



Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Buenos Aires



**“Devaluación y Recuperación en 2002,
sigue vigente el estructuralismo?”**

Seminario de Integración y Aplicación
Licenciatura en Economía

Segundo Cuatrimestre, Año 2008

Autor: Cristian Navarro

Nº de Registro: 836.738

Tutor: Andrés Asiain

Índice

1. Introducción	1
2. Marco Teórico	2
2.1. <i>Enfoque Estructuralista</i>	2
2.1.1. Devaluación y Mecanismo Redistributivo	3
2.1.2. Modelo de Restricción de Balance de Pagos.....	5
2.2. <i>Enfoque del Mainstream sobre la Devaluación.....</i>	9
2.2.1. Síntesis Neoclásica.....	9
2.2.2. Monetarismo Global	11
2.2.3. Nuevas Teorías.....	12
3. Dinámica Macro en los 90'	13
3.1. <i>Breve Digresión: Devaluación y Recesión, o Causalidad Inversa?.....</i>	15
4. Recuperación Post - Devaluación.....	15
4.1. <i>Piso del Ciclo.....</i>	16
4.2. <i>Condiciones para la Reactivación.....</i>	20
5. Similitudes y Diferencias entre los Hechos y la Teoría.....	23
5.1. <i>Pass – Through Sobreestimado?.....</i>	27
5.2. <i>Otras Influencias en el Proceso de Reactivación</i>	31
6. Implicancias de Política Económica	33
7. Conclusión.....	35
8. Bibliografía	36

1. **Introducción**

La economía argentina se encontró expuesta durante décadas a períodos de auge económico y diferentes tipos de crisis: financieras, cambiarias, inflacionarias, recesivas, con sus respectivas combinaciones. Estos procesos confluyeron a generar un gran interés en los teóricos, tanto nacionales como extranjeros, por lograr encontrar explicaciones a la volatilidad inherente del proceso de crecimiento argentino.

Para conseguir el objetivo mencionado se construyeron, y se intentaron aplicar al caso argentino diferentes teorías, tanto ortodoxas como heterodoxas, diferentes “recetas” para suavizar o eliminar esa volatilidad. Los hechos probaron que ninguna funcionó completamente. El enfoque ortodoxo, que promulgaba la prudencia y sostenibilidad de las cuentas fiscales, la apertura de la economía real y financiera, culminó en poca generación de empleo, corridas contra el tipo de cambio y maxi-devaluaciones. Las políticas heterodoxas, aunque con un diagnóstico a priori más adecuado de la situación, no lograron resolver los problemas de equilibrio interno y externo.

Este trabajo busca dilucidar si el marco teórico estructuralista permite explicar la exitosa recuperación de la economía argentina tras su mayor crisis. La postura estructuralista sostiene que las devaluaciones en Argentina son contractivas, esta es la forma en qué se ajusta el balance de pagos, a diferencia de los países centrales o desarrollados, y es lo que a su vez genera la volatilidad observadas en las series de tiempo del último siglo. Los puntos a analizar son los siguientes, la devaluación del 2002 no debería haber sido contractiva en el corto o mediano plazo? Por qué la economía se recuperó en forma tan veloz? Cuáles fueron los factores que contribuyeron a este proceso? El problema económico a resolver, es el siguiente: cómo hizo la economía argentina para recuperarse de la crisis 2001-2002, si todos los pronósticos teóricos estructuralistas sostenían lo contrario.

Si se pudieran resolver estos interrogantes, la aplicación práctica de las ideas teóricas estructuralistas sería de vital importancia para la economía argentina, ya que se comprendería de mejor manera las causas de la volatilidad del ciclo argentino, y de esta forma, sus potenciales soluciones o correcciones.

Ahora bien, considero que ante cualquier tipo de problema económico, se debe buscar aproximarse al mismo teniendo en cuenta los diferentes enfoques existentes. Es decir, abrir las posibilidades a diferentes estructuras teóricas para que compitan por el mismo objetivo: la explicación del fenómeno bajo análisis. Es por esto que decidí incluir en el trabajo la postura del mainstream¹ sobre las devaluaciones y sus consecuencias, de forma tal de considerarla como competidora de la visión estructuralista.

La hipótesis del presente trabajo es la siguiente: *La devaluación al modificar los precios relativos relajó la restricción externa que enfrenta la economía argentina, generando las condiciones necesarias para un período de crecimiento sostenido. De esta forma, el proceso de recuperación post 2002 puede representarse en forma coherente bajo un marco estructuralista, y no bajo una postura tradicional o mainstream (en sus diferentes posturas).*

El trabajo se estructura de la siguiente forma. En la primera sección se explica en qué consiste la visión estructuralista sobre la devaluación y se presenta un modelo que representa el funcionamiento de una economía restringida por el sector externo. También, se exponen las ideas del mainstream (nuevamente,

¹ La postura del mainstream u ortodoxia se identifica en primer lugar con la teoría económica keynesiana, luego con la síntesis neoclásica, principalmente el modelo Mundell-Fleming. A su vez, se presentan en el trabajo las ideas identificadas con el monetarismo global, como nuevas teorías surgidas en los últimos años.

en sus diferentes versiones), sobre las devaluaciones y sus consecuencias sobre la economía. En la segunda, se realiza un breve resumen de la dinámica macro pre-crisis 2002. En la tercera sección, se explica el proceso de recuperación (desde la visión del autor), para poder vincularlo con las ideas teóricas presentadas en la primera sección. En la cuarta, se muestra donde residen las similitudes y/o diferencias entre lo sucedido en los hechos y lo postulado por las diferentes teorías presentadas previamente. En la quinta, se exponen diferentes implicancias de política económica que se desprenden de lo analizado hasta ese punto. En la sexta y última sección, se plantean las conclusiones finales.

