exportables y más altos serán los salarios. La analogía entre tipo de cambio y salarios es válida siempre y cuando lo demás (tarifas, alquileres, precio de la vivienda, tasas de interés domésticas o internacionales) se mantenga constante. No obstante, podemos entenderlo como uno de los aspectos relevantes:

existe un salario que genera estabilidad social, lo cual implica un tipo de cambio real específico, estando lo demás constante. Un tipo de cambio muy devaluado generará presiones de puja distributiva y efectos inflacionarios. El principal problema de Canitrot es que considera que la productividad es uniforme en todos los sectores (lo cual significa que el salario que otorga competitividad a todas las ramas de producción es el mismo).

Diamand (1972) postula, en cambio, que la Argentina posee ventajas comparativas estáticas en la producción agrícola, y desventaja en la producción industrial. Ante la misma tasa de ganancia a nivel internacional, y mismo salario real, esto significa que la industria necesitará un tipo de cambio más alto que el agro para poder competir. El tipo de cambio “industrial” implica salarios muy bajos, poca demanda y consumo interno y, por lo tanto, insuficiente escala de la industria. El tipo de cambio “pampeano” o agrícola, implica salarios más altos y mayor consumo, pero todo será importado porque la industria no puede producir. Para Diamand, el tipo de cambio que tiende a prevalecer es el pampeano.

Existen dos posibilidades de interpretación de esta tendencia: la primera es que un tipo de cambio “industrial” tenderá a atraer muchas divisas en exportaciones y tendrá pocas salidas de dólares por importaciones, lo cual apreciará el tipo de cambio. Sin embargo, una administración cambiaria podrá evitar oportunamente la apreciación. La clave del planteo reside en que el tipo de cambio de equilibrio social se encuentra entre los otros dos. Un tipo de cambio “industrial” por encima del “social” desata la puja distributiva y las presiones inflacionarias, que, finalmente, terminan apreciando la moneda doméstica. A su vez, la devaluación hacia el tipo de cambio “industrial” transfiere ingresos de los trabajadores a los exportadores agrícolas. Diamand, sostiene:

“Las perturbaciones económicas y sociales que se generan –en particular las consecuencias recesivas que aparecen– resultan insostenibles política y socialmente, y den lugar a una onda compensatoria de aumentos salariales que a corto plazo anula los incentivos otorgados” (Diamand, 1972).

Al igual que Braun y Joy, Diamand no profundiza acerca de los movimientos de capitales, pero es muy escéptico respecto a su utilidad para superar la restricción externa. Esta posición no se deba a la inexistencia de fondos suficientes a nivel mundial, sino porque todo ingreso a la larga es un egreso mayor.

Hasta el momento, Canitrot fue el único que introdujo al sector financiero en el debate, en relación a la relativa movilidad e inmovilidad del capital. Esto se debe a las restricciones a la movilidad de capitales que caracterizaron a la posguerra. Los principales desbalances eran los comerciales, y los financieros (desde IED hasta la deuda externa) eran concebidos como la forma de prolongar en el tiempo dichos desbalances.

Ello no significa que hubiera movilidad de capitales nula. Eventualmente, si la tasa de ganancia (o la de interés) era lo suficientemente baja, se disparaba la salida de capitales. Pero los usos y costumbres en la época de Bretton Woods abrían la posibilidad de un mayor control de capitales. En Argentina, coexistieron las limitaciones a la compra de divisas, tipos de cambio múltiples, requisitos de liquidación de exportaciones a tipos de cambio específicos, condicionamiento de la inversión extranjera directa y otros requerimientos³. Ello era, a su vez, una norma a nivel internacional, incluyendo los países que se industrializaron en dicha época, como los del sudeste asiático. En ese contexto, la IED llegaba a los países en busca de mercados cautivos por la protección económica, más que por la remisión libre de utilidades, y los mercados de deuda externa estaban dominados por actores institucionales, como los bancos de inversión y especialmente los organismos multilaterales de crédito. Los movimientos especulativos eran, por lo tanto, limitados.

En otro artículo, Canitrot (1983), comienza a incorporar actores financieros para analizar el salario real y la restricción externa. Para el autor, la tasa de interés debe superar el tipo de cambio esperado por el mercado financiero en relación con el actual, es decir, la devalua-

3 Desde 1930 hasta el comienzo del Plan de Convertibilidad, en Argentina hubo tan solo ocho años donde fue posible mantener un tipo de cambio comercial unificado con el financiero, lo cual implica la libre convertibilidad de la moneda. (Ver en este libro a Gahn, capítulo 9)

ción esperada. El mercado, por lo tanto, establece un cuarto tipo de cambio, el “financiero”, que genera un nuevo elemento de tensión en la economía. Canitrot ilustra su postura con un ejemplo: supongamos que hay un aumento en el salario real, éste aumenta los costos de producción y, por lo tanto, los precios. Ello aprecia el tipo de cambio real. Si los agentes financieros creen que hay una apreciación cambiaria, apostarán a una devaluación y forzarán al Banco Central a subir las tasas de interés o a devaluar la moneda, convalidando el tipo de cambio “financiero”. En el primer caso, el costo del capital y de financiamiento de las empresas aumentará, lo que llevará a un aumento de precios y una caída del salario real (para Canitrot, además, la tasa de interés más alta reduce la actividad). En el segundo caso, un tipo de cambio más alto genera inflación y caída del salario real.

Por ello, Canitrot sostiene que, para lograr simultáneamente un aumento salarial y una reducción de la tasa de interés hay que lograr que los agentes del mercado financiero modifiquen su percepción de la restricción externa. Debido a que estos agentes tendrían la capacidad de vetar las políticas de ingreso, habría que lograr guiar sus expectativas y disciplinar su conducta (Canitrot, 1983).

Posteriormente en su artículo, el autor matiza su posición agregando que la percepción que los operadores tienen de la restricción externa es imprecisa y ello genera grados de libertad para el gobierno, pero también incertidumbre y actitud defensiva (dolarización) si el mercado financiero desea prevenirse respecto de las acciones de un gobierno. Por lo tanto, para el autor, es necesario que el gobierno construya cierta certidumbre. Así, Canitrot explica que el gobierno puede influir de dos maneras en el mercado financiero: lo hace de forma directa -aplicando controles que minimicen la especulación-, o lo hace de forma indirecta -logrando alterar las percepciones del tipo real de equilibrio que forman los operadores- (Canitrot, 1983). El autor finaliza considerando que en los años 80 debía aplicarse controles cambiarios, que originarían un mercado negro, que sería más o menos denso según la coincidencia de las expectativas del gobierno y de los operadores financieros.

II.1. La determinación del tipo de cambio financiero

Hasta aquí hemos logrado recopilar un grupo de tipos de cambio en conflicto: el “social”, el “industrial”, el “pampeano” y el “financiero”. En tiempos de apertura de las cuentas capitales, flotación cambiaria generalizada (administrada en los países en vías de desarrollo y relativamente libre en los desarrollados) y estructuración de las transnacionales en cadenas globales de valor y riqueza, el tipo de cambio “financiero” parecería ser el más gravitante.

Este último tipo de cambio tiene dos componentes. El primero es, en el sentido de Canitrot, la expectativa de devaluación, o el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo en el que los sectores financieros creen. El segundo componente depende del equilibrio, en un determinado momento, de los flujos de divisas.

Los actores financieros poseen incertidumbre y expectativas heterogéneas, y además tienen la posibilidad de ganar comprando y vendiendo en el corto plazo. Entonces, siendo que los *fundamentals* no son determinantes estrictos, los actores se vuelven *chartistas* y analizan la devaluación pasada, la cantidad de reservas del Banco Central para responder ante la crisis, la capacidad del gobierno nacional para endeudarse, los incentivos a los privados vía tasas de interés locales activas y pasiva para hacer *carry trade* –o para endeudarse en dólares–, la dinámica de la IED, la política monetaria en el centro, los episodios electorales y/o políticos, los episodios de crisis financieras en el exterior y los términos de intercambio, entre otros factores.

La incertidumbre, las expectativas heterogéneas y el análisis charlista de los actores generan tipos de cambio de equilibrio financiero “de estabilidad local”. Es decir, el tipo de cambio que surge de la libre oferta y demanda no es equivalente a un tipo de cambio de equilibrio neoclásico. No existen las tendencias fundamentales hacia la convergencia a un tipo de cambio que estabiliza intertemporalmente la cuenta corriente. Una vez que un movimiento brusco del tipo de cambio lo saca de ese equilibrio precario, es posible que tienda a otro más alto, o a una dinámica explosiva. Los ciclos de confianza también pueden generar períodos relativamente largos

de tipos de cambio bajos o altos determinados por el mercado. En suma, la “divina coincidencia” entre el tipo de cambio derivado de las expectativas de los agentes financieros y aquél correspondiente a los *fundamentals* dista de ser razonable.

Todos estos elementos se convierten en grados de libertad, pero también en una restricción cuando el margen de maniobra se agota. Los gobiernos utilizan esos grados de libertad para administrar la tensión entre los otros tipos de cambio. Así, por ejemplo, Martínez de Hoz utilizó las altas tasas de interés en dólares y el endeudamiento privado externo para sostener un tipo de cambio más cercano al social o al pampeano, y así disciplinar a la industria. Cavallo, por su parte, utilizó el endeudamiento externo público y las privatizaciones como señuelo para la inversión extranjera, para anclar el tipo de cambio y limitar el conflicto distributivo. En un contexto de tipo de cambio flotante administrado, el gobierno de Mauricio Macri sostiene altas tasas de interés para incentivar el *carry trade* de corto plazo y fuerte endeudamiento externo para evitar la devaluación. Si no se acude al incentivo indirecto al sector privado, la manera de sostener el tipo de cambio alineado con otros objetivos de política es con reservas, deuda externa o restricciones cambiarias. Las primeras dos opciones tienen margen limitado de maniobras; la última implica un largo proceso de ensayo y error.

Los casos anteriores fueron esfuerzos para compatibilizar el tipo de cambio financiero con el social o el agrícola. ¿Qué sucede, en cambio, cuando los *fundamentals* tienden a la devaluación del tipo de cambio? En principio, puede ocurrir lo que sucedió a fines de los años 80. Las altas tasas de interés de EEUU y el alto endeudamiento externo de Argentina llevaron a fuertes devaluaciones del tipo de cambio lideradas por el sector financiero y, a su vez, a ajustes salariales e inflacionarios por la incompatibilidad con el tipo de cambio “social”. Estos movimientos se retroalimentaron en una espiral inflacionaria que finalizó en la hiperinflación argentina. El otro caso de expectativas negativas se produjo en el 2001: la crisis de Brasil y el endeudamiento externo llevaron a los actores financieros a descreer de la Convertibilidad. La corrida fue tal que los refinanciamientos

del Blindaje y el Megacanje, las reservas, y las altas tasas de interés no fueron suficientes para frenarla; llevando a una devaluación de más del 300%, a un tipo de cambio más cercano al “industrial”. En ese momento, la reducción del poder de negociación de los trabajadores producto del elevado –además del congelamiento de las tarifas– permitió ajustar el tipo de cambio “social”.

Es necesario compatibilizar los distintos tipos de cambio. En cuanto al tipo de cambio “social”, Olivera (1991) señala la importancia de las transferencias del Estado, y Canitrot (1975) el de los alquileres y las tarifas. Para los tipos de cambio “industrial” y “pampeano”, Diamand propone tipos de cambio diferenciados, tipo de cambio alto y retenciones, o tipo de cambio bajo con *drawbacks*.

Finalmente, para el tipo de cambio financiero se pueden pensar herramientas para desacoplarlo de la estrategia distributiva y productiva: pueden ser desdoblamientos formales o formas de desincentivos a la compra o venta mediante impuestos, encajes, regulaciones de capitales (Ocampo, 2011) o limitaciones al endeudamiento externo público y privado. Pero lo más importante es establecer una estrategia única y coordinada que incorpore los cuatro tipos de cambio y los compense armónicamente. De otra forma, las tendencias cíclicas de la Argentina serán difíciles de erradicar.

A fin de entender cuáles son las posibilidades de política para influenciar en el tipo de cambio financiero (tema que nos trata en particular), consideramos conveniente hacer una breve aproximación a la actualidad del mercado cambiario mundial, y a las limitaciones que pueden presentarse a fin de “domesticar” fuerzas que probablemente superen los ámbitos de las economías nacionales.

III. Las asimetrías monetarias internacionales

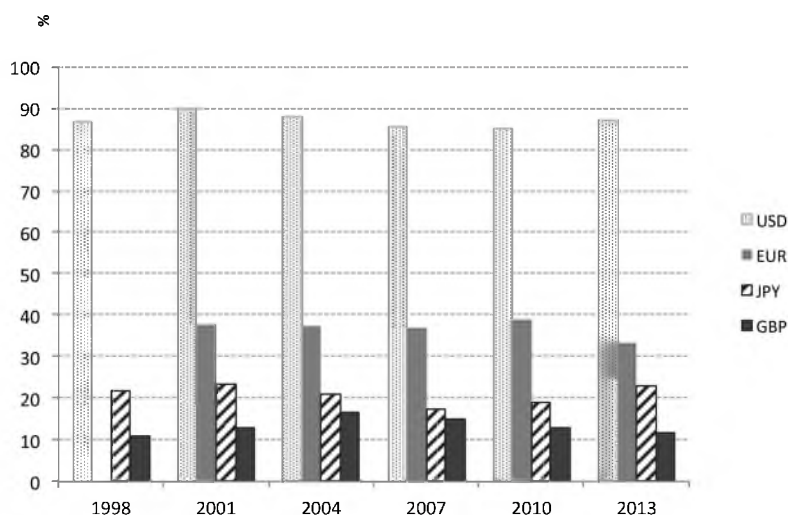
El sistema monetario internacional funciona con una enorme variedad de monedas, sin embargo, existen grandes diferencias de rango entre ellas. Esencialmente, lo que las diferencia es que algunas de ellas son aceptadas en el resto del mundo (divisas) mientras otras tan solo funcionan a nivel doméstico de la economía emisora. Incluso

dentro de los mismos límites de estos países, las monedas locales pueden ser puestas en tela de juicio y deben competir con las que circulan en el resto del mundo. Circunstancia que suele suceder en los países periféricos.

III.1. La vigencia del dólar estadounidense

La dominancia del dólar estadounidense a nivel global es incuestionable, en 2013, del total de las operaciones cambiarias (tanto por motivos comerciales como financieros o especulativos), el 87% fueron realizadas contra el dólar. Llegando el euro a 33%, el yen a 23% y la libra a 11,8%. Si observamos en el siguiente gráfico la evolución durante los últimos 15 años, encontraremos que se trata de un escenario sumamente estable, principalmente no jaqueado por la creación del euro.

Gráfico 1. Distribución del Mercado Global de Moneda Extranjera.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BIS.

Si existe un sistema mundo, que tenga dominancia por sobre el resto de los sistemas nacionales, nadie puede dudar que ese sistema funciona con el dólar como patrón de medida.

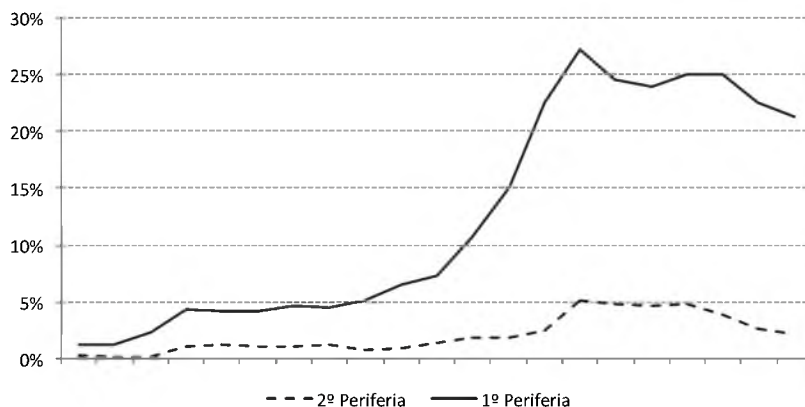
Al contrario de lo que afirma la teoría neoclásica, donde la escasez es la madre del valor, la moneda global tiene que estar difundida y ser abundante, en caso contrario corre el riesgo de ser reemplazada por otra. Una moneda es fuerte por su uso difundido, no por su cotización. Existen múltiples bienes donde esto sucede, como los autos con volante en una dirección, los activos financieros, la trocha de los trenes. Sea por relaciones fijas de los factores o por el propio uso difundido y sus características miméticas⁴. La moda, por ejemplo, si no lo demanda nadie no tiene valor, mientras más lo demanden más valor tiene. No habría, así, utilidad marginal decreciente.

III.2. La emisión de deuda

Si los países periféricos fueran capaces de emitir deuda denominada en su propia moneda, y la misma fuera aceptada por agentes internacionales, la desigualdad se restringiría. Si los déficits de balanza de pagos de los países periféricos fueran financiados a través de emisión de deuda externa denominada en moneda local –teniendo la misma un riesgo de impago prácticamente inexistente–, la restricción externa no sería tal. Frente a la necesidad de divisas, sea por importaciones o por fuga de capitales, los países periféricos podrían emitir deuda en moneda local, atraer de esta forma a inversores extranjeros y disponer de los fondos suficientes para financiar cualquier drenaje que exista en sus cuentas externas. Sin embargo, la evidencia demuestra que, al igual que en el caso comercial, las monedas aceptadas internacionalmente son tan solo unas pocas. Si todas las monedas fueran aceptadas por igual como pasivo a nivel internacional, no existiría la divisa como tal, ese mismo comportamiento de los agentes transnacionales implicaría que todas las monedas están en pie de igualdad. Como se presenta en el siguiente gráfico, la emisión de deuda externa en moneda propia de los países periféricos es realmente baja.

4 Proceso de elección basado en comportamientos imitativos, descrito por Aglietta y Orléan.

Gráfico 2. Deuda internacional emitida en moneda propia en la periferia



Fuente: elaboración propia en base a datos del BIS. Nota: se denomina “Primera Periferia” a los países periféricos que emiten más del 10% de su deuda internacional en moneda propia. Los mismos son: Sudáfrica (55%), República Checa (39%), Turquía (31%), China (30%), México (17%), Brasil (15%) y Rusia (11%).

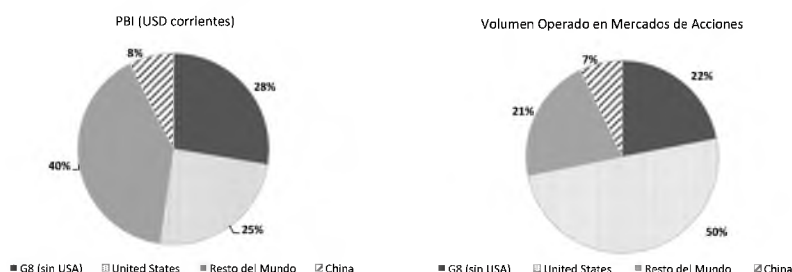
III.3. La transnacionalización del capital líquido

La hipótesis bajo la cual decidimos trabajar, y la cual profundizaremos en el siguiente apartado, es que en la periferia se generan excedentes en moneda local. Estos excedentes pueden generarse tanto por mecanismos propios de la economía real, como por la valorización financiera de los mismos. Entendemos que cierta porción de ellos tiende a dolarizarse, ya que el dólar es el mecanismo por el cual el capital líquido pasa a tener acceso a múltiples posibilidades de inversión. El sistema monetario internacional (USD), no solo tiende a ser más estable que los propios de países periféricos, sino que además es la única forma que tienen los capitales para diversificar su riesgo.