2. Marco Teórico

2.1. Enfoque Estructuralista

La teoría estructuralista se formó en base a las experiencias de los planes de ajuste y estabilización de la segunda mitad de los años cincuenta y comienzos de los sesenta; se proponía explicar el carácter recesivo de las devaluaciones, lo cual contradecía las predicciones del modelo neoclásico tradicional (Keifman, 2005). Los principales exponentes de esta literatura fueron: Díaz-Alejandro (1963), Braun y Joy (1968), Diamand (1972), Diamand y Crovetto (1988).

Para esta escuela de pensamiento, la restricción externa es de carácter estructural, ya que constituye una característica de crecimiento de aquellos países que emprenden su industrialización en un contexto de desventajas comparativas para la industria, frente a un sector exportador primario de alta productividad, que trabaja a precios internacionales; esta es la estructura productiva desequilibrada (EPD).

Siguiendo el planteo de Diamand (1972), la primera propiedad de las EPD es la imposibilidad de la mayor parte del sector industrial de exportar sus productos a causa de sus precios no competitivos internacionalmente. La segunda, que surge de la anterior, es la divergencia de las necesidades rápidamente crecientes de divisas, asociadas con el desarrollo de la industria y de los servicios, y la provisión de divisas, principalmente a cargo del sector primario, de un crecimiento más lento. En los comienzos del proceso de industrialización la sustitución progresa rápidamente y el ahorro de divisas dado por aquellos productos que se dejan de importar compensa el incremento de las importaciones de los demás insumos y bienes de capital que siguen siendo necesarios para dicho proceso de sustitución. Pero a medida que este se profundiza, por un lado las limitaciones de escala, de ciertos recursos naturales y de capitales de inversión y, por el otro, los rápidos cambios tecnológicos mundiales hacen que el proceso de sustitución se vuelva cada vez más lento y la compensación choque con crecientes dificultades. Como resultado, la provisión de divisas, se atrasa en forma permanente con respecto a las necesidades de medios de pago internacionales que aumentan rápidamente a medida que crece el producto. Aparece así una crónica insuficiencia de divisas que restringe la actividad económica en un nivel inferior al límite que marca la capacidad productiva o genera una devaluación.

Ante esta situación, la progresiva y crónica falta de divisas presiona sobre el mercado cambiario, y al haber una respuesta lenta a incentivos a través de los precios relativos (Olivera, 1964), y con una industria a su vez incapaz de exportar (Prebisch, 1952), hacen falta devaluaciones muy grandes para restablecer el equilibrio macro. Lo que a su vez, genera transferencias enormes de ingresos entre los distintos grupos

sociales de la economía. Argentina exporta bienes salarios, por lo que estas depreciaciones del tipo de cambio afectan directamente el salario real de los trabajadores. La devaluación “de estabilidad”² (Nicolini, 2007) al tener que ser muy profunda, produce fuertes caídas en el salario real, lo cual produce reclamos por parte de los trabajadores para recuperar las posiciones perdidas, que dada la estructura social corporativista y las fuertes posiciones sindicales consiguen elevar sus ingresos (Braun y Joy). Esto se traduce en una espiral precio-salarios, que al no existir “competencia perfecta” en el mercado de bienes, da un nuevo empujón a la ya existente tendencia alcista iniciada por la devaluación.

2.1.1. Devaluación y Mecanismo Redistributivo

La explicación estructuralista del carácter contractivo o recesivo de las devaluaciones pone énfasis en su mecanismo redistributivo. La suba del tipo de cambio encarece los alimentos, el bien exportable y salarial a la vez, reduciendo la demanda de los trabajadores (al haber salarios rígidos) por otros bienes, por ejemplo, manufacturas. La caída de la demanda de manufacturas no se ve compensada por lo mayores beneficios del sector que produce el bien exportable, debido a que la propensión marginal a consumir de los trabajadores es mayor que la de los capitalistas (Kaldor, 1956 y Díaz-Alejandro, 1963), y porque los mayores ahorros tampoco se traducen en una demanda suficientemente mayor de bienes de capital dirigida al sector manufacturero local (Braun y Joy, 1968). La insuficiencia de la inversión puede deberse al efecto acelerador negativo en el sector manufacturero, como a la suba de la tasa de interés por el alza de precios (Keifman, 2005)³. Esto último se ve agravado de existir salidas bruscas de capitales.

En la Argentina, el precio de los bienes industriales está demasiado alejado de los internacionales para que la depreciación incentive sus exportaciones, y a la vez, las limitaciones de oferta y los eventuales problemas de demanda de las agropecuarias, produce que por lo menos en el corto o mediano plazo, sean inelásticas. A su vez, las importaciones son esenciales, por lo que el margen de sustitución conseguido es pequeño. La elevación de tipo de cambio produce el aumento de costo de los productos importados, y también de los exportados, que se traducen en el aumento del nivel de los precios internos. Esta es la “inflación cambiaria” de Marcelo Diamand. Se produce así una gran transferencia de ingresos hacia el agro y los sectores que menos gastan, su contracara son caídas del salario real, en conjunción con un aumento de los costos, la disminución de la demanda desencadena la recesión.