El acceso a los mercados financieros globales está íntimamente vinculado a la divisa. No solo, como destacamos anteriormente, todos

los países emiten la mayor parte de sus pasivos en divisas, sino que el mercado accionario también lo hace. Los mercados financieros tienden a concentrarse en unas pocas plazas y en monedas duras. Como se observa en los gráficos a continuación, Estados Unidos concentra el 54% de la transaccionalidad de acciones mundial, a pesar de generar tan solo el 22% del PBI:

Gráfico 3. Distribución del PBI y de los mercados globales de acciones (promedio 2003–2012)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Semejante concentración de los mercados de capitales requiere que los flujos de capitales desde los países periféricos a los centrales (o la dolarización de estas economías) sean incorporados a los análisis de restricción externa.

IV. Monetización y exteriorización del excedente.

IV.1. La propensión a ahorrar en divisas y exteriorización del excedente

Varios autores han destacado el problema que significa, para las economías latinoamericanas, la tendencia a acumular activos nominales en divisas, o más específicamente, a acumular las mismas.

Por destacar solo a algunos, entre los más recientes podemos encontrar a Medeiros (2008), para quien existiría una alta propensión de las clases cosmopolitas en la periferia a mantener sus activos dolarizados. También a McKinnon (2003), quien explica que las monedas periféricas son provisionales, siendo el dólar es la “moneda definitiva”. Patnaik (2002), en el mismo sentido, propone una tendencia secular a la caída de los tipos de cambio reales de las economías periféricas originada en esta formación de activos externos. Es de destacar que esta preocupación no es nueva en Latinoamérica, Prebisch en 1949, alertaba sobre los depósitos de particulares argentinos en EEUU alcanzaban los 729 millones en 1947. O el mismo Alberdi, detallaba los ciclos argentinos como ciclos originados en el flujo y reflujo financiero de las libras esterlinas. Considerando aspectos empíricos, según Maresso & Malic (2015), en Latinoamérica se observa desde el año 2003 al 2015 (siendo tan solo ese el período estudiado), una tendencia estructural al déficit de ingreso y egreso de divisas por cartera.

Entendemos entonces que los excedentes financieros acumulados en las economías periféricas lo son tan solo de forma provisional. La meta final es la transnacionalidad de los mismos, y eso se logra convirtiendo la moneda local en divisas, a fin de poder aplicarlos a cualquier actividad deseada en cualquier parte del globo. Estas masas de activos en moneda local, potencialmente dolarizables, no necesariamente provienen de la actividad financiera, aunque pueden valorizarse a través de ella. De esta forma, la estructura de activos financieros en la cual la misma toma forma (bonos, plazos fijos, ajustables por inflación o por tipo de cambio, con tasas fijas o variables, con vencimiento de corto o largo plazo, con diferentes grados de liquidez, etc.) resulta esencial para determinar el nivel de fragilidad cambiaria de una economía periférica, y la influencia del tipo de cambio en la misma. La cotización del dólar, entonces, determina el valor internacional de la masa de recursos financieros acumulados denominados en moneda local.

Es por ello, que mientras es difícil precisar si existe retraso cambiario en términos comerciales, podemos afirmar que economías con niveles significativos de inflación y tipos de cambio estables, generan

crecientes masas de recursos potencialmente dolarizables. O sea, es una situación que tiende a la inestabilidad cambiaria.

IV.2. Asimetría y equilibrio financiero de largo plazo

El hecho de que las monedas periféricas se constituyan como provisorias para los inversores –y el dólar (o moneda internacional vigente) sea la forma definitiva del valor– es sustancial a la hora de analizar un eventual sendero financiero sostenible de largo plazo para los países emisores de monedas “de paso”, y ver como el mismo interactúa con eventuales situaciones de corto plazo en el frente externo. Puntualmente, postular que el fin último de toda inversión o actividad productiva es la monetización en moneda internacional no es neutral en materia económica, dado que introduce un factor de asimetría en el largo plazo. Por asimetría nos referimos a que esta práctica de internacionalización de los excedentes genera una demanda de divisa estructural de largo plazo en países que no tiene un correlato en la oferta de moneda internacional para contrarrestarla y evitar así desequilibrios externos.

Hasta aquí, la generación de excedentes combinada a la existencia de una propensión (fuese cual fuese, siempre que sea superior a cero) a posicionarse en divisa en el largo plazo, genera en las economías periféricas una necesidad perpetua de divisas que garanticen de manera sistemática el régimen de solvencia y permita el equilibrio financiero externo. Antes de profundizar en esta cuestión, resta introducir la dimensión de este equilibrio en el corto plazo, es decir, de la administración de la liquidez y, desde allí, retomar su relación con el sendero financiero sostenible de largo plazo.

En términos concretos, una economía periférica contará principalmente con dos mecanismos para obtener los dólares que permitan el equilibrio en el corto plazo: un saldo comercial positivo ($X_n > 0$) o endeudamiento externo⁵. En ambos casos, el país en cuestión

5 Consideramos que la inversión extranjera directa puede ser tratada, a fines de simplificar nuestro análisis, como endeudamiento, ya que requerirá las divisas necesarias para remitir utilidades. A pesar de que la IED puede caracterizarse por aumentar las capacidades productivas de los países en cuestión, y en parte proveer las divisas necesarias para sostener el

puede alcanzar un equilibrio de corto plazo que neutralice la oferta y demanda de divisas en un nivel de tipo de cambio estable. Sin embargo, no es indistinto el tipo de abastecimiento de divisa del que se trate, dado que el endeudamiento externo equilibraría el corto plazo a costas de alimentar los fundamentos del desequilibrio de largo. A saber: la existencia de una propensión a exteriorizar el excedente. Cuando un estado toma deuda adquiere una cantidad de divisas X que deberá devolver en $t+1$ como $X^*(1+i^*)$, es decir, anexándole un interés. Como vemos, el equilibrio en términos de liquidez se lograría incrementando el excedente disponible para exteriorizar en el largo plazo. Esto genera, entonces, un gap o brecha entre el tipo de cambio financiero de equilibrio en el corto y largo plazo.

En sentido contrario, el *roll-over* de deuda con compresión de *spreads* (o baja en el riesgo país) implicaría reducir la cantidad de excedente generado por vía financiera y achicaría la brecha entre los equilibrios inter-temporales, es decir: aproximarían el estado de liquidez al de solvencia. Cabe destacar que este fenómeno de desmonetización temporal del excedente y su subsiguiente generación de un “sobre-excedente” financiero se dará, en todos los casos, en mayor o menor proporción dependiendo del interés.

Puesto en otras palabras: la única forma de que el endeudamiento externo de un país periférico no genere una brecha entre el tipo de cambio de equilibrio de corto y de largo plazo es que el país no pague intereses (en términos reales) por dicho endeudamiento. Aclarado esto, se desprende que la mejora en el acceso al crédito internacional nunca llegará a evitar la existencia de una divergencia entre los tipos de cambio de equilibrio para corto y largo plazo, siendo dicho gap un indicador de la fuerza con la que se capitaliza el excedente hacia adelante y su poder de fuego en el largo plazo. Podríamos, entonces, tomar tal gap como un indicador de la sustentabilidad de ese equilibrio de liquidez en el largo plazo.

equilibrio externo, las prácticamente inexistentes experiencias de países que hayan solucionado la restricción externa a través de este mecanismo nos hace escépticos frente al mismo. Las razones de tal limitación no hacen al objeto de estudio del presente capítulo, el cual pretende centrarse en los flujos financieros del sector externo.

Considerando estas cuestiones, resulta evidente entonces que el equilibrio de largo plazo estará dado por aquel tipo de cambio que permita la siguiente igualdad:

$$Xn_{elp} = G_{t+1} * d_{lp}$$

Donde,

Xn : Exportaciones netas

elp : Tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo

G_{t+1} : Excedente final

d_{lp} = Propensión de largo plazo a exteriorizar excedente

Vale destacar que G es el stock total de excedente monetizable en el largo plazo, por lo que incluye el interés de eventuales excedentes generados por endeudamiento externo. Aquí se evidencia de manera simple que el proceso de acomodamiento del tipo de cambio de corto plazo vía endeudamiento internaliza excedentes del resto del mundo, generando un impacto sobredimensionado sobre el tipo de cambio de largo plazo (debido al interés). Lo que es igual a decir que para la realización del excedente local en el corto plazo, se crea necesariamente un excedente exteriorizable de un actor internacional en el largo.

Si agregamos a tal función la posibilidad de endeudarse, obtenemos la paridad que debe determinar el tipo de cambio de equilibrio de corto plazo:

$$dD + Xn_{ecp} = \frac{G_t * d_{cp}}{E} + i * D_{t-1}$$

Donde,

Xn : Exportaciones netas

ecp : Tipo de cambio real de equilibrio de corto plazo

G_t : Excedente de corto plazo

d_{cp} = Propensión de largo corto a exteriorizar excedente

D : Stock de deuda en divisas

E : Tipo de cambio nominal de equilibrio

Desde esta perspectiva alternativa se pueden abordar los distintos escenarios en el frente externo y su relación con la estabilidad financiera de corto y largo plazo. Los prestamistas internacionales a la hora de prestar observan esta relación indirectamente a través del estudio de variables como deuda/PBI, términos del intercambio, saldo de comercial y de cuenta corriente, nivel de reservas, etc. Todos ellos dan una pauta de cuán alejado está el tipo de cambio de estabilidad financiera en el corto plazo, respecto de su par en el largo. En orden: una mayor ratio deuda/PBI hace pensar a los actores que el tipo de cambio actual tiene un sesgo de liquidez importante y evalúan las probabilidades de prestar hoy a sabiendas que hacia adelante la probabilidad de un ajuste en el tipo de cambio es elevado y la capacidad de cumplir con los compromisos de deuda se ve menguada. Por su parte, los términos del intercambio también influyen en nuestra visión, dado que determinan la capacidad de X_n de financiar la estabilidad financiera de largo plazo. Una reversión favorable de los términos del intercambio, hace compatible el X_n con el excedente exteriorizable de largo plazo a un nivel de tipo de cambio menor.

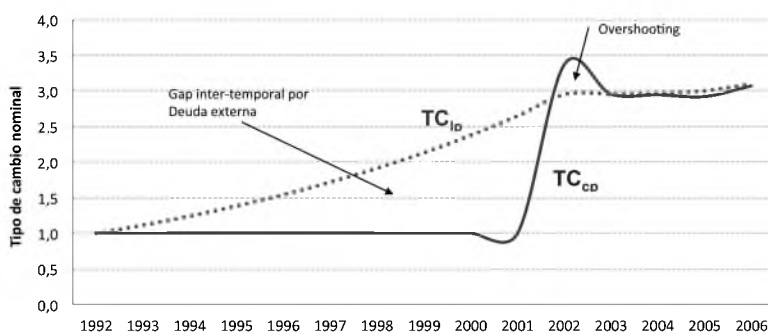
Por su parte, los saldos comerciales y de cuenta corriente también son determinantes debido a que reportan la disponibilidad de liquidez y son la única vía de financiamiento del excedente de largo plazo. En relación a las reservas, las mismas juegan un doble rol de garante de liquidez ante movimientos bruscos del tipo de cambio en el corto plazo y de indicador de solvencia en el largo. La importancia de ambos factores dependerá más bien del modelo cambiario elegido por el país, siendo de menor importancia para la liquidez en un modelo de tipo de cambio flexible que en uno de administración cambiaria.

Finalmente, el escenario de estabilidad cambiaria de largo plazo que hemos descripto en ocasiones deja de ser un *benchmark* teórico que nos indica el nivel de solvencia del esquema de liquidez y pasa a ser un escenario real. Un ejemplo claro de esta situación fue el crack financiero de 2001 en nuestro país. El sostenimiento del tipo de cambio de corto plazo financiado vía generación de excedentes financieros a futuro permitió tener una relación de la moneda baja en el corto

plazo, pero cada vez más escindida de su equilibrio de largo. Este gap, alimentado principalmente por el endeudamiento externo, llegó a su máximo nivel hacia fines de 2001 cuando la imposibilidad de continuar con el esquema de endeudamiento hizo insolvente al país.

$$Xn_{elp} = \frac{G_t * d_{cp}}{E} + i * D_{t-1}$$

Gráfico 4. Salida de la convertibilidad desde la mirada de tipos de cambio de estabilidad intertemporal



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

V. Conclusión

En el presente capítulo se intentó explorar la temática cambiaria haciendo hincapié en su dimensión financiera y en la forma en que la misma se articula en el corto y largo plazo. Inicialmente destacamos el análisis estructuralista del mercado cambiario: existen varios tipos de cambio sectoriales, que garantizan el buen desempeño de una economía, aunque los mismos no tienen motivo alguno para coincidir. Al respecto, y como resulta evidente, en países como Argentina donde la estructura productiva está desequilibrada por la convivencia de un sector sumamente competitivo a nivel global con otro que requiere de una protección sistemática, la determinación del tipo de cambio no puede dejar de tener un componente de puja entre ambos sectores.

Asimismo, y como vimos, en medio de dicho conflicto por el valor de la moneda nacional se halla el conjunto de la población, que es la que legitima, o valida social y políticamente un tipo de cambio. Dicho en otras palabras: entre el tipo de cambio que permite sobrevivir al agro pampeano y el que garantiza la producción industrial, está el tipo de cambio que resiste la sociedad. Por consiguiente, intentar estimular la industria estableciendo un tipo de cambio alto, sin considerar el tipo de cambio social, puede llevar a crecientes presiones inflacionarias originadas en la puja de los trabajadores por alcanzar mejores salarios reales (lo cual implica un tipo de cambio más apreciado). Es en el marco de esa multiplicidad de dinámicas en el que se debe analizar la faceta financiera del tipo de cambio, tanto el corto como en el largo plazo.

En este aspecto, los términos en los que se plantea dicha divergencia (entre los cuatro tipos de cambio, y el corto y largo plazo) no es menor dado que determina la forma de resolución o, mejor dicho, administración de dicho conflicto. Yendo por partes, la primera complejidad a la que la política cambiaria debe estar sujeta es al desafío de la segmentación vía diversos mecanismos que actualmente estén disponibles a nivel mundial (y no sean penalizados por la OMC u otros organismos internacionales). Nos referimos puntualmente a la administración del tipo de cambio como una política de Estado que permita segmentar el valor real de la moneda entre los distintos actores: esto puede realizarse fácilmente generando diferenciales impositivos que “acomoden” para un mismo tipo de cambio nacional diversos resultados sectoriales (caso retenciones para compatibilizar el tipo de cambio del agro con uno socialmente viable, dado que reduce el precio export parity de los alimentos). De igual modo, a un tipo de cambio, la suma de aranceles para la producción industrial genera un tipo de cambio efectivo superior, mayor aún si la protección se aplica solo al bien terminado (es decir, si se aumenta la “protección efectiva”). Queda pendiente la segmentación del tipo de cambio financiero, desafío que requiere un sistema bancario más pesificado (al igual que Brasil) y, tal vez, la aceptación de que mercados paralelos pueden servir de reguladores alternativos de la dola-

rización del excedente. Redondeando, y antes de pasar al abordaje netamente financiero: la política de ordenamiento de los tipos de cambios debe ser una política de Estado y debe adquirir, necesariamente, el nivel de complejidad adecuado.

Dado nuestro diagnóstico, la liberalización comercial y financiera, combinada con esquemas de metas de inflación (con tipo de cambio flexible) son casi el peor de los escenarios posibles, ya que alimentan la disputa por el tipo de cambio entre sus diversas acepciones, incrementa el excedente y permite la libre dolarización del mismo. La ausencia de administración cambiaria en escenarios de recrudescimiento de la puja sectorial por un tipo de cambio adecuado acentúa la volatilidad cambiaria dado los altos niveles de incertidumbre resultantes. En este contexto, es de esperar que los tipos de cambio oscilen sin generar protecciones eficientes para ningún sector, procesos inflacionarios basados en la inflexibilidad de precios a la baja, y puja distributiva impulsada por la necesidad de los trabajadores de determinar un tipo de cambio adecuado en términos sociales.

Decíamos que era “casi” el peor escenario, debido a que es posible posponer los ajustes cambiarios (y reales) que impone el modelo vía endeudamiento externo, incrementando el gap entre el tipo de cambio necesario de corto plazo y el de largo (al cual se le sumarán los intereses de la deuda externa). Un modelo que base su estabilidad financiera de corto plazo en la afluencia de capitales, bajo la forma de endeudamiento en divisas y/o carry trade, genera inestabilidad de largo plazo. Es decir, un modelo de financiamiento vía cuenta capital amplía el gap intertemporal del tipo de cambio financiero.

Vale destacar respecto el carry trade, que no existe evidencia empírica de que el aumento de tasa de interés doméstica atraiga, en Latinoamérica, inversores internacionales que decidan invertir en activos con riesgo cambiario. Sin embargo, es posible que un aumento considerable de la tasa de interés induzca a los privados nacionales a emitir pasivos nominados en moneda extranjera, con las implicancias de inestabilidad financiera que los mismos suponen para los balances, y la necesidad de contar con las divisas necesarias a nivel país para proveer el repago de la deuda externa de los agen-

tes privados. Incluso, aún funcionando, mejoraría las condiciones de liquidez a costas de empeorar necesariamente las de solvencia (en muchos casos, incluso, con plazos mucho menos favorables que los de la deuda externa). Los aumentos de tasa de interés, tan solo logran aumentar la masa de capital líquido potencialmente dolarizable.

Dicho esto, queda claro que, además, existe un problema de consistencia esencial en el largo plazo de los modelos aperturistas y liberalizadores: el incremento de la deuda externa, producto de la unificación de los tipos de cambio, genera un creciente gap respecto del tipo de cambio financiero de largo plazo.

O sea, aunque la política económica se orienta hacia modelos de gestión de los tipos de cambio comerciales, es extremadamente dudoso que modelos basados en la apertura de cuenta capital sean efectivos a la hora de permitir un modelo de desarrollo sostenido.

¿Cuál sería la receta para generar niveles de estabilidad financiera que eviten los usuales saltos cambiarios con sus respectivos ajustes? Para empezar, la mejora de las condiciones de largo plazo debe trabajarse desde una mejora estructural de las exportaciones netas, que implica necesariamente dos procesos: el de industrialización y el de internacionalización de la industrialización. Al respecto, un buen número de autores han trabajado esta temática, y la misma excede sobradamente los objetivos del presente texto. En particular, refiriéndonos a la principal conclusión de nuestra exposición, entendemos que a mayor excedente dolarizable, mayor será el tipo de cambio real (comercial) necesario para ajustar las importaciones y destinar el excedente externo a la dolarización. O sea, a mayor excedente, mayor ajuste. Por lo tanto, debe trabajarse sobre el excedente exteriorizable de largo plazo en dos sentidos. El endeudamiento externo (paliativo temporal para la dolarización del excedente) debe ser controlado de manera responsable, evitando que el mismo alcance niveles de insolvencia manifiestos. La elección de acreedores, los plazos de endeudamiento, el monto absoluto y su relación con el producto o las reservas, el interés comprometido y diversas cuestiones que hacen al tipo de endeudamiento son fundamentales para neutralizar parte del efecto de desestabilización de largo plazo que impone la deuda en divisas a las economías periféricas.

Por último, pero tal vez lo más importante, parte del excedente –o residuo generado por los resultados de la propia actividad económica local– que tiende a dolarizarse en el largo plazo puede ser mermada de manera significativa a medida que se logra mejorar la distribución del ingreso. Con esto nos referimos a que el componente de ahorro que incluye el excedente puede ser moderado a medida que la proporción del ingreso nacional que se apropian los sectores populares crece, esto por el simple hecho de que los mismos tienen una propensión a ahorrar mucho menor. Puesto al revés, su propensión a consolidar un mercado interno sólido permite achicar la brecha intertemporal y consolidar un modelo más solvente en el largo plazo.

Bibliografía

- Abeles, M. & M. Borzel (2004). *Metas de inflación: implicancias para el desarrollo*. CEFIDAR.
- (2010). *El Régimen bajo Presión: los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom en los precios internacionales de materias primas*. CEFIDAR.
- Aglietta, M. & A. Orléan (1990). *La violencia de la moneda*, Siglo XXI.
- (2002). *La moneda entre violencia y confianza*. Odile Jacob.
- Arceo, E. (2005). "El impacto de la globalización en la periférica y las nuevas y viejas formas de la dependencia en América Latina". Cuadernos del CENDES, 22(60).
- Arias, F; D. Garrido; D. Parra & H. Rincon (2013) "Do the different types of capital flows respond to the same fundamentals and in the same degree? Recent evidence for emerging markets". Bank of International Settlements.
- Basualdo, E. & M. Kulfas (2002). *Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina*. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.
- Basualdo, E. (2003). *Las reformas estructurales y el plan de convertibilidad durante la década de los noventa: el auge y la crisis de la valorización financiera*. FLACSO, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Sede Argentina.
- Berrettoni, D. & S. Castresana (2009). "Elasticidades de comercio de Argentina para el período 1993-2008". Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, XLIV Reunión Anual, Mendoza, Noviembre, pp. 1-14.
- Blanchard, O. & D. Pérez Pérez Enrri (2002). *Macroeconomía. Teoría y política económica con aplicaciones a América Latina* Perú. Prentice Hall.
- Bustillo, I. & H. Velloso (2012). *La montaña rusa del financiamiento externo El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012*. CEPAL.
- Canitrot A. (1983). "El salario real y la restricción externa de la economía", Desarrollo Económico, vol. 23, nro. 91.

- Canitrot A. (1975). “*La experiencia populista de redistribución de ingresos*”, Desarrollo Económico, vol. 15, nro. 59.
- Chesnais, Francois (2001). *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*. Editorial Losada SA. Argentina.
- Clinton, K. & J. F. Perrault (2001). “*Metas de inflación y tipos de cambio flexibles en economías emergentes*”; Traducción del artículo «On inflation targeting and flexible exchange rates for emerging market countries», del Departamento de Asuntos Internacionales del Banco de Canadá; versión digital del Banco Central de Reserva del Perú.
- De Lucchi, M. (2012). *El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena: reflexiones sobre la convertibilidad y pos-convertibilidad Argentina*. CEFIDAR.
- Diamand, M. (1973). *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. Paidós.
- Diamand M. (1972). *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*, Desarrollo Económico, vol. 12, nro. 45.
- Dornbusch, R. (1993). *La macroeconomía de una economía abierta*. Bosch. Barcelona.
- Eatwell, J. & L. Taylor (2005). *Finanzas Globales en Riesgo*. Siglo XXI Editores.
- Gaggero, J.; A. Gaggero & M. Rua (2014) “*Fuga de capitales III Argentina 2002-2012. Magnitudes, Evolución, Políticas Públicas y cuestiones fiscales relevantes*”. Documento de Trabajo CEFID-AR, nro. 57.
- Gonzalves, R.; M. Carcanholo; L. Filgueiras & E. Pinto (2009). “*Vulnerabilidad estructural externa en América Latina*”. En Arceo, E., & Basualdo, E. (eds.) Los condicionantes de la crisis en América Latina. CLACSO. Argentina.
- Graeber, D. (2011). *Debt: The first 5.000 years*. Melville House Publishing.
- Hayes, M G. (2012). “*Ingham and Keynes on the nature of money*”. PKSG, Working Paper, 1209.
- Kamin, S. (1991) *Argentina's experience with parallel exchange markets: 1981-1990*. Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Keynes, J.M. (2003). *Teoría general del empleo, del interés y de la moneda* (1936). Fondo de Cultura Económica.
- Knapp, G. F. (1924). *The state theory of money*. Translated by HM Lucas and J. Bonar. Macmillan & Company.
- Koo, R. C. (2012). “*El mundo en recesión de balances: causas, cura y políticas*”. Relaciones Internacionales, nro. 21. GERI – UAM – España. Disponible en: <http://www.relacionesinternacionales.info/ojs/article/view/388.html>
- López, R. & P. Mareso (2014). *Racionamiento de crédito en un marco de dinero pasivo y preferencia por la liquidez de los bancos*. CEFIDAR.
- Maresso, P. & E. Malic (2015). *El Rol de las agencias de riesgo crediticio en la última oleada de capitales hacia América Latina y sus implicancias para la política económica*. CEFIDAR.
- Marshall, A. (2006). *Principios de Economía* (1890). Síntesis.
- Mc Kinnon, Ronald I. (2003). “*The world dollar standard and it's crisis-prone preiphery: new rules for de game*”. Indian Council for Research on International Economic Relations.
- Melo, J. (2012). “*La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta*”; Ensayos de economía, nro. 41. Universidad Nacional de Colombia.
- Medeiros, Carlos. (2008). “*Financial dependency and growth cycles in Latin American countries*”. Journal of Post Keynesian Economics, vol. 31, nro. 1, pp. 79-99
- Medici, F, D.T. Panigo: A. I. Garriz & P. Gallo (2012). “*Una primera aproximación al análisis sobre la importancia de la renta agropecuaria en la dinámica de la Formación de Activos Externos de Argentina (2002-2012)*”. IV Congreso Anual AEDA, Buenos Aires.
- Minsky, H. P. (1992). “*La hipótesis de la inestabilidad financiera*”. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College (Documento de Trabajo nro. 74); Traducido por Jorge Bielsa - Universidad de Zaragoza; España; disponible en: http://revistaeconomiacritica.org/sites/default/files/revistas/n9/14_Hyman_Minsky.pdf
- Mishkin, F. S. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. 8° Edición. Adison Wesley.
- Ocampo J.A. (2011). “*¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante*

- la crisis global?*”, Ensayos económicos del BCRA, volumen 61-62.
- Olivera J.H.G. (1991). “*Equilibrio social, equilibrio de mercado e inflación estructural*”, Desarrollo Económico, vol. 30, nro. 120.
- Olivera J.H.G. (1983). “*Dinero Pasivo Internacional y Hegemonía Monetaria*”. Desarrollo Económico, vol. 23, nro. 89.
- Patnaik, P. (2002). “*Globalization of capital and terms of trade movements*” *Centre for economic studies and planning*. Jawaharlal Nehru University, New Dehli.
- Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. CEPAL.
- Rua, M. (2014). “*Fuga de capitales V. Los facilitadores y sus modos de acción*” Documento de Trabajo CEFID-AR, nro. 60.
- Simmel, G. (1976). *Filosofía del dinero (1958)*. Instituto de Estudios Políticos.
- Wray, R. L. (2008): “*Financiarización y burbuja especulativa en materias primas*”; Public Policy Brief. Nueva York, nro. 96
- Wray, L. R. (1998). *Understanding modern money*. Edward Elgar Publishing Limited.

Control de cambios en perspectiva histórica: el caso argentino luego de Bretton Woods

por Santiago GAHN¹

I. Introducción

En economías periféricas como la Argentina, es común que la insuficiencia de divisas sea causante de los desequilibrios del sector externo, que terminan originando una devaluación regresiva y, en la mayoría de los casos, recesiva (Alexander, 1952; Ferrer, 1963; Díaz Alejandro, 1963; Krugman y Taylor, 1978; Fiorito y Amico, en esta obra); generando ciclos conocidos en la literatura como *stop and go* (Braun y Joy, 1968). Dado que el tipo de matriz productiva de los países periféricos los obliga a recurrir en importaciones de bienes de capital e insumos, el abastecimiento de divisas tiene una importancia vital para el desarrollo de un país (Diamand, 2010 [1973]), ya que la falta de divisas no solo impacta en el ciclo sino también en la tendencia de crecimiento de largo plazo. He aquí donde el control de cambios yace como una herramienta importante para el cumplimiento de este objetivo.

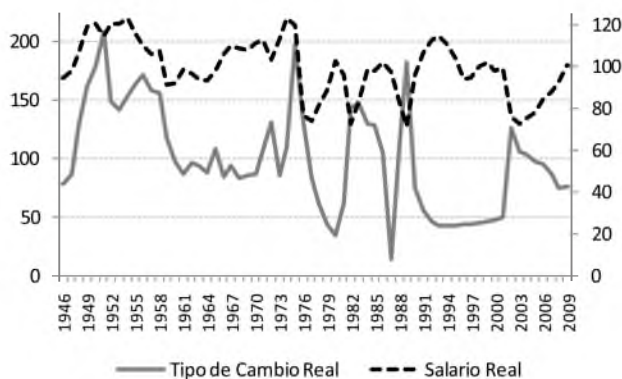
La experiencia argentina reciente nos lleva a rediscutir la utilización de controles cambiarios como herramienta de política económica. La última vez que se impuso el control de cambios en Argentina fue el 31 de Octubre de 2011 a través de la resolución 3210 de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), en un contexto donde el país no tenía la capacidad de endeudarse —al menos tradicionalmente— en el exterior, la dolarización de carteras/formación de activos externos se potenciaba y existía un conflicto creciente con el

¹ Departamento de Economía, Università degli Studi di Roma Tre.

sector agroexportador desde el año 2008, derivado de la intención de aumentar los impuestos a la exportación de cereales con el objetivo de abaratar el precio de los alimentos (Resolución 125/08 del Ministerio de Economía y Producción de la Nación).

Frente a la decisión de sostener cierta distribución del ingreso, en un contexto de puja distributiva más intensa, se decidió, también, mantener la tasa de interés dentro de ciertos márgenes. Por lo que, dada la variable distributiva salario real como exógena, las otras dos variables distributivas —o que regulan la distribución, es decir, la tasa de interés y el tipo de cambio— fueron definidas por el Banco Central de manera simultánea a través del control de cambios. En definitiva, dada la conocida relación inversa entre salarios reales y tipo de cambio real (Sraffa, 1927; Crespo & Lazzarini, 2012; Crespo, 2013; Crespo & Lazzarini, 2015; Dvoskin & Feldman, 2015; Ianni, 2016; García Díaz y Rosanovich, en este libro), como se observa en la Gráfico 1, el Banco Central optó por sostener la distribución en un nivel dado.

Gráfico 1. Relación entre tipo de cambio real y salario real en Argentina (1946 – 2009).



Fuente: elaboración propia en base a Ferreres (2005), Graña y Kennedy (2008) y Gerchunoff y Rapetti (2016).

Cuando se analiza la historia argentina, se observa que como consecuencia de estos controles surgió un tipo de cambio paralelo que, dependiendo de las circunstancias, ha sido reconocido legalmente,

oficiando de tipo de cambio múltiple oficial, o se lo ha sostenido de manera ilegal. En principio, siguiendo a autores estructuralistas latinoamericanos, este tipo de cambio paralelo, si implica una brecha cambiaria muy amplia, podría derivar en un proceso insostenible en términos de acumulación de reservas (Diamand, 2010 [1973]; Canitrot, 1983) y en un posterior abandono de los controles.

Tres son los objetivos de este trabajo. En primer lugar, brindar una explicación que de cuenta de las razones por las cuales surge el control de cambios. Posteriormente, dilucidar empíricamente su origen y si, luego de la ruptura del acuerdo de Bretton Woods, el tipo de cambio oficial puede ser completamente independiente del nivel de brecha cambiaria para el caso argentino.

En el primer inciso se introducirán los motivos por los cuales se implementa el control de cambios como herramienta de política económica. Luego de realizar, en el segundo inciso, una breve descripción sobre la historia de los controles cambiarios en Argentina, se estudiarán sus implicancias para esta economía, principalmente, el surgimiento de un tipo de cambio paralelo. Un primer aporte original de este trabajo consistirá en presentar evidencia empírica para el caso argentino sobre el origen de la brecha cambiaria, demostrando que la implementación de restricciones cambiarias da origen a un tipo de cambio paralelo.

En el último apartado, se analizaran los impactos de la brecha cambiaria sobre la política cambiaria. Aquí yace la principal contribución de este trabajo: un análisis econométrico que muestre la causalidad en sentido temporal del tipo de cambio “paralelo” respecto de la evolución del tipo de cambio oficial, y, más tarde, la brecha cambiaria como posible atractora del tipo de cambio oficial mediante un modelo autorregresivo con umbrales (TAR).

II. Restricciones de cambio: motivos para su imposición

El objetivo del control de cambios es influir en el valor de la moneda doméstica (Whittlesey, 1932; Ohlin, 1937), evitando fluctuaciones indeseables, mediante la estimulación (restricción) del ingreso (salida)

de capitales (Bloomfield, 1946). En la literatura se podrían encontrar dos motivos por el cual se instauraría el control de cambios:

1. Motivo político-económico

2. Motivo político-estratégico¹

El primero se refiere a la defensa de cierta distribución del ingreso, o en otras palabras, de la paridad del tipo de cambio en un nivel específico decidido por la autoridad monetaria en relación a los salarios (o a la relación de precios relativos de un sector protegido frente a otro que compite internacionalmente). El segundo se refiere a la capacidad del país de abastecerse de divisas para financiar, por ejemplo, posibles importaciones de insumos específicos (como puede ocurrir durante el desarrollo de un conflicto bélico) o pagar deuda².

Para el primer caso, existe vasta literatura en torno a la aplicación de controles para evitar el ingreso de capitales especulativos que generan presión por una apreciación del tipo de cambio³; pero en menor medida, la que se refiere a la aplicación de restricciones cambiarias en contextos de crisis de balanza de pagos y/o fuerte fuga de capitales (Saborowski et al., 2014). Marcelo Diamand (2010 [1973], p.57) denomina a la limitación externa postergada por los controles como “restricción externa implícita”.

En términos teóricos, tanto una devaluación como una deflación pueden generar un equilibrio en el sector externo⁴, aunque tal vez el resultado se encuentre en las antípodas de la distribución del ingreso que desee el gobierno de turno⁵. Si bien hay otras formas de soste-

1 El control de cambios en Canadá en el año 1939 se impuso por ambos motivos; esto puede encontrar en Avison (1940) y en Gibbons (1953). El motivo estratégico-político se encuentra en Clayton (1953) cuando analiza el control de cambios británico.

2 Como fue el caso de Argentina a principios de los años '30 (Prebisch, 1944; Beveraggi Allende, 1954) y el de Bulgaria luego de firmar el tratado de Neuilly-sur-Seine en 1919 (Nenovsky et al., 2007).

3 Un trabajo emblemático en este sentido es el de Ostry et al. (2010).

4 A través de una recesión (ver el capítulo 3 en esta obra)

5 Determinantes políticos en el rechazo de un gobierno hacia políticas devaluacionistas se pueden notar en Dornbusch (1986) quien hace referencia a las dificultades políticas que han

ner, teóricamente, la distribución del ingreso (mediante, por ejemplo, políticas fiscales), en general, frente a crisis en el sector externo no alcanza con medidas fiscales que compensen los cambios en la distribución del ingreso (Vernengo y Rochon, 2000), sumado a la dificultad, en caso de liberar el mercado cambiario, de estabilizar los precios.

Resulta importante entender que las restricciones de cambio surgen como una herramienta alternativa, en contextos de déficit (superávit) de cuenta corriente, a la devaluación (apreciación) de la moneda doméstica (Ellis, 1947; Alexander, 1950; Klein, 1963⁶; Child, 1968; Epstein, 2012). Alternativamente, estas restricciones surgen como una alternativa a la suba (baja) de las tasas de interés domésticas⁷.

III. Breve historia del control de cambios en Argentina⁸

• Período 1914-2002

En la República Argentina, el control de cambios apareció por primera vez a comienzos de del siglo XX al iniciarse la Primera Guerra Mundial. Esta medida se adoptó desde el año 1914 hasta el

tenido algunos gobiernos a la hora de devaluar la moneda. Behdad (1988), por otra parte, comenta el caso particular del proceso post-revolucionario en la República Islámica de Irán (IRI) donde se impusieron controles a fin de evitar la fuga de capitales, criticando la postura neodesarrollista (sobre neodesarrollismo ver Fiorito et al., 2015); el autor comenta que una devaluación genera un intenso descontento público. Para el caso argentino, la alianza entre la fracción débil de la burguesía urbana y los sectores populares sostiene el fortalecimiento del mercado interno, y por lo tanto, comparte un espíritu antidevaluacionista (O'Donnell, 1977).

6 Citado en Diamand (2010 [1973], pp. 90).

7 Se podrían citar varios autores, bajo diferentes perspectivas, que sostienen este argumento. Algunos de ellos son: Prebisch (1944), Tinbergen (1956), Fleming & Fleming (1968), Keynes (1971), Diamand (1984), Dornbusch (1986), Kiguel y O'Connell (1995), Vernengo y Rochon (2000), Radaelli (2002), Epstein (2012), Garay y González (2012), Straetmans et al. (2013), entre otros.

8 La parte histórica de esta sección está basada en Olarra Jiménez (1968), Kock (1941 [1939]), Prebisch (1944), Beveraggi Allende (1954), FIEL (1989) y Kamin (1991).

año 1925. Más tarde, la Comisión de Control de Cambios surgió mediante un decreto del Poder Ejecutivo el 10 de octubre del año 1931 bajo el gobierno conservador (de facto) de José Félix Uriburu, tres semanas después que Gran Bretaña abandonara el patrón oro. A partir de ese momento, los controles, en Argentina, han sido intermitentes dependiendo de las condiciones externas y, también, de las condiciones políticas e institucionales internas.

Durante la puesta en funcionamiento de la Comisión de Control de Cambios en el año 1931, la situación internacional era crítica, ya que debido a la Gran Depresión las ventas externas del país se habían deteriorado profundamente llevando a un agudo déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, sumado a una mala cosecha en la temporada del año 1930. El control de cambios fue una respuesta a tales circunstancias; ya en funciones para noviembre de 1931, algunas medidas fueron las siguientes:

- a. Las transacciones de cambio debían hacerse en bancos especialmente autorizados por la Comisión de Control de Cambios.
- b. Los exportadores quedaban obligados a entregar todas sus divisas.
- c. Se racionó el pago de las importaciones y se limitó los giros a través de permisos, aunque no se limitaron las importaciones en sí.
- d. Se fijó el tipo de cambio.