La inflación cambiaria constituye así una pieza vital del mecanismo “equilibrador” de la devaluación: al generar una recesión, disminuye la cantidad de importaciones y las necesidades de divisas, recuperándose el equilibrio externo. La mayor sustitución de importaciones y el incremento de las exportaciones que se supone deberían producirse a causa de la devaluación⁴, en la Argentina son reemplazadas por el descenso en la actividad. El equilibrio externo se restablece por motivos diferentes a los esgrimidos por la teoría del mainstream. El desequilibrio en el mercado cambiario, la devaluación forzada por dicho desequilibrio, la inflación cambiaria (que se combina con inflación por salarios) y la recesión conforman conjuntamente la crisis de balance de pagos argentina.

² Definida como aquella que equilibra el balance de pagos.

³ Los trabajos estructuralistas, en ocasiones, también atribuían el aumento de la tasa de interés a una política monetaria contractiva por parte del gobierno, que buscaba deprimir la actividad de manera tal que se reduzcan la demanda de divisas.

⁴ Este es el mecanismo utilizado en la teoría mainstream para mostrar los efectos expansivos de una devaluación.

En sintonía con esta visión, Paul Krugman y Lance Taylor (1978), se encuentran también entre los pioneros de la visión que postula el efecto contractivo de las devaluaciones. Afirman que el tratamiento teórico tradicional o de la síntesis neoclásica concluye generalmente que promueven la actividad económica. Para demostrar los efectos negativos construyen un modelo estructuralista, el cual presenta los siguientes mecanismos de transmisión:

- i. Cuando la devaluación se produce en una situación de déficit comercial, el incremento en el precio de los bienes transables reduce en forma inmediata el ingreso doméstico real, incrementándolo en el exterior, ya que los pagos en divisas exceden a los cobros. En la economía doméstica aumenta el valor del ahorro externo ex –ante, la demanda agregada cae ex – post, y con ella las importaciones. Cuanto mayor es el déficit inicial, mayor es la contracción del ingreso.
- ii. Aún cuando el comercio esté inicialmente en equilibrio, la devaluación incrementa el precio de los bienes transables en relación a los no transables, generando un alza en las ganancias de las industrias competitivas de exportación e importación. Si los salarios nominales se retrasan frente a los precios, y si la propensión al ahorro sobre las ganancias es mayor que sobre los salarios, el ahorro nacional se eleva en forma ex ante. La magnitud de la consiguiente contracción de la demanda interna depende de la diferencia en la propensión al ahorro entre ambas clases (este es el canal postulado por Díaz - Alejandro).
- iii. Si existe un impuesto ad-valorem sobre las exportaciones o importaciones, la devaluación redistribuye los ingresos desde el sector privado hacia el gobierno, que tiene una propensión al ahorro igual a uno en el corto plazo (ya que decide su política de gastos en forma independiente de sus ingresos de corto plazo). De nuevo, el resultado es una reducción en la demanda agregada.
- iv. Enfoque monetario: la devaluación al generar un aumento de precios incrementa la demanda nominal de moneda para mantener constante la cantidad real de dinero necesaria para operar. Esto hace subir la tasa de interés, si esto no es neutralizado por el ingreso de capitales, podría forzar una caída de la demanda agregada. Este efecto se reforzaría si a esto se suma la menor emisión como contrapartida de que el gobierno mejora sus cuentas por la mayor recaudación de impuestos al comercio exterior.

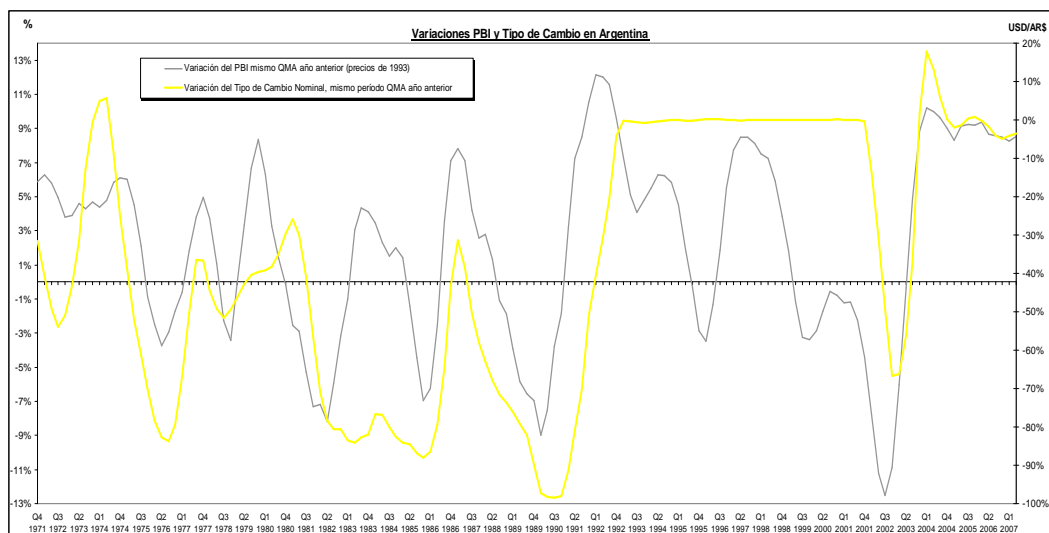
De esta forma, vemos cómo estos autores coinciden con el estructuralismo latinoamericano en torno a los efectos depresivos de la devaluación, principalmente al modificar los precios relativos y al desencadenar un proceso inflacionario, y como esto impacta negativamente en la demanda agregada y de allí en la actividad económica⁵. Por lo tanto, según Krugman y Taylor, los efectos decididamente contractivos de la devaluación deben ser compensados mediante políticas que reactiven la demanda.

En síntesis, para el estructuralismo (latinoamericano), las características estructurales de la economía conducen a ciclos de stop & go, los aumentos en la demanda colisionan con la falta de divisas, deprimiendo la actividad (vía devaluaciones) hasta el punto en que es compatible con la brecha externa. Los aumentos de salarios, el déficit fiscal o la inversión (interna/externa) son los factores estimulantes de

⁵ Por lo tanto, estas ideas también serán contrastadas con los hechos observados a fin de acercarnos a la hipótesis planteada.

la demanda y los canales a través de lo que se recupera la economía de las crisis, por lo que el ciclo se repite una y otra vez.

Gráfico 1



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

De esta manera, es clave entender el proceso por el cual se gestan las crisis (cambiarías) argentinas, y a su vez estudiar el mecanismo que empuja la economía desde el piso de la recesión hacia una nueva etapa de crecimiento, como la observada a partir del 2002.

2.1.2. Modelo de Restricción de Balance de Pagos

En los países donde el crecimiento se encuentra restringido por el funcionamiento de su sector externo, la posición de este determina el ciclo económico, la variable clave es la divisa. Las decisiones internas de inversión y consumo, crecimiento de la oferta de trabajo y de los alimentos afectan los ingresos y egresos de divisas al país ya sea porque requieren maquinarias o bienes importados, modifican la competitividad por el costo de la mano de obra, requieren la importación de alimentos o disminuir su exportación, fomentar el ingreso de empresas transnacionales, etc.

El crecimiento restringido por el sector externo requiere en el corto plazo que el ajuste del mercado de cambios ante un exceso de demanda de divisas se realice por la vía de una contracción en el nivel de actividad económica. Si la devaluación reequilibra el mercado de divisas sin afectar negativamente el nivel de actividad o si el sistema financiero internacional está dispuesto a financiar cualquier déficit de cuenta corriente que se presente, el estudio de la dinámica del balance de pagos no sería un punto relevante dentro de la teoría del crecimiento o la macroeconomía, al no generar ciclos en la actividad.

A continuación presento un modelo de restricción por balance de pagos, utilizado por Diamond y Crovetto (1988), para así representar formalmente las ideas estructuralistas mencionadas, y a su vez, será útil para representar y entender la economía argentina en las secciones posteriores.

La determinación del producto doméstico para una economía abierta se define como:

$$(1) \quad Y = C + I + X - M$$

El consumo (global) es una función lineal que depende del ingreso doméstico.

$$(2) \quad C = cY$$

El ahorro se define de la siguiente forma, donde s es la propensión media a ahorrar,

$$(3) \quad S = (1-c)Y = sY$$

Existe una propensión media a importar, distribuida uniformemente en toda la actividad económica.

$$(4) \quad M = mY$$

Reemplazando (3) y (4) en (1) se puede definir el nivel del producto,

$$(5) \quad Y = \frac{I + X}{s + m}$$

Para obtener una medida del grado de utilización de la capacidad productiva, se introduce el concepto de producto potencial Y^* , definido como el máximo producto que es posible obtener con el pleno empleo de los recursos productivos disponibles, para un nivel dado de productividad del capital. El grado de utilización está dado por $u = Y/Y^*$. De esta manera, el coeficiente de inversión y de exportación referidos al producto potencial son $i = I/Y^*$ y $x = X/Y^*$. Para simplificar, $Y^* = 1$. Al dividir (5) por Y^* obtenemos:

$$(6) \quad u = \frac{i + x}{s + m}$$

En consecuencia, la condición por la que se consigue la plena utilización de la capacidad productiva ($u=1$ o $Y=Y^*$) es:

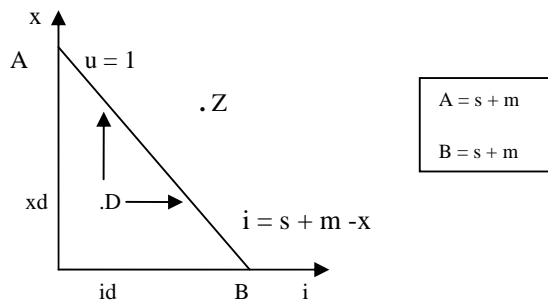
$$i + x = s + m$$

es decir,

$$(7) \quad \boxed{i = s + m - x}$$

La ecuación (7) es una recta con una pendiente negativa de 45°, la cual representa aquellas combinaciones posibles entre el nivel de exportaciones y el nivel de inversiones que permiten alcanzar el pleno empleo, para s y m dados.