Contemporáneamente, la cotización del tipo de cambio en el mercado paralelo se elevó al punto en que la brecha llegó al 40% para el período 1932-1933.

La prioridad en la utilización de divisas era, por orden de jerarquía, el pago de la deuda; materias primas para industrias locales, combustible y bienes de consumo indispensables; remesas de inmigrantes y gastos por turismo; mercaderías no esenciales; y, por último, cancelación de débitos comerciales atrasados.

Cuando Federico Pinedo asume al frente del Ministerio de Hacienda el 20 de agosto de 1933 se realizaron algunas modificaciones en el esquema, entre ellas:

- a. Se establecen los permisos previos de importación, limitando en sí las importaciones.
- b. Se desdobló el tipo de cambio, creando un sistema de tipos de cambio múltiples: el tipo más alto era libre, mientras que el más bajo era fijo; en este último se liquidaba una parte de las exportaciones tradicionales (a través de aforos), mientras que en el primero se liquidaban las exportaciones no tradicionales y el resto de las tradicionales en exceso del aforo.

En esta nueva etapa de control, los pagos al exterior y los flujos de capitales no serían entorpecidos. Hacia el año 1936, el sostenido influjo de fondos achicó la brecha cambiaria e incluso le permitió al gobierno apreciar el tipo de cambio oficial. Finalmente, se eliminó el régimen de licitaciones de divisas.

Sin embargo, en 1938, el flujo internacional de capitales sufrió una dramática reversión, por lo que se tomaron las siguientes medidas, similares a las de 1933:

- a. Se restringieron los permisos de cambio, especialmente en relación a las importaciones.
- b. Se suspendió el otorgamiento de permisos previos para bienes que no eran prioritarios.
- c. Se suprimieron las importaciones en el mercado libre y se las incorporó al oficial, aunque sujetas a los permisos previos de importación.
- d. Se establecieron 3 tipos de cambio: uno vendedor oficial a m\$n17⁹, uno vendedor oficial para importaciones a m\$n20, uno comprador oficial a m\$n15 y, por último, uno libre para las transacciones financieras y las exportaciones no tradicionales que fluctuaba en torno a m\$n20 por libra esterlina.

Para estos momentos, el control de cambios era una herramienta que, en parte, daba lugar al bilateralismo comercial que comenzaba a desarrollarse a nivel mundial.

⁹ Por libra.

A mediados de 1941, se liberó el permiso previo para el 80% de las importaciones y se eliminaron las restricciones cuantitativas sobre ellas el 6 de junio de 1941. La oficina de Control de Cambios que pertenecía al Ministerio de Hacienda pasó de depender del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Durante los primeros meses del año 1943, el gobierno decretó el establecimiento de un permiso para todos los movimientos de entrada o salida de fondos (debían permanecer 90 días en los bancos, con un encaje del 100% mientras se evaluaba la autorización a ingresar).

A fines de 1945 se eliminó el régimen de aforos, obligando a los exportadores a liquidar el 100% de la producción al tipo de cambio oficial comprador. De 1943 a 1948 el esquema de tipos de cambio múltiple (respecto del dólar) fue el siguiente:

Cuadro 1. Régimen cambiario en Argentina 1943-1948

Tipo de Cambio	Especificidad	Cotización
Comprador	- Básico	3,36
	- Preferencial	3,98
Vendedor	- Básico	4,23
	- Preferencial	3,73
Corporación para la Promoción del Intercambio	- A	4,55
	- B	4,85
Licitaciones		4,94

Fuente: FIEL (1989), en base a Techint.

En noviembre de 1946, el gobierno decidió establecer un control selectivo de importaciones, a través del cual los permisos de importación se sometían a un estudio, sumado al restablecimiento de las cuotas de importación. En enero de 1947, esta medida se profundizó sometiendo todas las importaciones a los permisos previos de importación, ya no habría mercado libre para las importaciones. En agosto de 1947 se suspendió el otorgamiento de permisos para algunas importaciones.

Ante la inminente crisis del sector externo , en 1949 se fijó un tipo de cambio especial con el objetivo de estimular la exportación de algunos productos industriales. Los permisos de importación pasaron a ser rigurosamente selectivos. El esquema de tipo de cambios múltiples se mantuvo pero se modificaron sus cotizaciones.

Cuadro 2. Régimen cambiario en Argentina 1949.

Tipo de Cambio	Especificidad		Cotización
Comprador	- Básico - Preferencial		3,36
		A	4,83
		B	5,73
Vendedor	- Básico - Preferencial		6,09
		A	3,73
		B	5,37

Fuente: FIEL (1989), en base a Techint.

Para 1950, se instauró la concesión de permisos por el sistema de pago diferido y la importación sin uso de divisas, dos formas de incentivar el endeudamiento privado con el exterior. Por otra parte, se suprimió el régimen de licitaciones instaurado en 1949 y se devaluó el peso, quedando los tipos de cambio, para 1952, de la siguiente manera:

Cuadro 3. Régimen cambiario en Argentina 1950

Tipo de Cambio	Especificidad	Cotización
Comprador	- Básico	5,00
	- Preferencial	7,50
Vendedor	- Básico	7,50
	- Preferencial	5,00

Fuente: FIEL (1989), en base a Techint.

En general, el mismo esquema se mantuvo hasta el año 1955. Luego de derrocar al gobierno democrático del General Juan Domingo Perón, la autodenominada Revolución Libertadora (gobierno de facto) tomó las siguientes medidas:

- a. Devaluación y unificación cambiaria a la paridad m\$18 por dólar estadounidense.
- b. Recreación de un mercado libre.
- c. Libre movilidad internacional para todos los fondos y las transferencias financieras.
- d. Reimplantación del régimen de aforo para exportaciones.
- e. Incorporación de Argentina al Fondo Monetario Internacional (FMI).

El 30 de diciembre de 1958, bajo el gobierno de Arturo Frondizi, se deroga el régimen de cupos y permisos de importación, de liquidación obligatoria de divisas provenientes de la exportación y de tratamiento cambiario diferencial de los productos de exportación e importación. Por otro lado, se removieron los controles que todavía existían sobre los movimientos de capitales, eliminando totalmente el control financiero que había surgido en 1943.

De todas maneras, existían todavía recargos a las importaciones sobre productos no esenciales, y se mantuvieron tanto el régimen de

depósitos previos de importación como retenciones a la exportación de alimentos.

A principios de los sesenta, el gobierno tomó nuevas medidas:

- a. En abril de 1963, se obligó a los exportadores a liquidar las divisas provenientes de la exportación a los diez días de haber embarcado la mercadería.
- b. Para noviembre de 1963, se prohibió la importación de artículos considerados prescindibles.
- c. A principios de 1965, se reimplantaron los depósitos previos.
- d. En materia financiera, se prohibió que las instituciones financieras aceptaran depósitos en moneda extranjera de residentes; las transferencias al extranjero quedaron sujetas al cumplimiento de determinadas condiciones de legitimidad, así como se limitaron los gastos en moneda extranjera para gastos en el exterior (viajes, estudios en el exterior, etc.).

Estas medidas generaron, nuevamente, la aparición de un tipo de cambio paralelo.

En el contexto del plan de estabilización de marzo de 1967, donde la devaluación del peso alcanzó el 40%, se liberó todo requisito a los movimientos de fondos con el exterior, se abolió la obligación de liquidar las divisas provenientes de la exportación en un plazo determinado, se desarmó el régimen de supervisión y aprobación oficial sobre las importaciones, se redujo la lista de mercaderías que debían cumplir con el depósito previo de importación y, en materia financiera, se autorizó a los bancos a recibir depósitos en moneda extranjera. Finalmente, se estableció un arancel a las exportaciones con el fin de atenuar la suba de precios de los alimentos derivada de la devaluación.

En el año 1970, Aldo Ferrer asumió como Ministro de Economía y, entre otras medidas, se decidió instaurar una forma de control de capitales, ya que se requería previa autorización del BCRA para invertir y colocar fondos en el exterior.

Luego del “Viborazo” en 1971, la asunción de Lanusse como Presidente de la Nación (de facto), y la suspensión de la convertibilidad del dólar en Estados Unidos, que desató una fuga de capitales en

Argentina, se decidió reinstaurar el control de cambios en septiembre de dicho año. Junto a él se desdobló el mercado de cambios en un tipo de cambio oficial comercial y uno financiero, se implantaron impuestos adicionales a las importaciones y continuaron las restricciones a la salida de fondos impuestas en 1970. Más tarde, las férreas intervenciones del BCRA en el mercado financiero llevaron al mercado cambiario a tener tres cotizaciones: la oficial comercial, la oficial financiera y el mercado paralelo que flotaba libremente. Poco a poco, fue cada vez mayor la proporción de exportaciones que se liquidaban en el mercado financiero.

En el marco de un contexto social y político en el cual el conflicto se recrudecía, el régimen cambiario se sostuvo hasta marzo de 1975 cuando el gobierno decidió una devaluación del 100% en el tipo de cambio comercial oficial y de un 50% en el mercado financiero oficial. En junio, la cotización de 10 pesos por dólar pasó a 23,3 pesos por dólar para el tipo de cambio comercial y a \$27,59 en el financiero, instaurando una segunda maxi devaluación en menos de tres meses.

En marzo de 1976, con la llegada de la última dictadura cívico-militar, José Alfredo Martínez de Hoz se hizo cargo del Ministerio de Economía de la Nación. Para noviembre de ese año, se reunificó el mercado de cambios, se redujeron los derechos de exportación y los impuestos a la importación y se eliminó el régimen de depósitos previos de importación.

En mayo de 1977, se liberalizaron las tasas de interés para los depósitos que trabajaron como atractoras de capital. En diciembre de 1978, la cuenta capital fue liberalizada completamente.

A principios de la década del ochenta se volvió al régimen de tipo de cambio dual, bajo la gestión de Lorenzo Sigaut. También se instauró un seguro de cambios para proteger a las firmas profundamente endeudadas en moneda externa de las devaluaciones del BCRA, generando un aumento drástico de la deuda externa.

Cuando Roberto Alemann, en enero de 1982, asumió en la cartera de Economía removió todos los controles de cambio, suspendió el programa de seguros de cambio y permitió flotar la cotización del dólar. Este experimento de liberalización se terminó con la declaración de guerra de Argentina al Reino Unido por el conflicto

bélico del Atlántico Sur: la comunidad financiera internacional dejó de financiar a la Argentina y la Comunidad Europea impuso restricciones al comercio, ejerciendo una fuerte presión sobre la balanza de pagos nacional. Sumado a esto, se desató nuevamente la fuga de capitales debido al conflicto.

Es así como, en abril de 1982, se volvieron a instaurar las restricciones cambiarias. Todas las ventas de moneda extranjera no autorizada por el BCRA fueron suspendidas. Esto derivó en la aparición de un tipo de cambio paralelo. El gobierno comenzó a pagar la deuda externa con bonos nominados en dólares a 10 años (BONEX).

Más tarde, Dagnino Pastore asumió al frente del Ministerio de Economía. Los controles fueron relajados, pero no eliminados y se desdobló el tipo de cambio nuevamente. La prioridad de esa gestión fue reducir el peso del endeudamiento privado de la economía nacional por lo que se pusieron toques máximos a las tasas de interés. Esto, como contracara, llevó a un aumento de la brecha cambiaria.

En septiembre se unificó el mercado de cambios, pero al seguir controlando los flujos de capitales, el mercado paralelo siguió existiendo.

Ya en democracia, en junio de 1985 se instaura el Plan Austral con el tipo de cambio como ancla nominal para el nivel de precios. Las tasas de interés subieron de manera persistente entre julio de 1985 y julio de 1986. En abril de 1986 se reinició el proceso de devaluaciones periódicas. En octubre de 1987, un nuevo tipo de cambio financiero fue autorizado para transacciones como turismo e inversión extranjera directa.

En agosto de 1988 se lanzó el Plan Primavera: se trasladaron todas las importaciones al tipo de cambio financiero-libre y el 50% de las exportaciones industriales. La intención era sostener el tipo de cambio financiero a una distancia no mayor al 25% del tipo de cambio comercial. Sin embargo, en febrero de 1989, luego de que se quedara exhausto de reservas, el BCRA dejó de intervenir en la cotización del tipo de cambio financiero. Como las exportaciones no se realizaban, se decidió ir trasladando parte de ellas al mercado financiero. A mediados de abril, se unificó el mercado de cambios nuevamente.

En julio de 1989, bajo la nueva administración, se lanza un plan muy similar al Plan Austral. Si bien el objetivo de unificación cambiaria se alcanzó para fines de 1989, recién en marzo de 1991 el gobierno logró fijar y sostener el tipo de cambio sin controles cambiarios.

En la etapa final de la Convertibilidad, el control de cambios también tuvo un rol protagónico. Para diciembre de 2001, la salida de capitales fue prohibida (Yeyati et al., 2004). Luego de la devaluación, los controles de capital fueron más laxos pero nunca se eliminaron completamente.

• **Período 2003 - 2015**

En los últimos años, a causa de las restricciones en el espacio de política que surgió de la crisis del sudeste asiático, se impulsó la idea, por parte de los países periféricos, de desarrollar estrategias e instituciones protectoras de futuros abusos sobre la autonomía y la soberanía; el objetivo explícito fue escapar de la órbita del Fondo Monetario Internacional (Kirshner, 2003). En este sentido, la Argentina, luego de la crisis económica, social y política de 2001, y del pago al FMI en 2005, decidió encarar una política sostenida de acumulación de reservas (Carrera et al., 2006) y de establecimiento de *swaps* con otros Bancos Centrales del mundo. Sin embargo, la caída en los términos de intercambio, la incapacidad de acceder al mercado internacional producto de la cesación de pagos sostenida por 10 años, sumado al aumento sostenido de la demanda sin la capacidad de realizar un cambio estructural llevaron a la economía argentina, una vez más, a tener dificultades en su sector externo, acercándose a la crisis de balanza de pagos.

Es por las razones comentadas anteriormente que se volvieron a aplicar restricciones cambiarias, tanto para fines comerciales como para fines especulativos o de ahorro. Fue el 31 de Octubre de 2011 a través de la resolución 3210 de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), en un contexto donde el país no tenía la capacidad de endeudarse en el exterior, la formación de activos externos se potenciaba y existía un conflicto creciente con el sector agroexportador desde el año 2008, derivado de la intención de aumentar los impuestos a la exportación de cereales (Resolución 125/08 del Ministerio de Economía y Producción de la Nación).

En febrero de 2012, se dictaminó que las empresas no podrían comprar divisas para remitir utilidades y dividendos. En mayo de 2012, La AFIP bloqueó de hecho la compra de dólares para el atesoramiento y anunció más controles a vendedores callejeros de divisas. Por otra parte, se estableció un régimen de información previa para la compra de divisas para viajes al exterior por razones de salud, estudios, congresos, conferencias, gestiones comerciales, deportes, actividades culturales, actividades científicas o turismo. Posteriormente, el 5 de julio de 2012, las restricciones a la compra de dólares se ampliaron mediante la comunicación “A” 5318. En ese momento, el Banco Central de la República Argentina prohibió, por tiempo indefinido, la compra de dólares estadounidenses u otras divisas extranjeras para atesoramiento o ahorro.

A partir del 27 de enero de 2014, los particulares cuyos ingresos estuvieran declarados ante la Administración Federal de Ingresos Públicos pudieron volver a adquirir divisas extranjeras para atesoramiento en bancos y casas de cambio, aunque por un monto equivalente al 20% de sus ingresos mensuales como límite. Era requisito excluyente para acceder al sistema de venta de divisas percibir por lo menos el equivalente a dos salarios mínimos (registrado).

Estas restricciones se mantuvieron hasta diciembre de 2015, momento en que bajo la nueva administración gubernamental se decidió relajar completamente las restricciones cambiarias.

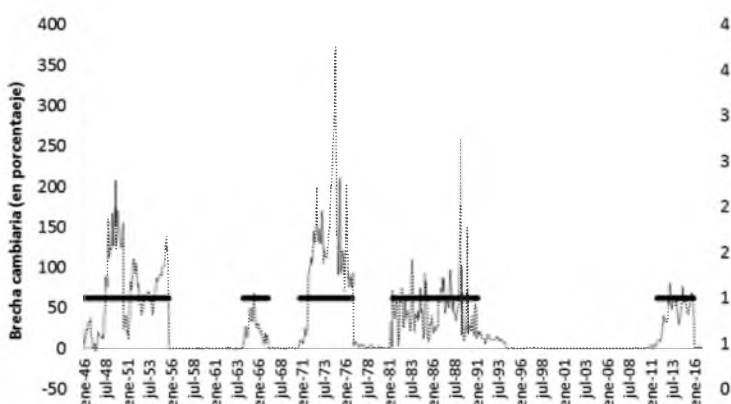
IV. Brecha cambiaria en Argentina: ¿una consecuencia del control de cambios?

En principio, siendo una de las hipótesis de este trabajo, la aparición de un tipo de cambio paralelo se debe a la existencia de controles cambiarios (en sentido estricto, o restricciones cambiarias)¹⁰, es decir,

10 Esta hipótesis es sostenida por un conjunto de autores, entre los cuales se puede mencionar a Aron y Elbadawi (1992), Acharyya (2001), Agénor (1990), Agénor y Ucer (1999), Bahmani-Oskooee y Goswami (2006), Caporale y Cerrato (2008), Diamandis et al. (2007), Dornbusch (1986), Edwards (1987), Fardmanesh y Douglas (2003), Kamin y Ghei (1996), Ghei y Kiguel (1992), Kiguel y O’Connell (1995), Kouretas y Zarangas (2001), Noorbakhsh y Shahrokhi (1993), Nowak (1984), Olgun (1984), Sheikh (1976), entre otros.

restricciones y limitaciones sobre la cantidad de divisas que los agentes económicos pueden adquirir, tanto para fines comerciales como para fines especulativos o de ahorro. La incapacidad de los agentes para comerciar una cantidad ilimitada de divisas en el mercado oficial (para el caso argentino, en la última década, el Mercado Único Libre de Cambios) da espacio a la creación de un mercado paralelo ilegal de divisas el cual presenta otra cotización diferente a la oficial.

Gráfico 2. Brecha (línea punteada) y restricciones cambiarias (línea sólida) en Argentina (1946-2016).



Fuente: elaboración propia en base a Reinhart y Rogoff (2004) y
Ámbito Financiero

Según lo mencionado, se observa en la Cuadro 4 que la brecha cambiaria (línea punteada) es contemporánea de las restricciones cambiarias (línea sólida). Sumado a esto, el promedio de la brecha cambiaria con controles es muy superior al promedio de la brecha sin ellos (Cuadro 4)¹¹.