Gráfico 2



Los puntos ubicados por fuera del triángulo OAB (Ej. Z) corresponden a un exceso de demanda agregada respecto a la oferta, lo cual desencadena una inflación de demanda. Si la economía está en un punto como D, se la puede reactivar aumentando i , x o combinar los dos hasta llegar a la frontera $u = 1$.

También sería posible reactivarla reduciendo s o m , con lo que la recta AB se desplazaría en forma paralela a sí misma acercándose a D⁶. La diferencia entre los dos primeros métodos para reactivar la

⁶ A efectos de simplificar el modelo, el trabajo citado los supone constantes a ambos coeficientes.

economía es que el aumento de las exportaciones eleva la demanda sin aumentar el producto potencial, en cambio, la inversión multiplicada por la productividad del capital (a) hace crecer Y^* .

$$(8) \quad \frac{\Delta Y^*}{Y^*} = g = ai$$

Ahora se incorpora la condición de equilibrio externo de la economía, suponiendo la ausencia de movimiento de capitales y reservas constantes.

$$X - M = 0 = X - mY$$

Dividiendo por el producto potencial, y sustituyendo de (6),

$$(9) \quad x - m \cdot \frac{i + x}{s + m} = 0$$

En consecuencia,

$$(10) \quad \boxed{x = \frac{m}{s} \cdot i}$$

La ecuación (10), representada en el gráfico 3, es una recta que pasa por el origen, cuya pendiente es el cociente entre la propensión a importar y la propensión a ahorrar.

Gráfico 3

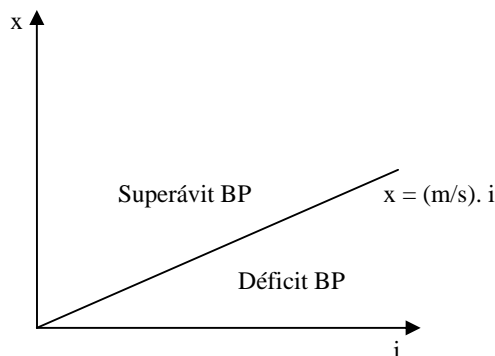
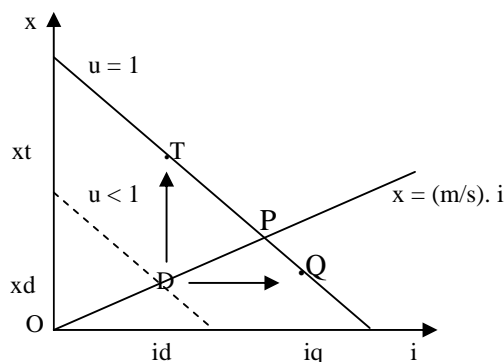


Gráfico 4



Combinando las ecuaciones (7) y (10), vemos en el gráfico 4 que la economía puede quedar limitada por dos restricciones: la disponibilidad de recursos reales, y la disponibilidad de divisas.

Si la economía está en el punto D, la tentativa de llevarla al pleno empleo aumentando i_d hasta i_q , puede terminar fácilmente en el punto Q al contar con exportaciones que reaccionan lentamente e importaciones imprescindibles para la actividad. Este punto no es viable por encontrarse en la zona de desequilibrio de balance de pagos, por lo que debe disminuirse el nivel de actividad, devaluar⁷ o ambas. En cambio, al reactivar vía exportaciones (de x_d a x_t), se llega al punto T, con pleno empleo y superávit de balance de pagos. De todas formas, el punto P es el ideal, ya que maximiza la inversión y con ella el crecimiento de la economía, sin tener déficit externo. Al ser P, la intersección entre las dos rectas, se puede resolver el sistema y obtener los siguientes valores:

$$(11) \quad x_p = m$$

$$(12) \quad i_p = s$$

⁷ La cuál por sí sola puede disminuir el nivel de actividad, como se explicó previamente.

Esto quiere decir que el máximo coeficiente de inversión y por lo tanto el máximo crecimiento (dados m y s), se obtiene haciendo que el coeficiente de inversión sea igual al coeficiente de ahorro y el coeficiente de exportación se iguale al de importación. Aquellas economías que no tienen problemas crónicos de balanza de pagos, manejan el tipo de cambio, las políticas monetarias, y otros instrumentos de política de modo de alcanzar el coeficiente x_p . El problema de las EPD es precisamente su dificultad para lograr y mantener el coeficiente de exportación x_p necesario para evitar la restricción externa. Debido a las limitaciones de oferta, el crecimiento de las exportaciones primarias generalmente es más lento que el crecimiento alcanzado por la industria (y las importaciones necesarias) en los períodos de expansión. De allí, el retraso crónico en la generación de divisas frente a sus necesidades.

Si las exportaciones llegan solamente al valor x_d del gráfico 4, inferior al necesario para lograr el pleno empleo y el máximo punto de crecimiento del punto P , la inversión queda limitada a i_d y el grado de ocupación de la capacidad desciende hasta u_d .

$$(13) \quad u_d = \frac{i_d + x_d}{s + m} < 1$$

En base a (10) se determina $i_d = (s/m) \cdot x_d$, y reemplazando esto último en (13), obtenemos:

$$(14) \quad u_d = x_d/m$$

Esto significa, que en la zona de la restricción externa tanto el grado de ocupación de la capacidad productiva, como el coeficiente de inversión i y, con él, el coeficiente $g = ai$, son proporcionales al coeficiente x . De esta manera, en las EPD, el crecimiento de las exportaciones no es una alternativa al desarrollo del mercado interno, sino una condición para lograr que ese desarrollo opere.

2.1.2.1. Movimiento de Capitales

Al introducir el movimiento de capitales, la ecuación del balance de pagos toma la siguiente forma,

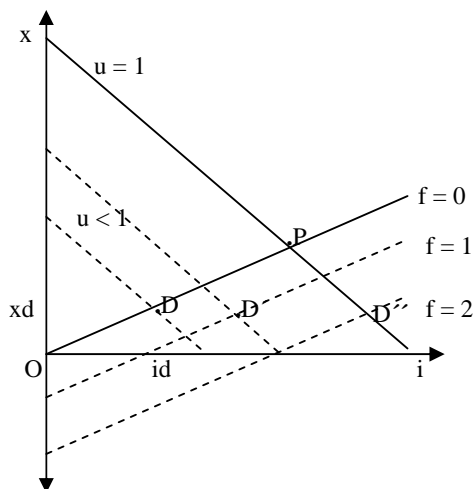
$$B = X - M + F$$

Postulando el equilibrio como $B = 0$, definiendo $f = F/Y^*$, y con pocos pasos se llega a:

$$(15) \quad \boxed{x = (m/s) \cdot i - (m/s) \cdot f - f}$$

De este modo, la recta OP del gráfico 3, que representaba el balance de pagos, se transforma en una familia de rectas paralelas, cada una correspondiente a un nivel de f , representadas en el gráfico 5.

Gráfico 5



Si $f = 0$, está vigente la restricción externa y el límite al sistema es el punto D. Si existe un ingreso de capitales ($f > 0$), la recta representativa del balance de pagos se desplaza hacia abajo. El punto límite D se irá moviendo en forma descendente hasta D' , donde el nivel de empleo estará dado por $u' = (xd + f1)/m$. La restricción externa quedará eliminada cuando se logre $u = 1$ (D''), equivalente a $(xd + f2)/m = 1$. Es decir, la restricción externa desaparece cuando la suma de las exportaciones y de las entradas de capital ($f = 2$) se iguale a las importaciones de pleno empleo.

En términos de crecimiento, se ve que en el punto D, $ud = xd/m < 1$. En el punto de pleno empleo, D'' , $u = (xd + f2)/m = 1$, dando lugar a un crecimiento por vía de la reactivación de la capacidad productiva ya existente. La capacidad de los capitales extranjeros de conseguir un aumento de producción o evitar su caída por un efecto recesivo, en magnitudes mucho mayores que la del aporte realizado, no se relaciona con su capacidad de remediar una insuficiencia de ahorro nacional, se deriva del carácter de divisa que poseen. Esto se desprende de la ecuación, $u' = (xd + f1)/m$, la cual permite ver que a los fines de determinar el grado de utilización de la capacidad productiva o eliminar la restricción externa, los aportes f son intercambiables con x , es decir, funcionan como divisas. Pero la contribución de los capitales al crecimiento no se agota en su efecto reactivamente; permiten incrementar las inversiones y con ellas acelerar el crecimiento de la capacidad productiva ($g = ai$).

Su papel consiste en ofrecer una vía rápida para incrementar el producto y la capacidad productiva por efecto de la reactivación, como para evitar las caídas del ingreso cuando el sector externo entra en desequilibrio. De esta manera, existiría la posibilidad de utilizar los flujos de capitales para suavizar el ciclo de las economías restringidas por balance de pagos. Esto, a su vez, dependerá de la forma que sean utilizados estos capitales, ya que de no ser aprovechados productivamente, con el tiempo se convierten en un stock de deuda que nuevamente restringe las posibilidades de crecimiento.

La EPD argentina precisa de los ingresos de capitales para mantener el ciclo de crecimiento, de otra forma, la devaluación contractiva es inevitable según el enfoque estructuralista. A su vez, estos flujos son extremadamente volátiles, por lo que su fuerte reversión puede anticipar una crisis cambiaria o agravarla. Y dado que la restricción opera en divisas, para minimizar estos riesgos, es necesario aumentar la capacidad de generarlas, aumentando las exportaciones y/o reduciendo las importaciones.

2.2. Enfoque del Mainstream sobre la Devaluación

2.2.1. Síntesis Neoclásica

Las primeras aproximaciones teóricas sobre los efectos de una devaluación se centraban en la condición de Marshall – Lerner, la cual implicaba que una devaluación tendría efectos positivos sobre la balanza comercial y el producto siempre que se cumpliera la siguiente desigualdad: $\mu_m + \mu_x > 1$. Con μ_m y μ_x siendo las elasticidades precio de demanda de importaciones y de exportaciones (del resto del mundo), respectivamente. Esta condición se derivó de un escenario en el cual el país se especializa en la producción de un bien exportable cuya demanda es infinitamente elástica. La devaluación debía incrementar la competitividad del país, aumentar la producción y la exportación de bienes transables, reducir las importaciones, así mejorar el balance comercial, la demanda agregada y el ingreso.