¹¹ Si bien la brecha puede existir sin controles (restricciones cambiarias) en algunos períodos, esto se puede explicar como consecuencia de costos de transacción en la intermediación o costos de transacción para agentes que tranzan con dinero que surge de actividades ilícitas (incluso puede existir una brecha negativa) (Dornbusch, 1983).

Cuadro 4. Promedio de Brecha con y sin restricciones cambiarias.

Brecha promedio sin controles	3.13 %
Brecha promedio con controles	61.72 %

Fuente: elaboración propia en base a Reinhart y Rogoff (2004) y
Ámbito Financiero.

Para intentar dilucidar una respuesta en términos económicos a la contemporaneidad entre el control de cambios (en sentido estricto, o restricciones cambiarias) y la brecha cambiaria, que surge a partir de un tipo de cambio en el mercado paralelo e ilegal, se puede realizar un test de causalidad en sentido Granger¹². Aunque este test

12 J.C.W. Granger (1969) sugiere una noción de causalidad basada en la asimetría de los esquemas de correlación. La esencia de esta definición es que una variable x causa otra variable y si el conocimiento de los valores pasados de x permite un mejor pronóstico de y_t que el obtenido con un conjunto de información determinado (incluyendo valores pasados de y). Un rasgo importante de esta definición es que es susceptible de contrastación empírica. Dado un par de variables aleatorias $\{x, y\}$ siempre es posible evaluar cuál antecede a la otra a partir de la observación de la matriz de correlaciones desfasadas correspondientes. Es importante recalcar que se trata de una noción estadística de causalidad (precedencia temporal) y que, por lo tanto, no constituye un sustituto de la idea de causalidad prevaliente en el análisis económico. Se utilizará el procedimiento propuesto por T.J. Sargent (1976), que es derivado directamente de la definición de la causalidad de Granger. Similar al método de C.W.J. Granger (1969), se emplea una función de predicción lineal. En lo que sigue, sean x e y dos variables estacionarias. Para la prueba de la causalidad sencilla de x a y , se examina si los valores rezagados de x en la regresión de y sobre los valores rezagados de x e y reducen significativamente la varianza del error. Mediante el uso de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), se estiman las siguientes ecuaciones:

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{k1} \alpha_{11}^k y_{t-k} + \sum_{k=k_0}^{k2} \alpha_{12}^k x_{t-k} + u_{1,t}$$

$$x_t = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{k1} \alpha_{11}^k x_{t-k} + \sum_{k=k_0}^{k2} \alpha_{12}^k y_{t-k} + u_{1,t}$$

Con $k_0 = 1$. Un test F es aplicado para testear la hipótesis nula,

$$H_0: \alpha_{12}^1 = \alpha_{12}^2 = \dots = \alpha_{12}^{k2} = 0$$

Cambiando x e y , se puede testear si existe una relación causal simple de y a x . Existirá una relación de retroalimentación si la hipótesis nula es rechazada en ambas direcciones.

no permite hallar las relaciones de causalidad, que se definen en el marco de la teoría, sí permite analizar la información contenida en los datos, es decir, la correlación.

Utilizando el criterio BIC —Bayesian Information Criterion—, sabiendo que las dos variables son estacionarias (al 1% y al 5%), la es conveniente, de acuerdo con el criterio BIC, estimarla con 2 rezagos, mientras que el con 10 rezagos. El problema de utilizar muchos rezagos es que el test pierde potencia (Enders, 2004).

Cuadro 5. Causalidad en sentido Granger de controles cambiarios sobre brecha cambiaria.

<i>y</i>	<i>x</i>	<i>k</i> ₁	<i>k</i> ₂	<i>H</i> ₀ : <i>y</i> no causa <i>x</i>	<i>H</i> ₀ : <i>x</i> no causa <i>y</i>	<i>n</i>
<i>brecha</i>	<i>control</i>	2	2	0.17689 (0.8379)	9.06606 (0.0001)	838
		10	10	0.34753 (0.9676)	1.69651 (0.0772)	830

Fuente: elaboración propia.

De los resultados, desplegados en la Cuadro 5, se puede inferir que existe un alto nivel de significatividad por el cual se puede rechazar al como no causante en sentido de Granger de la (al 1% para 2 rezagos y al 10% para 10 rezagos), pero no viceversa¹³. Por lo que, al menos en sentido temporal, la hipótesis se verifica. Se podría concluir que el control de cambios (en sentido estricto, o restricciones cambiarias específicamente) causa la brecha cambiaria, y no a la inversa.

V. Hacia una política cambiaria sostenible

En base a lo descripto en las secciones anteriores, se podría concluir que el problema de sostenibilidad del tipo de cambio paralelo surge cuando los controles —junto al resto de la política económica—

¹³Ver Apéndice I.

generan un incentivo a dolarizar las carteras financieras, a que los exportadores no liquiden las divisas y a que los importadores adelanten importaciones. Estos efectos, en lugar de fortalecer las reservas internacionales y engrosar la cantidad de divisas, profundizan el problema externo. Este punto es muy importante, ya que los controles cambiarios se pueden interpretar no sólo como causantes del tipo de cambio paralelo, sino también como causa de una mayor escasez de divisas. Estos incentivos surgen, habitualmente, porque la rentabilidad efectiva en divisas dada por el diferencial de tasas de interés es menor a la rentabilidad esperada por la devaluación sumado al riesgo soberano.

Bajo la existencia de un mercado paralelo (tanto legal, como ilegal), a mayor brecha entre las cotizaciones, mayor el atractivo que ejercerá el arbitraje y menores las posibilidades de independizar el curso de la actividad económica de los saldos de la cuenta de capitales del balance de pagos (FIEL, 1989). En este sentido, se reconoce alguna efectividad de los controles en el corto plazo, aunque el grado de efectividad es muy vulnerable a la magnitud de la brecha entre los cambios oficial y paralelo, la eficacia de los mecanismos y costos de la separación de los mercados y las disponibilidades de crédito externo. Los factores que determina la dimensión del arbitraje serían:

1. Los costos de transacción.
2. La probabilidad de ser detectado.
3. La magnitud de la penalización¹⁴.

Si los costos de transacción no son significativos, o si los controles estatales son fuertemente permeables, los movimientos de capitales se filtrarán por la Cuenta Corriente/Balanza Comercial, tornando insostenible en el largo plazo el mantenimiento de los controles de cambio (FIEL, 1989).

Si el tipo de cambio paralelo pasa a estar por fuera de la órbita de la autoridad monetaria, se corre el riesgo de que pase a ser una

14 En el caso de Corea del Sur, las infracciones en materia de cambios podían ser castigadas con la pena de muerte (Chang, 2007); de igual manera en la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS) (Einzig, 1937).

variable atractora del tipo de cambio oficial, si es que los incentivos están alineados de manera tal de profundizar la escasez de divisas. Los controles por precio, en lugar de cantidades, podrían pasar a ser una alternativa. Para Prebisch (1944) hay sin duda posibilidades de evasiones tanto mayores cuanto mayor es la diferencia entre los tipos de los mercados oficial y libre.

Si los controles son efectivos, incluso el mecanismo podría ser virtuoso llevando a un proceso de acumulación de reservas. De lo contrario, es esperable que la brecha aumente aún más. En este punto, si el gobierno no quiere depreciar la moneda oficial (inevitable por la merma sistemática en sus reservas) no podrá alejar la brecha cambiaria más allá de determinado umbral. Este argumento se basa, en parte, en torno a la sugerencia de Marcelo Diamand en su libro *Escritos Económicos* donde concluye que,

“La distancia entre el tipo de cambio financiero y los tipos de cambio comerciales de base no debe ser demasiado reducida ni demasiado grande. Cuanto más alto es el precio del dólar financiero en relación con los tipos de cambio comerciales, más se desalientan los gastos en turismo hacia afuera, la fuga de capitales, las regalías, la subfacturación de los bienes altamente protegidos y el contrabando. Al mismo tiempo, en cambio, se alienta la subfacturación de exportaciones tradicionales y la sobrefacturación de importaciones desgravadas¹⁵ en las que el tipo de cambio comercial más el derecho de importación son más bajos que el cambio financiero. En definitiva, lo óptimo es un valor de transacción que, según la experiencia argentina, podría oscilar entre un 50% y 60% por sobre el tipo de cambio exportador agropecuario.” Diamand (2010 [1973], p. 191)

15 Es necesario aclarar que el proceso de subfacturación de exportaciones tradicionales y de sobrefacturación de importaciones, así como también la manipulación de los precios de transferencia, es parte de la lógica de lograr mayor rentabilidad por parte de los empresarios, por lo que este tipo de procesos son sistemáticos y recurrentes más allá del contexto cambiario.

También en el año 1984, el mismo autor expresó lo siguiente,

“El circuito financiero interno sigue vinculado con el externo a través del mercado paralelo de divisas. Este mercado, a su vez, se conecta con el oficial por vía de múltiples subfacturaciones y sobrefacturaciones. A través de ellas influye sobre el volumen de divisas que ingresa al Banco Central e indirectamente también sobre los precios internos de los productos exportables”. Diamand (1984, p. 35)

Por lo tanto, si la diferencia entre los tipos de cambio es muy amplia, la devaluación oficial será inminente. Entonces, ¿cuál podría ser el umbral de brecha ($\bar{x}$) que acelera la devaluación oficial ($\bar{d}$)? ¿Cuál sería el umbral que genera que el mercado paralelo ya no pueda combatirse mediante medidas policiales y que, finalmente, ejerza una atracción gravitatoria sobre el tipo de cambio oficial?

Adolfo Canitrot refiriéndose al gobierno de Raúl Alfonsín (1983-1989), en coincidencia con Diamand, comenta que:

“Es previsible que el futuro gobierno civil elabore una política de precios y salarios unificada, con una desaceleración progresiva de las tasas de inflación, y que el tipo de cambio se ajuste pasivamente a la evolución de aquéllos. Esto producirá un tipo de cambio oficial al lado del cual, inevitablemente, habrá un tipo de cambio negro. La cuestión es cuál de los dos mandará y condicionará al otro. El mercado negro puede ser combatido con medidas policiales, pero, finalmente, su capacidad de ejercer una atracción gravitatoria sobre el mercado oficial dependerá de su densidad y ésta estará en función inversa al grado de realismo, esto es, de respeto a las restricciones reales, de la propia política económica”. Canitrot (1983, p. 427)

En términos empíricos, el diferencial de tasas de interés y el tipo de cambio real ha sido testeado para múltiples países subdesarrollados, encontrando que tanto el tipo de cambio real como el diferencial de tasas de interés son significativos, el primero con signo negativo y el segundo con signo positivo. Para el caso argentino en

particular, Fishelson (1988) encontró que las variables se comportan de la manera esperada durante la década del setenta.

Sumado a esto, las restricciones cambiarias son la causa de la existencia de un tipo de cambio paralelo como se ha demostrado en la primera parte de este trabajo y es plausible suponer que a partir de cierto nivel del tipo de cambio paralelo (E^p) con respecto al nivel del tipo de cambio oficial (E^o), el primero puede pasar a ser un atractor del segundo¹⁶. Si se define a x como brecha cambiaria, en términos algebraicos,

$$x = E^p - E^o$$

Las causas y los grados de incidencia del tipo de cambio paralelo como atractor del tipo de cambio oficial han sido enunciados anteriormente. En resumen, los importadores adelantan las importaciones y los exportadores retrasan las exportaciones, llevando al desabastecimiento de divisas de la autoridad monetaria. Se considerará que existe un umbral, a partir del cual este desabastecimiento se hace efectivo. Por lo que, en términos algebraicos,

$$x \geq \tilde{x} \rightarrow E^o = f(E^p) \text{ con } f' > 0$$

Si el umbral efectivo (x) es mayor a un umbral dado ($\tilde{x}$), entonces el tipo de cambio oficial E^o pasa a ser función del tipo de cambio paralelo E^p . En el caso opuesto, siempre que la brecha se mantenga por debajo del umbral elegido, el tipo de cambio paralelo no ejercerá influencia sobre el tipo de cambio oficial, permitiendo su determinación por parte de la autoridad monetaria.

$$x < \tilde{x} \rightarrow E^o = \overline{E^o}$$

El impacto sobre la Balanza de Pagos se verificará a través de las exportaciones y las importaciones.

16 La causalidad en sentido de Granger entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo es analizada en el Apéndice II; los resultados en este sentido, permiten interpretar al tipo de cambio paralelo como posible atractor del tipo de cambio oficial, al menos de acuerdo a la causalidad en sentido de Granger. Por otro lado, las variables están cointegradas demostrando una relación de largo plazo, aunque, por cuestiones de espacio, esta demostración no fue incorporada en el apéndice.

$$BP = X(Y^*, x) - M(Y, x) + F(i)$$

Los exportadores retendrán sus exportaciones si consideran que la brecha está por arriba del umbral considerado como límite (o, al menos, intentarán evadir el mercado oficial), por lo que el nivel de las exportaciones caerá; mientras que, en este caso, el nivel de las importaciones aumentará.

$$\frac{\partial X}{\partial x} < 0 \text{ si } x \geq \bar{x}$$

$$\frac{\partial M}{\partial x} > 0 \text{ si } x \geq \bar{x}$$

En línea con esta subsección, en el próximo apartado se intentará hallar evidencia empírica sobre la existencia de un umbral de brecha cambiaria a partir del cual se acelera la devaluación del tipo de cambio oficial. La medición econométrica, basada en la información histórica sobre tipos de cambio para Argentina, se llevará a cabo utilizando la metodología TAR que será explicada a continuación.

• Umbrales de brecha que aceleran la devaluación: metodología y evidencia

La teoría económica en su conjunto sugiere que muchas variables exhiben un comportamiento no lineal (Enders, 2004). En este sentido, la construcción de especificaciones dinámicas no lineales es necesaria para dilucidar el comportamiento de las variables.

Un modelo no lineal que ha sido utilizado en la literatura es el conocido como Modelo Autorregresivo con Umbrales (*Threshold Autorregressive Model - TAR*). Un modelo de conmutación de régimen permite que el comportamiento de la variable explicada dependa del estado del sistema, como por ejemplo, la reacción de la inversión frente a tasas de utilización de la capacidad por arriba de la normal es diferente que la reacción de la inversión frente a tasas de utilización de la capacidad por debajo de la normal, por lo que una variable se comporta de manera diferente dependiendo de otras variables.

La mayoría de los modelos de conmutación de régimen son complejos de estimar. En este caso, se utilizará el método de Míni-

mos Cuadrados Ordinarios (*Ordinary Least Squares Method - OLS*) en base a Tong (2002). En la Figura siguiente se puede observar el modelo TAR simple que se ha construido en este caso.

$$\Delta \log (tco)_t = \begin{cases} \beta_0 + \beta_1 \Delta \log (tcp)_t + \beta_2 \cdot brecha_t + \varepsilon_{1t}, & brecha_t \geq \tilde{x} \\ \beta_0 + \beta_1 \Delta \log (tcp)_t + \beta_3 \cdot brecha_t + \varepsilon_{2t}, & brecha_t < \tilde{x} \end{cases}$$

Donde

tco es el tipo de cambio oficial desde septiembre de 1971 a diciembre de 2016.

tcp es el tipo de cambio paralelo desde septiembre de 1971 a diciembre de 2016.

$brecha$ es un promedio móvil de 6 meses (de t a $t - 6$) de la diferencia del logaritmo del tipo de cambio paralelo y el logaritmo del tipo de cambio oficial.

$\tilde{x}$ es el umbral que se detectará de manera endógena.

β_0 es una constante.

β_1 es un coeficiente.

β_2 es un coeficiente.

β_3 es un coeficiente.

ε_{1t} , ε_{2t} son los errores.

Aquí se puede pensar en la variable $brecha_t = \tilde{x}$ como un umbral. Dependiendo del lado del umbral en el que se encuentre el sistema, el resultado será diferente. Si bien $\{\Delta \log (tco)_t\}$ es lineal en cada uno de los diferentes regímenes, la posibilidad de conmutación permite expresar que la secuencia $\{\Delta \log (tco)_t\}$ como un todo es no lineal.

Otra variante común del modelo TAR es asumir que las varianzas de los términos de error son iguales [en este caso $(\varepsilon_{1t}) = var(\varepsilon_{2t})$]. Bajo estas circunstancias el modelo se podría escribir de la siguiente manera.

$$\Delta \log (tco)_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \log (tcp)_t + \beta_2 I_t brecha_t + \beta_3 (1 - I_t) brecha_t + \varepsilon_t$$

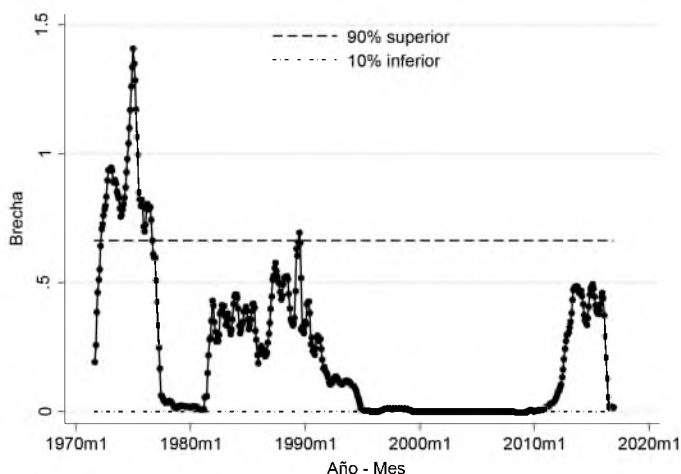
donde $I_t = 1$ si $brecha_t \geq \tilde{x}$ y $I_t = 0$ si $brecha_t < \tilde{x}$

En esta última ecuación, I_t es una función indicadora, o variable dummy, que toma valor 1 si $brecha_t$ es igual o está por arriba del umbral y valor 0 si $brecha_t$ está por debajo del umbral. Se esperaría que el tipo de cambio paralelo, como control, pueda captar, de manera significativa, todas las variables omitidas del modelo (por ejemplo, diferencial de tasas de interés) que no fueron incorporadas, dado que la información en series de tiempo de largo plazo que se encuentra en el Banco Central u otras instituciones es acotada. Por otro lado, se espera que el coeficiente que acompaña a la variable $brecha$ sea positivo y significativo cuando ésta es superior al umbral, y nulo cuando es inferior al umbral; de manera tal que los controles brinden un margen de acción a la autoridad monetaria, al menos dentro de ciertos parámetros (hasta llegar al umbral).

Hasta aquí se ha explicado el caso en el cual el valor del umbral es exógeno y conocido. En el caso que se analizará en adelante, el valor del umbral es desconocido por lo que se realizará una estimación del umbral de manera consistente, en base a Chan (2009). En este sentido, el umbral debe encontrarse entre el máximo y el mínimo de la distribución de observaciones, y por lo general, el 15% más alto y más bajo de la distribución se excluyen como umbrales potenciales, ya que se las consideran observaciones *outliers* que podrían sesgar los resultados. Para esta metodología, es preciso contar con un gran número de observaciones. Si la muestra es muy grande, se podría excluir solo al 10% superior e inferior; en este caso, se ha decidido aplicar la última opción.