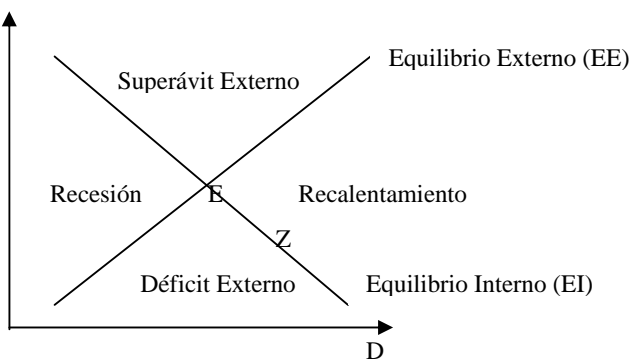
En 1952, Sydney Alexander aclaró que si la devaluación debía mejorar la cuenta corriente se tenía que reducir en cierta forma el gasto en relación al ingreso, esta idea se conoce como el “Enfoque de la

Absorción”. Sostenía que el enfoque de las elasticidades tendía a dar una visión simplista sobre las consecuencias de una devaluación. El efecto sobre el producto es claro: aumentan las exportaciones netas vía la mayor competitividad del país y el encarecimiento de las importaciones. Pero el aumento en la producción sólo puede darse si la economía no está al máximo de su capacidad productiva. Por lo que la conclusión es simple: si se devalúa cerca del pleno empleo, se debe acompañar esta medida de una política que reduzca la demanda, para que pueda mejorar el balance de pagos vía la cuenta corriente.

Estas conclusiones pueden comprenderse más fácilmente a través de lo que se llamó la “Síntesis de Meade”. Su trabajo se basó en estudiar las condiciones para que un país alcanzara simultáneamente el equilibrio interno y externo. El concepto de equilibrio interno se refiere a alcanzar el mayor nivel de demanda y empleo consistente con evitar presiones inflacionarias excesivas⁸. El concepto de equilibrio externo se refiere al equilibrio de la balanza de pagos. Para esto se requería la utilización de herramientas de política, con efectos diferenciados sobre el ingreso y sobre el balance de pagos⁹.

Si suponemos un nivel de D (gasto doméstico) y de e (tipo de cambio real), que producen la suficiente demanda para estar en el equilibrio interno, cualquier incremento en algún componente de la demanda agregada, ceteris paribus, genera un exceso de demanda. Por lo tanto, para mantener el equilibrio interno se esperaría una apreciación de la moneda, redireccionando la demanda fuera de la producción local. Por lo tanto, la recta del equilibrio interno tiene pendiente negativa. Un argumento similar, permite demostrar la pendiente de recta restante, un aumento de la demanda genera un déficit de cuenta corriente al demandarse más importaciones, por lo que debe ser compensado mediante un aumento del tipo de cambio real.

Gráfico 6



La economía puede encontrarse en un punto como Z de equilibrio interno, pero desequilibrio externo. Esta situación puede recomponerse mediante una caída en la demanda hasta cruzar la recta del EE, el costo sería un desempleo creciente. Para evitar esto, la economía debe redireccionar su gasto hacia la producción doméstica (expenditure-switching), es decir, devaluar. Pero para estas teorías, depreciar la moneda sin un ajuste deflacionista implica empujar la economía desde el punto Z verticalmente, donde las ganancias por mayor competitividad serían eliminadas por la inflación de demanda. En otras palabras, una devaluación “exitosa” desde un punto de pleno empleo debe ser acompañada por políticas que restrinjan la demanda (expenditure-reducing).

⁸ Esto es similar a hablar de la tasa natural de desempleo o NAIRU de la visión monetarista.

⁹ La idea general es que n objetivos necesitan n instrumentos independientes para ser alcanzados (Jan Tinbergen).

La teoría del mainstream tradicional (la síntesis neoclásica) sobre la devaluación se desprende de las ideas presentadas hasta aquí, el modelo emblemático es el IS-LM-BP o Mundell – Fleming, combinando así ideas keynesianas y neoclásicas. Estos se basan en la estructura productiva de los países centrales, ya industrializados, donde las caídas del tipo de cambio (moneda internacional/moneda doméstica) provocan automáticamente mayores exportaciones. Además, en los países desarrollados las importaciones se efectúan en general por razones de precios, por lo tanto, el encarecimiento de estas lleva a que sean sustituidas por la industria nacional. Durante décadas ésta fue la visión dominante¹⁰. La idea es que aún cuando un país enfrenta una reversión en los flujos de capitales, existe cierta combinación óptima de políticas fiscales/monetarias y políticas cambiarias que deberían conseguir el ajuste del sector externo, sin sacrificar necesariamente el balance interno (una recesión). El efecto expansivo de la devaluación se supone más que compensador frente a los efectos contractivos, por ejemplo, la inflación.

2.2.2. Monetarismo Global

En relación a este último punto, cabe destacar las ideas monetaristas en torno a la devaluación del tipo de cambio en una economía abierta y pequeña. Las ideas “ortodoxas” que se desprenden de la síntesis neoclásica, no excluyen los factores monetarios. Se reconoce a la oferta monetaria como uno de los determinantes de la demanda agregada y que la devaluación genera inflación, reduciendo el stock real de dinero, y así a la demanda, por lo que el dinero está incluido en el panorama, pero no goza de un papel central. El enfoque monetario del balance de pagos realiza exactamente lo opuesto.