Luego de la ruptura del acuerdo, durante el período 1971 – 2016, la brecha cambiaria se comportó de la siguiente manera y el umbral detectado endógenamente es del 65,62%.

Gráfico 3. Determinación del umbral para Argentina (1971-2016).



Fuente: elaboración propia.

Los resultados econométricos para 542 observaciones, donde la variabilidad explicada del modelo es del 44%, son los que se muestran a continuación.

Cuadro 6. Modelo TAR: determinación del umbral=65,62% para Argentina (1971-2016).

Variable	$\Delta \log(tco)$
brecha > umbral	0.05***
brecha < umbral	0.15***
$\Delta \log(tcp)$	0.52***
constante	-0.00
N	542
r^2	0.44

Fuente: elaboración propia.

De esto se deduce que para un umbral detectado endógenamente del 65,62% de brecha cambiaría bajo la metodología TAR, cambios

de 1% en la variable (promedio móvil de 6 meses) cuando ésta se encuentra por arriba del umbral implican cambios de 0.06% en el tipo de cambio oficial mientras que cuando la brecha se encuentra por debajo del umbral implican cambios de 0.15%.

Estos resultados indican que existiría escaso margen de maniobra para las autoridades monetarias, una vez instaurado el control de cambios, para determinar el tipo de cambio nominal oficial luego de la ruptura del acuerdo de Bretton Woods. Al parecer, el mayor flujo financiero internacional habría debilitado la capacidad de soberanía cambiaria de los países periféricos.

VI. Conclusiones

A la luz de la experiencia, que muestra que la escasez de divisas es un fenómeno recurrente en las economías periféricas, en este trabajo se ha intentado ahondar en algunas de las posibles implicancias de la imposición de un control de cambios en una economía periférica.

En primer lugar, se hizo una breve revisión de literatura en torno a los motivos que llevan a un gobierno a implementar el control de cambios. Luego, en el marco del caso argentino, se analizó el control de cambios en perspectiva histórica desde el año 1914 hasta el año 2015. En tercer lugar, se ha intentado demostrar empíricamente que el control de cambios, específicamente las restricciones cambiarias, es el origen de la aparición de un tipo de cambio paralelo, es decir, de una brecha cambiaria. Finalmente, se discutió y analizó los márgenes de política económica para utilizar el control de cambios luego de Bretton Woods.

Como conclusión, los resultados indicarían que, a partir de la ruptura del acuerdo de Bretton Woods, el creciente flujo financiero internacional ha reducido los márgenes de política cambiaria soberana en los países periféricos como la Argentina.

Bibliografía

- Acharyya, R. (2001). Exchange rate policy and black market premium on foreign exchange: Theory and evidence. *Economic and Political Weekly*, 1984-1990.
- Agénor, P. R. (1990). Parallel currency markets in developing countries: theory, evidence, and policy implications. *Evidence, and Policy Implications (December 1990). IMF Working Paper*, 1-52.
- Agénor, P. R., & Murat Ucer, E. (1999). Exchange market reform, inflation, and fiscal deficits. *The Journal of Policy Reform*, 3(1), 81-96.
- Alexander, S. S. (1950). Devaluation versus import restriction as an instrument for improving foreign trade balance. *Staff Papers-International Monetary Fund*, 1, 379-396.
- Alexander, S. S. (1952). Effects of a Devaluation on a Trade Balance. *Staff Papers-International Monetary Fund*, 2(2), 263-278.
- Aron, J., Elbadawi, I., & Mundial, B. (1992). *Parallel markets, the foreign exchange auction, and exchange rate unification in Zambia*. Country Economics Department, World Bank.
- Avison, T. L. (1940). The Canadian foreign exchange control board. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique*, 6(01), 56-60.
- Bahmani-Oskooee, M., Mebratu, S., & Goswami, G. G. (2006). Black market premium and income distribution. *The Journal of Developing Areas*, 39(2), 17-28.
- Beveraggi Allende, W. M. (1954). *El servicio del capital extranjero y el control de cambios; la experiencia Argentina de 1900 a 1943* (No. Thesis B571e). Harvard Univ., Boston (EUA).
- Bloomfield, A. I. (1946). Postwar control of international capital movements. *The American Economic Review*, 687-709.
- Braun, O., & Joy, L. (1968). A Model of Economic Stagnation-A Case Study of the Argentine Economy. *The Economic Journal*, 78(312), 868-887.
- Canitrot, A. (1983). El salario real y la restricción externa de la economía. *Desarrollo económico*, 23(91), 423-427.

- Caporale, G. M., & Cerrato, M. (2008). Black Market and Official Exchange Rates: Long-run Equilibrium and Short-run Dynamics. *Review of International Economics*, 16(3), 401-412.
- Carrera, J., Bastourre, D., e Ibarlucía, J. (2006). *La política económica de la acumulación de reservas: nueva evidencia internacional*. Banco Central de la República Argentina, Investigaciones Económicas (IE/BCRA).
- Chan, K. S. (2009). *Exploration of a nonlinear world*. World Scientific.
- Chang, H. J. (2007). ¿Qué fue del buen samaritano? (Vol. 25). Inter-món Oxfam Editorial.
- Child, F. C. (1968). Reform of a Trade and Payments Control System: The Case of Pakistan. *Economic Development and Cultural Change*, 16(4), 539-558.
- Crespo, E., & Lazzarini, A. (2012). Un modelo para interpretar las “Estructuras Productivas Desequilibradas”. In *Conferencia ESHET Argentina Países de Centro y Periferia: Lecciones de la historia económica y de la historia del pensamiento económico*. Buenos Aires: noviembre.
- Crespo, E. (2013). A teoria clássica do comércio internacional e dos termos de troca. Tesis doctoral. Universidad Federal de Río de Janeiro.
- Crespo, E., & Lazzarini, A. (2015). *A Reinterpretation of the ‘Unbalanced Productive Structures’*. M. García Molina, & H. M. Trautwein (Eds.). Abingdon: Routledge.
- Diamand, M. (2010 [1973]). Escritos Económicos. *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. H. Garetto Editor.
- Diamand, M. (1984). *El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?*. CERES, Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social.
- Diamandis, P. F., Kouretas, G. P., & Zarangas, L. (2007). Dual foreign currency markets and the role of expectations: Evidence from the Pacific Basin countries. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 238-259.
- Díaz Alejandro, C. F. (1963). A note on the impact of devaluation and the redistributive effect. *The Journal of Political Economy*, 577-580.
- Dornbusch, R., Dantas, D. V., Pechman, C., de Rezende Rocha, R., & Simoes, D. (1983). The black market for dollars in Brazil. *The Quarterly Journal of Economics*, 25-40.

- Dornbusch, R. (1986). Special exchange rates for capital account transactions. *The World Bank Economic Review* 1.1: 3-33.
- Dvoskin, A., & Feldman, G. D. (2015). Marcelo Diamand's contributions to economic theory through the lens of the classical Keynesian approach: a formal representation of unbalanced productive structures. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(2), 218-250.
- Edwards, S. (1987). Exchange controls, devaluations and real exchange rates: The Latin American Experience.
- Einzig, P. (1937). *Control de Cambios*. Universidad Nacional de Córdoba.
- Ellis, H. S. (1947). Exchange Control and Discrimination. *The American Economic Review*, 37(5), 877-888.
- Enders, W. (2004). Applied Econometric Time Series. *Technometrics*, 46(2), 264.
- Epstein, G. (2012). 4. Capital outflow regulation: economic Management, development and transformation. *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, 47-58.
- Fardmanesh, M., & Douglas, S. (2003). Foreign exchange controls, fiscal and monetary policy, and the black market premium. *Yale University Economic Growth Center Discussion Paper*, (876).
- Ferrer, A. (1963). Devaluación, redistribución de ingresos y el proceso de desarticulación industrial en la Argentina. *Desarrollo económico*, 5-18.
- Ferreres, O. (2005). Dos siglos de economía argentina. *Fundación Norte y Sur*.
- Fiorito, A., Guaita, N., & Guaita, S. (2015). Neodesarrollismo y el tipo de cambio competitivo. *Cuadernos de Economía*, 34(64), 45-85.
- Fishelson, G. (1988). The black market for foreign exchange: An international comparison. *Economics Letters*, 27(1), 67-71.
- Fleming, J. M., & Fleming, J. M. (1968). *Guidelines for balance-of-payments adjustment under the par-value system* (No. 67). International Finance Section, Princeton University.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (Buenos Aires. (1989). *El Control de cambios en la Argentina: liberación cambiaria y crecimiento*. Manantial.

- Garay, U., & González, M. (2012). Market segmentation: Venezuelan ADRs. *Innovar*, 22(46), 73-86.
- Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El Trimestre Económico*, 83(2), 225.
- Ghei, N., & Kiguel, M. A. (1992). *Dual and multiple exchange rate systems in developing countries: some empirical evidence* (No. 881). The World Bank.
- Gibbons, A. O. (1953). Foreign Exchange Control in Canada, 1939-51. *The Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne d'Economie et de Science politique*, 19(1), 35-54.
- Granger, C. W. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 424-438.
- Graña, J. M., & Kennedy, D. (2008). *Salario real, costo laboral y productividad, Argentina 1947-2006: Análisis de la información y metodología de estimación* (No. 12). Documentos de Trabajo, Universidad de Buenos Aires, CEPED.
- Ianni, G. (2016). *Distribución del ingreso, precios normales y la determinación del patrón de especialización en la economía abierta al comercio internacional de mercancías*. Tesis de Maestría. Universidad Nacional de San Martín.
- Kamin, S. (1991). *Argentina's experience with parallel exchange markets: 1981-1990* (No. 407). Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kamin, S. B., & Ghei, N. (1996). The use of the parallel market rate as a guide to setting the official exchange rate. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Disc. Papers*, 564.
- Kiguel, M., & O'Connell, S. A. (1995). Parallel exchange rates in developing countries. *The World Bank Research Observer*, 10(1), 21-52.
- Kirshner, J. (2003). Money is politics. *Review of International Political Economy*, 10(4), 645-660.
- Kock, M. H. D. (1941 [1939]). Banca central. *Ed. FCE. México*.
- Kouretas, G. P., & Zarangas, L. P. (2001). Long-run purchasing power parity and structural change: the official and parallel foreign

- exchange markets for dollars in Greece. *International Economic Journal*, 15(3), 109-128.
- Krugman, P., & Taylor, L. (1978). Contractionary effects of devaluation. *Journal of International Economics*, 8(3), 445-456.
- Nenovsky, N., Pavanelli, G., & Dimitrova, K. (2007). *Exchange rate control in Italy and Bulgaria in the interwar period: History and perspectives*. na.
- Noorbakhsh, A., & Shahrokhi, M. (1993). The official and black (parallel) foreign exchange markets: Causal relationships: Empirical evidence. *Global Finance Journal*, 4(1), 65-76.
- Nowak, M. (1984). Quantitative Controls and Unofficial Markets in Foreign Exchange: A Theoretical Framework (Contrôles quantitatifs et marchés non officiels de change: un cadre théorique) (Controles cuantitativos y mercados no oficiales de divisas: Un marco teórico). *Staff Papers-International Monetary Fund*, 404-431.
- O'Donnell, G. (1977). Estado y alianzas en la Argentina, 1956-1976. *Desarrollo económico*, 16(64), 523-554.
- Ohlin, B. (1937). Mechanisms and objectives of exchange control. *The American Economic Review*, 27(1), 141-150.
- Olarra Jiménez, R. (1968). *Evolución monetaria argentina*. Eudeba.
- Olgun, H. (1984). An analysis of the black market exchange rate in a developing economy—The case of Turkey. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 120(2), 329-347.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S., & Reinhart, D. (2010). Capital inflows: The role of controls. *Revista de Economía Institucional*, 12(23), 135-164.
- Prebisch, R. (1944). El control de cambios en la república Argentina. *Conversaciones en el Banco de México*, 2, 15-106.
- Radaelli, G. (2002 [1995]). *Exchange rate determination and control*. Routledge.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2004). The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. *the Quarterly Journal of economics*, 119(1), 1-48.
- Saborowski, C., Sanya, S., Weisfeld, H., & Yezpe, J. (2014). *Effectiveness of Capital Outflow Restrictions* (No. 14-18). International Monetary Fund.

- Sargent, T. J. (1976). A classical macroeconometric model for the United States. *The Journal of Political Economy*, 207-237.
- Sheikh, M. A. (1976). Black market for foreign exchange, capital flows and smuggling. *Journal of Development Economics*, 3(1), 9-26.
- Sraffa, P. (1927). Il vero significato della 'quota 90', two letters to A. Tasca with a reply *Stato Operario*, vol. 1, November-December, reprinted in Villari L. (ed.), *Il Capitalismo Italiano del Novecento*, Bari, Laterza, 1972.
- Straetmans, S. T., Versteeg, R. J., & Wolff, C. C. (2013). Are capital controls in the foreign exchange market effective?. *Journal of International Money and Finance*, 35, 36-53.
- Tinbergen, J. (1956). Economic policy: principles and design.
- Tong, H. (2002). Nonlinear time series analysis since 1990: some personal reflections. *Acta Mathematicae Applicatae Sinica*, 18(2), 177-184.
- Vernengo, M., & Rochon, L. P. (2000). Exchange rate regimes and capital controls. *Challenge*, 43(6), 76-92.
- Whittlesey, C. R. (1932). Exchange control. *The American Economic Review*, 585-604.
- Yeyati, E. L., Schmukler, S. L., & Van Horen, N. (2004). The price of inconvertible deposits: the stock market boom during the Argentine crisis. *Economics Letters*, 83(1), 7-13.

Apéndice I

Restricciones cambiarias como determinantes de la brecha: causalidad en sentido Granger

a. Con 2 rezagos

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/22/16 Time: 17:46

Sample: 1946M01 2015M12

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CONTROL does not Granger Cause BRECHA	838	9.06606	0.0001
BRECHA does not Granger Cause CONTROL		0.17689	0.8379

b. Con 10 rezagos

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/22/16 Time: 17:46

Sample: 1946M01 2015M12

Lags: 10

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CONTROL does not Granger Cause BRECHA	830	1.69651	0.0772
BRECHA does not Granger Cause CONTROL		0.34753	0.9676

Apéndice II:

Umbral de brecha que aceleran la devaluación

De acuerdo al criterio BIC, se utilizan 8 rezagos para el logaritmo del tipo de cambio oficial y 3 rezagos para el logaritmo del tipo de cambio paralelo.

• Tipo de cambio oficial y paralelo: causalidad en sentido Granger

a. Con 3 rezagos

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/08/17 Time: 16:09

Sample: 1946M01 2016M12

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(TCP) does not Granger Cause D(TCO)	843	42.8863	9.E-26
D(TCO) does not Granger Cause D(TCP)		20.0011	2.E-12

b. Con 8 rezagos

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/08/17 Time: 16:10

Sample: 1946M01 2016M12

Lags: 8

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(TCP) does not Granger Cause D(TCO)	833	24.5267	6.E-34
D(TCO) does not Granger Cause D(TCP)		13.6938	1.E-18

El rol de la política fiscal en episodios de crisis de cambiarias. Un estudio para los países emergentes.

por Pablo G. BORTZ y Nicolás H. ZEOLLA¹

I. Introducción

Los países emergentes suelen atravesar recurrentemente eventos de elevada presión cambiaria caracterizados por caídas de reservas, subas de tasas de interés y devaluaciones. La experiencia argentina muestra numerosos ejemplos, como podemos ver incluso en la experiencia reciente. En tales circunstancias, es común escuchar economistas y otros analistas aconsejando disciplina fiscal, reducción del gasto público y del déficit fiscal. Según estos analistas éstas son las medidas de política apropiadas para adoptar en tales contextos, a fin de reducir la tasa de interés, “enviar señales de tranquilidad, confianza y responsabilidad” a los mercados financieros, “solidificar las fuentes del crecimiento”, y sentar las bases para eventuales períodos futuros de prosperidad.

Esta postura no carece de referencias bibliográficas. El rol de la política fiscal pasa a un segundo plano (o tercero o cuarto) en el paradigma económico predominante, donde la política monetaria ocupa un rol clave. La idea central se basa en que la expansión fiscal disminuye los fondos disponibles (o encarece su costo) para la inversión privada, efecto que se conoce como *crowding-out*; razón para

1 Investigadores del CEED-IDAES/UNSAM y becarios CONICET.

controlar el crecimiento del gasto público. La excepción se encuentra cuando la economía no reacciona ante niveles bajos (incluso cercanos a cero) de la tasa de interés, situación conocida como “trampa de liquidez”.

En una versión aún más extrema, en los últimos años se desarrolló la teoría de la “austeridad fiscal expansiva”, según la cual una política fiscal contractiva (principalmente por el lado de los gastos, más que por los impuestos) es la política apropiada para implementar en situaciones recesivas o de incertidumbre, a fin de estimular el gasto privado. Este argumento fue utilizado para justificar la austeridad fiscal durante la crisis europea.

Sin embargo, es factible enumerar varias objeciones a estas ideas. La evidencia empírica que sostiene el argumento de la austeridad fiscal expansiva fue refutada, inclusive por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), debido a que los multiplicadores fiscales son significativamente positivos, es decir, aumentos en el gasto generan incrementos más que proporcionales en el producto. Más aún, la literatura encuentra que el efecto expansivo de la política fiscal es incluso mayor en situación de recesión o crisis. También se observa que los episodios fuertemente recesivos pueden dar lugar a prolongados periodos de estancamiento o de crecimiento débil, fenómeno conocido como “histéresis”. En tal sentido, el efecto expansivo de la política fiscal en momentos recesivos es justamente el que sentaría las bases de un sólido crecimiento futuro, al contrario de lo que sostienen sus críticos.

Este capítulo busca aportar a esa literatura, al presentar evidencia sobre el impacto de la política fiscal en situaciones de crisis cambiarias. Con este objetivo, se presenta evidencia preliminar sobre el rol que tuvo la política fiscal en el carácter diferencial de esas crisis cambiarias, en el sentido de que pudo haber morigerado (o revertido) el impacto recesivo inherente a las devaluaciones, subas de tasas de interés y stress financiero. Para ello, se reconstruye una base de datos de episodios de crisis cambiarias, separándolas de acuerdo a su carácter recesivo o no-recesivo. También se recaban datos de política fiscal para esos mismos países, a fin de responder la pregunta clave de

este capítulo: ¿Cuál es el impacto de la política fiscal en episodios de crisis cambiaria?

Esta presentación estará dividida en cinco secciones, además de esta introducción. La segunda sección comentará la literatura sobre los efectos del gasto público sobre el nivel de actividad, tanto de carácter teórico como trabajos empíricos. En la tercera sección presentaremos la muestra, el abordaje metodológico, las variables a evaluar y las fuentes de información. En la cuarta sección incluiremos la evidencia empírica. Allí analizaremos mediante gráficos centrados en los eventos clasificados como crisis, si es posible distinguir una dinámica deferencial entre las tipologías de crisis producto de la presencia o no de una política fiscal expansiva. Por último, en la quinta sección, presentaremos las conclusiones.

II. El rol de la política fiscal en las crisis de balance de pagos

La literatura que estudia el período reciente presenta posturas y argumentos diametralmente opuestos sobre la importancia de la política fiscal (y el gasto público) como motores o lastres de la actividad económica y el crecimiento. En esta sección haremos un repaso de los trabajos más paradigmáticos, que sirven de ejemplo para enmarcar las discusiones teóricas y empíricas que se han sucedido en los últimos años, y sobre las cuales trata este capítulo.

A partir de la década de 1970 se revirtió el consenso en la corriente principal del pensamiento económico en relación a los efectos multiplicadores del déficit público, y de sus componentes: el gasto y la recaudación impositiva. Los modelos macroeconómicos keynesianos preponderantes hasta la fecha defendían la relevancia del impacto expansivo del gasto público (cuanto menos en el corto plazo). Sin embargo, a partir de la Crítica de Lucas (Lucas, 1976), se enfatizó la importancia de incorporar las respuestas optimizadoras de los agentes ante las decisiones de política, lo que en el contexto de los modelos imperantes llevaban a cuestionar los efectos expansivos de la política fiscal, ya que implicarían aumentos de deuda que deberían

ser eventualmente afrontados por los agentes económicos. Según esta visión, los individuos tienen en cuenta esta política y ajustan sus decisiones de gasto en concordancia, reduciendo su consumo a fin de ahorrar el monto que les será cobrado en concepto de impuestos para pagar en algún momento la deuda pública (Barro, 1974; 1989). Este argumento, bautizado Equivalencia Ricardiana (por estar inspirado en un párrafo de Ricardo (1821), aunque de forma errónea), equivale a postular un efecto multiplicador nulo del déficit fiscal (Chinn, 2013).

Una postura empírica aún más refractaria al impacto positivo del gasto público se encuentra en Alesina y Ardagna (2010), sustento teórico de los planes de austeridad implementados en la Eurozona a partir del 2010. Estos autores sostienen que los ajustes fiscales caracterizados por reducciones del gasto público (más que por aumentos de impuestos) son mucho más efectivos al estabilizar el cociente deuda/PBI y al evitar la profundización de las recesiones, en base al estudio de una serie de casos. Alesina y Ardagna (2010, p.37) identifican numerosos episodios en los que ajustes del gasto para reducir el déficit fiscal fueron seguidos de recuperaciones y expansiones sostenidas. Esta evidencia es favorable a la existencia de un multiplicador fiscal negativo.

No obstante, en el ámbito académico, el dogma económico preponderante es el llamado Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM), donde el principal instrumento estabilizador es la política monetaria (Romer, 2010). En los modelos básicos del NCM, un aumento del gasto público financiado con endeudamiento implica una caída en la riqueza de los hogares por el mismo argumento que en la equivalencia ricardiana: se espera una caída del ingreso futuro esperado dado que el gobierno deberá eventualmente subir los impuestos. Esto lleva a que los individuos reduzcan su consumo privado pero que aumenten la oferta de trabajo para recomponer su riqueza, aumentando por ello el producto (Dullien, 2012). Se deduce, así, la vigencia de la relación negativa entre el gasto público y el consumo privado postulada por los modelos de ciclo económico real (RBC, por sus siglas en inglés; ver Baxter y King, 1993). Además,

el efecto positivo sobre el producto no deriva de un estímulo a la demanda, sino de un aumento en la oferta laboral.

Análisis posteriores en esta línea concluyen que la respuesta del consumo privado y de la actividad económica ante aumentos discrecionales del déficit fiscal dependen de la política monetaria. Si el déficit fiscal genera mayor inflación, la tasa nominal de interés debe subir a fin de mantener constante la tasa de interés real, anulando o atenuando el impacto positivo sobre el producto (Carlin y Soskice, 2014, p. 509). Distintas reglas de política monetaria conducen a distintos resultados de la política fiscal, de acuerdo a la flexibilidad de precios y a la elasticidad de consumo y ocio en la función de utilidad de los individuos, o sea a la respuesta de la oferta laboral (Woodford, 2011). En este contexto, la magnitud del multiplicador fiscal puede variar entre cercana a cero o mayor a la unidad.

“Si bien pueden darse multiplicadores más grandes de acuerdo a modelos Nuevo Keynesianos, estos podrían ocurrir solo en el caso de un grado suficiente de acomodamiento monetario ante un aumento en la actividad real; y en general, esto requerirá que el banco central acepte una tasa mayor de inflación” (ibid., p. 15).

El mayor grado de “acomodamiento” monetario -caso especial favorable a la política fiscal expansiva- es cuando la tasa de interés se encuentra en el límite inferior de cero (o cercano), situación en la cual un aumento del gasto público (incremento del déficit) pasa a ser la herramienta de estabilización requerida, ya que el multiplicador fiscal es positivo y mayor a la unidad (Christiano, Eichenbaum y Rebelo, 2011).

El efecto positivo sobre el consumo aumenta si los individuos tienen dificultades para acceder al crédito, por lo cual su consumo depende mayormente de su ingreso corriente (Galí et al, 2007). Este último trabajo apunta a modelar uno de los hechos estilizados frecuentemente hallados en la literatura: una respuesta positiva del consumo privado ante aumentos en el gasto público, en contradicción con los postulados teóricos de RBC y de los modelos Nuevo Keynesianos originales (Kühn et al, 2010).

La crisis del 2008 y las respuestas de política han fortalecido los argumentos a favor tanto del impacto positivo del gasto público, como de los efectos negativos de las llamadas “consolidaciones fiscales”, que no son otra cosa que los tradicionales programas de ajuste fiscal en medio de episodios recesivos. Incluso el FMI, en el volumen 2010 de su publicación insignia *World Economic Outlook* (FMI, 2010), y los investigadores de dicho organismo (Guajardo et al, 2014) retrucaron las conclusiones del mencionado trabajo de Alesina y Ardagna (2010), al verificar un impacto recesivo de las políticas de consolidación fiscal. De hecho, Blanchard y Leigh (2013) reconocen los errores de subestimación del multiplicador fiscal contemplados en los programas de ajuste aplicados en los países de la Eurozona durante la crisis de comienzos de la década de 2010.

Esta nueva literatura infiere en tal sentido una nueva perspectiva sobre multiplicadores fiscales, que es particularmente relevante para este trabajo. Esta perspectiva, presente también en Gechert y Rannenberg (2014), Gechert, et al (2015) y Qazizada y Stockhammer (2015), resalta la importancia del contexto macroeconómico en el que se encuadra la política fiscal. En particular, el multiplicador fiscal (y sobre todo, el del gasto público) es mayor en recesiones que en expansiones, según encuentran estos estudios. Gechert y Rannenberg (2014) realizan un meta-análisis de la literatura empírica y concluyen que en una recesión el multiplicador del gasto público es 0.6 a 0.8 unidades mayor que en una expansión, mientras que Qazizada y Stockhammer (2015) encuentran que, mientras en episodios normales (expansivos) el multiplicador es cercano a la unidad, en recesiones aumenta hasta 3 unidades, o sea que un aumento del gasto del 1% lleva (*ceteris paribus*) a un aumento del 3% del PBI.

Una política fiscal expansiva en circunstancias adversas puede ayudar a reducir la volatilidad macroeconómica y a sentar las bases para un crecimiento futuro sostenido, dada la existencia de procesos de histéresis. Los mismos se refieren al efecto perdurable de shocks (positivos y negativos) que tienden a afectar las posibilidades mismas de crecimiento sostenido, en vez de tener un impacto meramente temporal sin repercutir sobre las capacidades productivas. La existen-

cia de procesos de histéresis es muy relevante dentro de las teorías del crecimiento liderado por la demanda (ver entre otros Setterfield, 1997). También hay contribuciones desde el *mainstream* que reconocen la importancia de este concepto (Blanchard y Summers, 1986). Más recientemente, los impactos negativos de la crisis del 2008 sobre las capacidades productivas dieron un nuevo impulso a la aplicación empírica de ese concepto vinculado a la política fiscal (Ball, 2014; Blanchard et al, 2015; Fatas y Summers, 2016).

Este capítulo trata de realizar un aporte en dicha dirección, al diferenciar entre crisis cambiarias recesivas y no recesivas, evaluando la política fiscal en esos episodios de consecuencias distintas. Es conocido que episodios de crisis cambiarias (particularmente devaluaciones abruptas del tipo de cambio, pero no limitadas a estas) tienden a generar recesiones, ya sea por su impacto distributivo (con devaluaciones transfiriendo ingresos de un sector de la economía a otro)², su impacto sobre las condiciones crediticias, etcétera. Sin embargo, hay episodios de presión cambiaria (como serán definidos más adelante) que no han terminado en recesiones.

En las secciones siguientes se aporta evidencia del rol de la política fiscal para suavizar el impacto recesivo de la presión cambiaria. A partir de un conjunto de literatura heterodoxa sobre crecimiento tirado desde la demanda, es posible afirmar que son los aumentos del gasto público lo que consiguen moderar (o eventualmente revertir) el impacto negativo de un shock cambiario, pudiendo sentar las bases para un crecimiento más sólido en el futuro, al evitar la destrucción de capacidades productivas que ocurren en recesiones (Serrano, 1995; Setterfield, 1997; Dutt, 2006; Zezza, 2012; Boyer, 2012).

2 Ver capítulo 6 de García Díaz en este libro.

III. Metodología, países y fuentes de información

III.1. Criterio de identificación de las crisis cambiarias recesivas

El criterio de identificación de crisis que utilizaremos surge de combinar la literatura empírica de crisis cambiarias, por un lado, y la literatura de ciclos económicos y recesiones, por otro.

En relación al abordaje metodológico sobre la clasificación de crisis del sector externo, haremos uso de un índice de presión cambiaria que combina la variación de tipo de cambio, reservas y tasas de interés (Girton & Romper, 1977; Eichengreen et al, 1997).

El índice de presión cambiaria está compuesto por la variación porcentual mensual del tipo de cambio, la variación del diferencial entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés de la Reserva Federal, y la variación de reservas internacionales. Cada uno de estos componentes está ponderado (dividido) por su respectivo desvío estándar (ver cuadro 1).

Este es un índice estándar en la literatura, que conceptualiza un episodio de crisis cambiaria de forma más amplia que aquellos que solo incluyen como indicador la variación del tipo de cambio³.

Asimismo, un evento será clasificado como crisis cambiaria si supera cierto umbral preestablecido. Siguiendo a Zeolla y Bastourre (2016) haremos uso de la metodología de umbrales móviles. Este criterio de clasificación mejora sustancialmente la detección de eventos en países con una historia hiperinflacionaria, como los de nuestra región, debido a que acota la elevada volatilidad nominal al entorno del evento que considere la ventana. El umbral móvil propuesto vendrá dado por una media más tres desvíos estándar del índice de presión cambiaria, para cada país, en una ventana móvil de 60 meses (5 años).

Por un lado, en el cuadro 1 a continuación se presenta de manera analítica el índice de presión cambiaria, sus componentes, los ponderadores de las variables y criterio de clasificación de eventos según la metodología de umbrales móviles.

3 Existen otras clasificaciones que incluyen solo reservas y tipo de cambio, como también solo tipos de cambio (Kaminsky, 2006).

Cuadro 1: Criterio de clasificación de crisis cambiarias

$$EMPI_{t,j} = \frac{1}{\sigma_{ej}} \frac{\Delta e_{t,j}}{e_{t,j}} + \frac{1}{\sigma_{ij}} \frac{\Delta(i_{t,j} - i_{fed,t})}{i_{t,j} - i_{fed,t}} - \frac{1}{\sigma_{Rj}} \frac{\Delta R_{t,j}}{R_{t,j}}$$

$$\begin{array}{ll} \text{crisis cambiaria} = 1 & \text{si } EMPI > \mu_{60\text{meses}} + 3\sigma_{60\text{meses}} \\ \text{crisis cambiaria} = 0 & \text{si } EMPI \leq \mu_{60\text{meses}} + 3\sigma_{60\text{meses}} \end{array}$$

Nota: e=tipo de cambio nominal; i=tasa de interés doméstica; i_fed=tasa de interés de la Reserva Federal de EEUU; R=reservas internacionales; Δ=diferencia temporal periodo anterior; t=meses, j=países

Por otro lado, tenemos el criterio de identificación de los efectos reales. Para ello utilizaremos índices que indiquen la ocurrencia de una recesión. Aquí también la metodología de referencia es la estándar en la literatura de ciclos económicos. En este caso consideraremos que hubo un impacto negativo sobre la actividad económica si la tasa de crecimiento del PBI en “t” es menor que la tasa de crecimiento promedio para un período desde tres años antes de “t” y hasta dos años después (Gupta, Mishra & Sahay, 2007). En el cuadro 2 a continuación se presenta de manera analítica la clasificación de impactos reales de una crisis.

Cuadro 2: Criterio de clasificación de impactos reales

$$\begin{array}{ll} \text{imp. real} = 1 & \text{si } \frac{\Delta PBI_{t,j}}{PBI_{t,j}} < \frac{\Delta PBI_{(t-3),j}}{PBI_{(t+2),j}} \\ \text{imp. real} = 0 & \text{si } \frac{\Delta PBI_{t,j}}{PBI_{t,j}} \geq \frac{\Delta PBI_{(t-3),j}}{PBI_{(t+2),j}} \end{array}$$

Nota: PBI=producto bruto interno, Δ=diferencia temporal periodo anterior; t=años, j=países

Un último elemento a considerar es la transformación de frecuencia en los eventos. Como los índices de presión cambiaria y las crisis se calculan en frecuencia mensual, pero los impactos reales vienen dado por frecuencia trimestral, siguiendo la metodología usual se consideró el trimestre del mes en el que se detectó tanto la crisis en la actividad económica como el periodo de crisis cambiaria. Cuando ninguna crisis cambiaria se detecte, el periodo será clasificado como “tranquilo” más allá de lo que ocurra con los indicadores de actividad. Si se detectó una crisis cambiaria pero los impactos reales no fueron significativos, el periodo será clasificado como “crisis cambiaria no recesiva”. Por último, si se detectó una crisis cambiaria e impactos reales será clasificado como “crisis cambiaria recesiva”. Este criterio de clasificación se sintetiza en el cuadro 3 a continuación.

Cuadro 3: Tipología de eventos

Tipo de evento	Crisis cambiaria	Impactos reales
Tranquilo	No	Si o No
Crisis cambiaria No recesiva	Si	No
Crisis cambiaria recesiva	No	Si

III. 2 Selección muestral, países, extensión temporal y fuentes de información

La muestra estará compuesta por diecinueve países entre el periodo 1993 a 2013 en frecuencia trimestral.

Para el criterio de selección de los países se consideró aquellos incluidos en el índice MSCI⁴ y otros países de interés, particularmente economías latinoamericanas de las cuales se dispone de información.

4 Este el índice de la aseguradora MSCI que pondera los rendimientos de un conjunto de países clasificados como “mercados emergentes”.Ver <https://www.msci.com/emerging-markets>

Cuadro 4: Países incluidos en la muestra

País	Criterio	País	Criterio
Argentina	Latinoamérica	Malaysia	MSCI
Bolivia	Latinoamérica	México	MSCI
Brasil	MSCI	Paraguay	Latinoamérica
Chile	Latinoamérica	Perú	MSCI
Rep. Checa	MSCI	Filipinas	MSCI
Grecia	MSCI	Polonia	MSCI
Hungría	MSCI	Rusia	MSCI
India	MSCI	Tailandia	MSCI
Indonesia	MSCI	Turquía	MSCI
Corea del Sur	MSCI	Uruguay	Latinoamérica

La información mensual correspondiente a tasas de interés, reservas y tipo de cambio proviene de las bases del *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional (IFS-IMF). La información sobre política fiscal y otras variables corresponde a información de la *Government Finance Statistics del FMI* (GFS-IMF). Como ciertos datos para países emergentes en frecuencia trimestral suelen ser estimados, sin mayores certezas sobre su confiabilidad, se realizó una comparación de las proporciones de gasto corriente/PBI en base a las estadísticas nacionales de la CEPAL y del *World Development Index* del Banco Mundial (WDI-WB) como forma de chequeo. Para todos los países de la muestra la información resultó equivalente.

El panel de datos está compuesto por 1.668 observaciones en frecuencia trimestral. Sin embargo, esta des-balanceada entre países debido a la disponibilidad de la información. Contamos con observaciones para la mayoría de los países desde 1993 a 2013. En el apéndice se incluye los códigos de las variables y la extensión temporal de las observaciones para cada país.

IV. La respuesta de política fiscal en los países en desarrollo

El principal interés del análisis empírico es observar si existe alguna dinámica diferencial en la política fiscal a partir de distinguir entre ambos tipos de crisis cambiarias.

Siguiendo la propuesta de Eichengreen et al (1997), el análisis de los datos se realizará mediante la observación gráfica –de variables centrada– del comportamiento de un conjunto de variables de interés, antes y después de los eventos identificados como crisis. Con el objetivo de detectar un comportamiento diferencial, identificaremos una dinámica para cada tipo de evento o estado de la variable “crisis cambiaria recesiva”. Estos gráficos presentan el promedio simple de las variables para ventanas entre cinco y ocho trimestres entorno a las crisis.

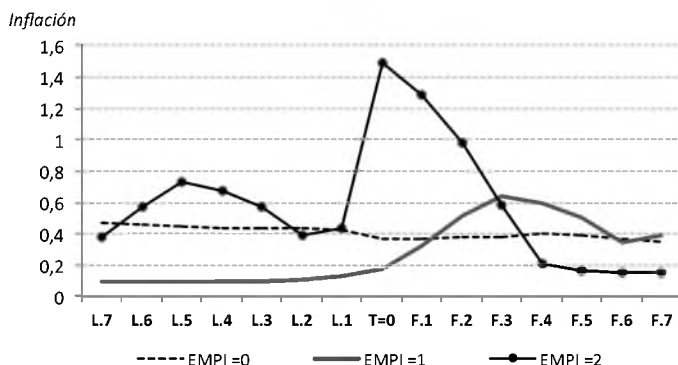
Las variables a analizar pretenden caracterizar la dinámica de la política fiscal durante las crisis de balance de pagos. Estas son la inflación, la magnitud del déficit fiscal sobre el PBI, la transformación del resultado fiscal de superavitario a deficitario, la variación en el gasto público y la participación del gasto público sobre el PBI.

En todos los gráficos, la línea punteada caracteriza la dinámica de las variables para la clasificación “periodo tranquilo” ($EMPI=0$), la línea gris la “crisis cambiaria no recesiva” ($EMPI=1$) y la línea sólida negra con marcador circular la “crisis cambiaria recesiva” ($EMPI=2$). El periodo “ $T=0$ ” corresponde al momento en que ocurrió el evento clasificado como uno u otro tipo de crisis. La dinámica anterior y posterior presentada corresponde al promedio de cada variable para todos los países y todos los periodos.

En el gráfico 1 se presenta la dinámica de la inflación anual. Como se observa, la elevada inflación está asociada a las crisis cambiarias más graves. Típicamente, la presencia de una inflación muy elevada corresponde a fuertes crisis de balance de pagos y los eventos de hiperinflación. Para el caso de las crisis cambiarias no recesivas, se observa como la aceleración de la inflación sucede con posterioridad a la crisis, es decir, la devaluación. Esto muestra el típico efecto de

inflación cambiaria en nuestra región⁵. Al considerar sólo los periodos tranquilos vemos que para toda la muestra, la inflación promedio igualmente es elevada: en términos anuales se encuentra por encima del 40%.

Grafico 1: Dinámica diferencial de la inflación



En el grafico 2 se presenta la dinámica del déficit en relación al PBI. En este gráfico no se observa una asociación directa entre el agravamiento del déficit y la ocurrencia de una crisis cambiaria, sino todo lo contrario. Desde cuatro trimestres anteriores hasta el periodo $T=0$, se registra una tendencia a la consolidación fiscal que no interrumpió la ocurrencia de la crisis. Por el contrario, el agravamiento de los indicadores de solvencia fiscal se produce con posterioridad a la ocurrencia de la crisis cambiaria. Este fenómeno se mantiene para ambos tipos de crisis.

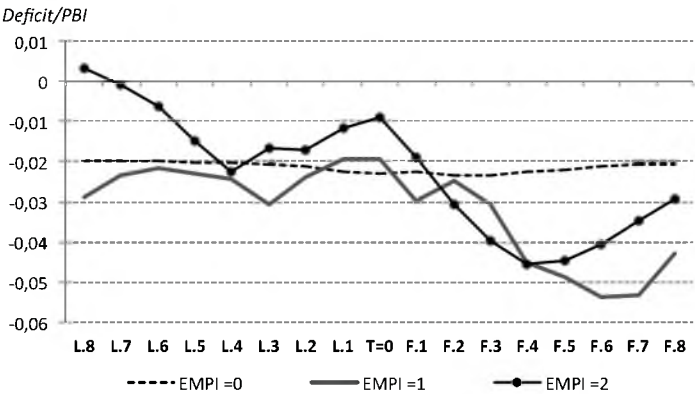
Es valioso destacar que, aunque partiendo de un nivel de déficit/PBI menor, la ocurrencia de una crisis cambiaria recesiva ($EMPI=2$) deteriora con mayor velocidad el resultado fiscal que en el caso de un evento de crisis no recesiva ($EMPI=1$). Esto se debe a que el detrimento de la actividad económica hace que el numerador aumente

⁵ Para un análisis más detallado de este fenómeno ver los capítulos de Amico & Fiorito (cap. 3) y de Rosanovich (cap. 5) en este libro.

(mayor déficit por menor recaudación) y el denominador se reduzca (menor actividad económica). Es decir, que lejos de mejorar los indicadores fiscales la ocurrencia de una crisis implica un agravamiento.

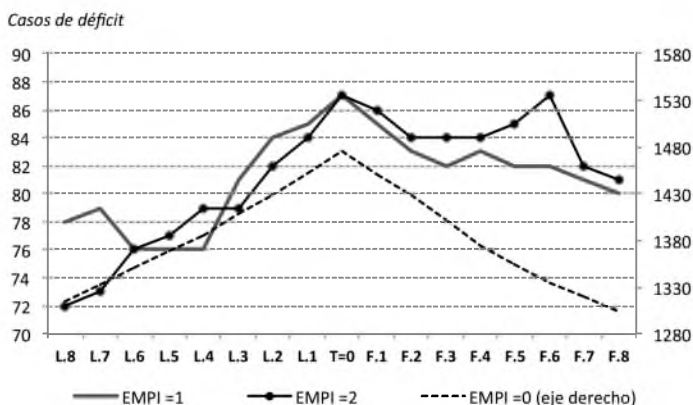
Durante el periodo posterior a la crisis, la reversión del deterioro del resultado fiscal se produce luego de casi cuatro trimestres, sin tornarse positivo hasta ocho trimestres posterior a la crisis.

Grafico 2: Dinámica diferencial del ratio déficit sobre PBI



En el grafico 3 aparece el conteo de eventos de déficit fiscal antes y después de las crisis cambiaria. El objetivo es observar si la ocurrencia de una crisis cambiaria logra o no reequilibrar el balance presupuestario, más allá de su magnitud. Se pueden extraer dos corolarios de esta evidencia. Primero, el carácter recesivo de la crisis cambiaria agudiza el deterioro del déficit fiscal. Las crisis cambiarias no recesivas (EMPI=1) presentan menores casos de déficit fiscal. Segundo, para los eventos de crisis cambiarias recesivas (EMPI=2), el número de casos con déficit fiscal tiende a perdurar de forma más significativa, que en los eventos de crisis cambiarias no recesivas. La tendencia hacia la “consolidación fiscal” es más lenta en los episodios de crisis cambiaria recesiva.

Grafico 3: Conteo de eventos con déficit fiscal



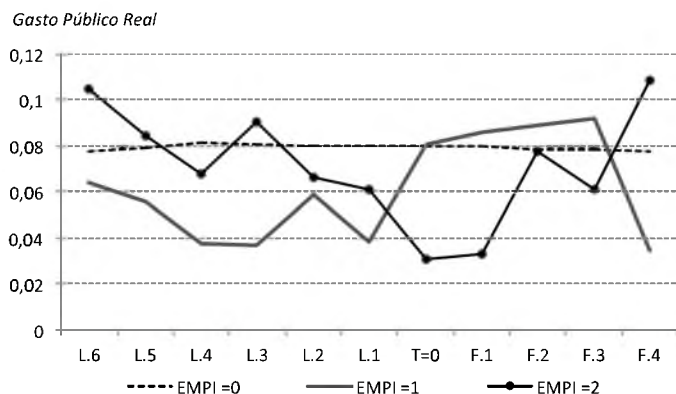
Es decir, del cuadro 2 y 3 se deduce que la ocurrencia de una crisis cambiaria recesiva implica un empeoramiento del nivel de déficit promedio y una mayor cantidad de casos de déficit fiscal.

En el grafico 4 se presenta el análisis del gasto público entorno a los eventos de crisis cambiarias. Siguiendo la literatura de consolidaciones fiscales expansivas y el enfoque mainstream sobre el gasto público se esperaría que, en aquellos en el cual la crisis tuvo menor gravedad, el gasto público se desacelere. Sin embargo, al considerar una clasificación como la que proponemos se observa lo contrario.

Para el periodo anterior a la ocurrencia de una crisis, es posible diferenciar la dinámica del gasto entre categorías de crisis. En el caso de las crisis cambiarias recesivas, tres trimestres antes de la ocurrencia de la crisis el gasto público se desaceleró significativamente y continuó desacelerándose durante el evento y en el periodo siguiente. En cambio, el gasto público real no se desaceleró en los casos de crisis cambiarias no recesivas. Por el contrario, este creció tanto en los dos periodos anteriores a la crisis como en los tres periodos posteriores, incluso por encima del crecimiento del gasto durante el periodo tranquilo. De esta evidencia se deduce que aquellos países que lograron sostener los niveles de demanda, mediante una política fiscal de

expansión del gasto público, lograron compensar los impactos distributivos negativos de la devaluación.

Grafico 4: Dinámica diferencial del gasto público real.
Variación % anual.



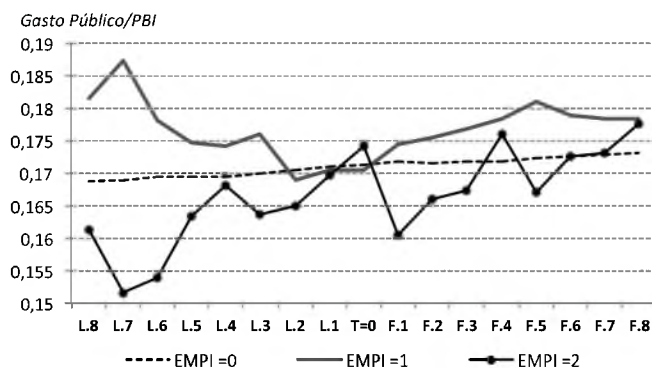
Nota: Promedio simple del gasto para una ventana promedio de tres trimestres descontada la inflación.

Nótese, además, que el comportamiento diferencial del crecimiento del gasto público no sólo se observa en su variación, sino también en proporción del PBI (ver gráfico 5).

En el caso de las crisis cambiarias no recesivas, durante el periodo de crisis y en los periodos posteriores el gasto se expande en relación al PBI total, sumado a que se da en un contexto en donde el nivel de producto no se vio afectado. Para los periodos siguientes, el nivel de gasto/PBI se mantuvo por encima de los periodos tranquilos de manera persistente. En el caso de las crisis cambiarias recesivas se observa un efecto expansión del cociente de gasto/PBI, sin que haya una expansión del gasto real. Como sabemos que este último está cayendo, la mayor proporción del gasto sobre PBI sólo puede implicar que la caída en la actividad más que compense la reducción del gasto. Este es el típico ejemplo del efecto multiplicador. del gasto. Por ello, en los periodos siguientes el gasto continúa cayendo, tardando

hasta seis periodos en revertir hacia los niveles normales de los periodos tranquilos.

Grafico 5: Dinámica diferencial del gasto público sobre PBI.



En este sentido, podemos concluir que, contrariamente a la idea de existela existencia de un efecto *crowding out* del gasto público sobre el consumo privado, lo que se observa es que prevalece el efecto multiplicador.

V. Conclusiones

Las corrientes predominantes en economía le otorgan un rol secundario a la política fiscal como instrumento de estabilización, en detrimento de la política monetaria. Se postula incluso, en ciertas vertientes con probado impacto institucional, que la consolidación fiscal impulsada por recortes del gasto tendrán un efecto expansivo. Sea por la existencia de un *crowding out* de ahorro ahorro privado, o por la existencia de agentes que actúan en base a la “equivalencia ricardiana”, la política fiscal expansiva tiene efectos nulos o incluso negativos. Para el caso de países en desarrollo acostumbrados a sufrir crisis de balanza de pagos, se desprende de lo antedicho la recomendación de implementar una política de austeridad fiscal como

complemento a una devaluación que re-equilibre el sector externo.

Sin embargo, la evidencia empírica que presentamos en este trabajo nos permite extraer conclusiones opuestas al pensamiento predominante. En efecto, se destacan tres ideas centrales.

Primero, se registra un comportamiento diferencial entre aquellas crisis que tuvieron impactos reales significativos y aquellas que no, permitiéndonos afirmar que la distinción entre crisis cambiarias recesivas y no recesivas resulta relevante.

En segundo lugar aparece la cuestión de la política económica tendiente a la consolidación fiscal. Aun considerando como objetivo de política la reducción del déficit fiscal en términos del PBI, se observa que cuanto mayores son los efectos reales de las crisis cambiarias, mayor es la dificultad de reducir el déficit tanto en magnitud como en su persistencia en el tiempo.

En tercer lugar, existe una fuerte asociación entre aquellas crisis cambiarias no recesivas y la presencia de una política fiscal expansiva. En el caso de las crisis cambiarias recesivas se registra una desaceleración del gasto en el periodo previo a la crisis dando lugar a una recesión en un contexto de elevada presión cambiaria. En cambio, para las crisis cambiarias no recesivas el gasto público real va en la dirección opuesta: no solo no se desacelera sino que se expande durante el periodo de stress cambiario, incluso por encima del crecimiento del gasto durante el periodo tranquilo.

En este sentido, dado que los países en desarrollo sufren continuas crisis cambiarias debido a su configuración estructural, se hace preciso revisar las discusiones sobre el rol del gasto público al momento que la crisis se produce y durante sus periodos posteriores. Una política distinta a las recomendaciones de los organismos internacionales, en especial la de consolidaciones fiscales, resulta mucho más efectiva para moderar los efectos negativos de las crisis de balance de pagos sobre la actividad económica corriente.

Referencias

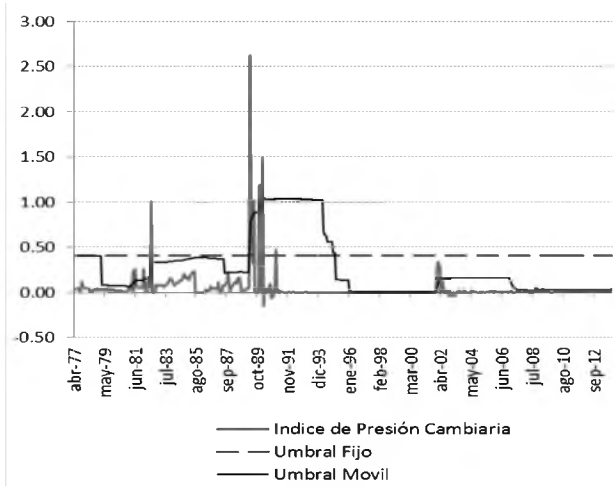
- Alesina, A. y Ardagna, S. (2010). Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending, en J. Brown (Ed.), *Tax Policy and the Economy*, Vol. 24, Chicago: Chicago University Press.
- Ball, L. (2014). Long-term damage from the Great Recession in OECD countries, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 11 (2), 149-160.
- Barro, R. (1974). Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, 82 (6), 1095-1117.
- Barro, R. (1989). The Ricardian approach to budget deficits, *Journal of Economic Perspectives*, 3 (2), 37-54.
- Baxter, M. y King, R. (1993). Fiscal policy in general equilibrium, *American Economic Review*, 83 (3), 315-334.
- Blanchard, O., Cerutti, E. y Summers, L. (2015). Inflation and activity – Two explorations and their monetary policy implications, NBER Working Paper No. 21726.
- Blanchard, O. y Leigh, D. (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers, *American Economic Review*, 103 (3), 117-120.
- Blanchard, O. y Summers, L. (1986). Hysteresis and the European unemployment problem, en S. Fischer (Ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1986*, Cambridge: MIT Press.
- Boyer, R. (2012). The four fallacies of contemporary austerity policies: the lost Keynesian legacy. *Cambridge Journal of Economics*, 36(1), 283-312.
- Carlin, W y Soskice, D. (2014). *Macroeconomics*, New York: Oxford University Press.
- Chinn, M. (2013). Fiscal multipliers, en S. Durlauf y L. Blume (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Londres: Palgrave Macmillan.
- Christiano, L. Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2011). When is government spending multiplier large?, *Journal of Political Economy*, 119 (1), 78-121.
- Dullien, S. (2012). Is new always better than old? On the treatment of fiscal policy in Keynesian models, *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, 5-23.

- Dutt, A. K. (2006). Aggregate demand, aggregate supply and economic growth. *International Review of Applied Economics*, 20(3), 319-336.
- Eichengreen, B., Rose, A., & Wyplosz, C. (1997). Contagious Currency Crises. *Scandinavian Economic Review* 98 , 463-84.
- Fatás, A. y Summers, L. (2016). The permanent effects of fiscal consolidations, NBER Working Paper No. 22374.
- Fondo Monetario Internacional (2010). *World Economic Outlook*, Washington.
- Galí, J., López-Salido, J.D., y Vallés, J. (2007). Understanding the effects of government spending on consumption, *Journal of the European Economic Association*, 5 (1), 227-270.
- Gechert, S., Horn, G. y Paetz, C. (2015). Long-term effects of fiscal stimulus and austerity in Europe, IMK Working Paper No. 179, Düsseldorf.
- Gechert, S. y Rannenberg, A. (2014). Are fiscal multipliers regime-dependent? A meta regression analysis, IMK Working Paper No. 139, Düsseldorf.
- Girton, L., & Roper, D. (1977). A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience. *The American Economic Review*, 537-548.
- Guajardo, J., Leigh, D. y Pescatori, A. (2014). Expansionary austerity: new evidence, *Journal of the European Economic Association*, 12 (4), 949-968.
- Gupta, P., Mishra, D., & Sahay, R. (2007). Behavior of output during currency crisis. *Journal of International Economics*, Vol. 72 , 428-450.
- Kaminsky, G. L. (2006). Currency crises: Are they all the same? *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 503-527.
- Kühn, S., Muysken, J. y van Veen, T. (2010). The adverse effect of government spending on private consumption in New Keynesian models, *Metroeconomica*, 61 (4), 621-639.
- Lucas, R. Jr. (1976). *Econometric policy evaluation: a critique*, en R. Lucas: *Studies in Business Cycle Theory*, Oxford: Blackwell.
- Qazizada, W. y Stockhammer, E. (2015). Government spending

- multipliers in contraction and expansion, *International Review of Applied Economics*, 29 (2), 238-258.
- Ricardo, D. (1951 [1821]). *Principles of Political Economy and Taxation*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Romer, D. (2010). *Advanced Macroeconomics*, 4ta edición, New York: McGraw-Hill.
- Woodford, M. (2011). Simple analytics of the government expenditure multiplier, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3 (1), 1-35.
- Setterfield, M. (1997). *Rapid Growth and Relative Decline: Modelling Macroeconomic Dynamics with Hysteresis*, Londres: Palgrave Macmillan.
- Serrano, F (1995). Long period effective demand and the Sraffian-supermultiplier. *Contributions to Political Economy*, 14 (0), 67-90.
- Zeolla, N. y Bastourre, D (2016). Un estudio empírico sobre los determinantes de las crisis cambiarias recesivas en América Latina y otros países emergentes 1960-2012 ¿Crisis de fundamentales o crisis de política? II Congreso Internacional de Pensamiento Económico Latinoamericano (APEL), 27 y 28 de Octubre, Cochabamba-Bolivia.
- Zeza, G. (2012). The impact of fiscal austerity in the Eurozone. *Review of Keynesian Economics*.

Apéndice

Grafico 6: Índice de presión cambiaria, umbrales fijos y umbrales móviles para la detección de crisis. Argentina 1960–2012.



Fuente: Elaboración propia en base a Índices de presión cambiaria y umbrales, IFS-IMF.

Cuadro 5: Detalle de variables, fuente de información y tipo de

Variable	Fuente	Codigo IMF-IFS	Tipo
PBI (corriente)	IMF-IFS	NGDP_XDC	Moneda local
PBI (real)	IMF-IFS	NGDP_R_XDC	Moneda local
Tasas de Interés	IMF-IFS	FIDR	Tasa %
Tipo de Cambio	IMF-IFS	ENDA_XDC_USD_RATE	ML x USD
Reservas	IMF-IFS	RAFAFX_XDR	USD
Déficit Fiscal	IMF-IFS, MECON, WDI-WB	GBXCCB_G01_CA_XDC; GCXCCB_G01_CA_XDC	Moneda local
Gasto Publico	IMF-IFS, MECON, WDI-WB	GBE_G01_AC_XDC; GCE_G01_CA_XDC	Moneda local
Inflación	IMF-IFS	PCPI	Var % anual

Cuadro 6: Países y extensión temporal de las observaciones

País	Inicio	Fin	País	Inicio	Fin
Argentina	1994	2013	Mexico	1994	2013
Bolivia	1991	2013	Paraguay	1995	2013
Brasil	1996	2013	Peru	1980	2013
Chile	1981	2013	Filipinas	1982	2013
Rep. Checa	1995	2013	Polonia	1996	2013
Grecia	2002	2006	Rusia	1996	2013
Hungria	1996	2013	Thailand	1994	2013
Indonesia	1998	2013	Turkey	1988	2013
Corea del Sur	1961	2013	Uruguay	2006	2013
Malaysia	1989	2013			