Para el enfoque tradicional o de la síntesis un aumento del ingreso, aumenta la demanda de importaciones por lo que empeora la situación del balance de pagos. A su vez, un aumento de precios reduce la competitividad, así que si se cumple la condición Marshall-Lerner, también desequilibra el sector externo. Aumentos de la tasa de interés, al atraer capitales mejoran su situación a la vez que reducen la actividad y mejora la cuenta corriente. Para el monetarismo global, por ejemplo, el primer caso no es tal, un aumento en el ingreso aumenta la demanda de dinero, empujando hacia arriba las tasas de interés, lo cuál incentiva la entrada de capitales extranjeros, por lo que suben las reservas (mejora el balance de pagos). La cuestión es si el ingreso, los precios y la tasa de interés pueden considerarse exógenos como lo hace esta corriente. Para los monetaristas extremos esto es así; el producto está determinado por el pleno empleo al haber salarios flexibles, mientras que los precios y la tasa de interés se determinan por arbitraje en el mercado mundial de bienes y activos financieros, respectivamente. Un cambio en los precios sólo puede darse a través de variaciones del tipo de cambio o el nivel de precios internacionales, así se mantiene constante el tipo de cambio real ($E.P^*/P$) por el arbitraje perfecto. Los precios experimentan ajustes rápidos en estos episodios, por lo que cualquier perturbación nominal es absorbida rápidamente por modificaciones en el nivel de precios sin verse afectadas las variables reales.

Las principales críticas a este enfoque radican en que sólo los commodities homogéneos pueden ser arbitrados y cuentan con precios internacionales equivalentes en diferentes países. Mientras que el resto de los productos manufacturados presentan desvíos importantes. Es decir, la paridad del poder de compra (PPP) no se cumple, y si lo hace es en el muy largo plazo. Por lo tanto, los movimientos en el tipo de

¹⁰ Ambos surgieron en la década del 60, buscando explicar a nivel macroeconómico la dinámica de las principales variables, bajo diferentes regímenes cambiarios y de apertura externa a los flujos de capitales.

cambio influyen los precios relativos, especialmente en el corto plazo y aún en el mediano. El traslado a precios de una devaluación no es total como supone el monetarismo¹¹, los mismos pueden presentar rigideces en el corto plazo, y así la devaluación puede tener efectos reales persistentes.

2.2.3. Nuevas Teorías

Con el tiempo las posturas “ortodoxas” fueron cediendo frente a la idea de que las devaluaciones son contractivas y que presentan un pass-through menor a la unidad, cobrando gran importancia a partir de las experiencias de diferentes países durante los 90’, surgiendo así varias teorías “nuevas”¹² en torno a los efectos negativos de una devaluación. A su vez, los estudios empíricos realizados en las últimas dos décadas concluyen que las devaluaciones son contractivas en el primer año, y tal vez en el segundo. Por ejemplo, Calvo y Reinhart (2000), encontraron que las exportaciones no aumentan en el primer año; mientras el enfoque tradicional de la síntesis suponía un sector exportador que reaccionaba firmemente frente al tipo de cambio. Aparentemente, la producción puede demorarse por diversos factores como la falta de créditos, aumento en el costo de insumos importados, aún cuando la producción sea exportable. Las importaciones son las que caen fuertemente, y es por esto que mejora la balanza comercial.

Como mencioné en el punto 2.1.1, Krugman y Taylor recuerdan que la devaluación no sólo tiene efectos de redireccionar el gasto (mejora el balance externo vía la cuenta corriente), sino que también reduce la demanda (empeora el balance interno), es decir, produce expenditure-switching pero también expenditure-reducing. En términos del gráfico 6, un aumento de E, reduce D a la vez que aumenta e, con la influencia relativa en cada de uno de ellos dependiendo del nivel de inflación que la devaluación genere. Por lo tanto, la economía subirá en dirección noroeste tras una devaluación, no hacia el norte directamente. Es posible que la economía se encuentre en un punto por debajo de la recta EI aún sin políticas deflacionistas, por lo que la aplicación de las mismas, crearán desempleo indeseado y excesivo.

En un trabajo de 1999, Krugman presenta un modelo en el cual se muestra uno de los principales canales (el otro es la inflación) con el que estas “nuevas teorías” identifican los efectos contractivos de las devaluaciones: el efecto de la hoja de balance. Este trabajo muestra que cuando los bancos y firmas tienen grandes deudas en moneda extranjera, estos pueden ser capaces de honrarlas con el tipo de cambio vigente, pero no cuando sube fuertemente. Los resultados son bancarrotas, despidos y caída de la actividad. Esto se consideró como la explicación más coherente de las devaluaciones de los 90’ en Asia y de sus posteriores efectos contractivos, ya que el pass-through del tipo de cambio fue más bajo en relación a otros períodos. Y a su vez, sirvió como golpe final al “enfoque tradicional” representado por el modelo Mundell-Fleming, como también al monetarismo global.

Recapitulando, en la primer parte de esta sección del trabajo he presentado el enfoque estructuralista sobre los efectos (contractivos) de una devaluación, y la restricción (externa) que puede enfrentar una economía en desarrollo (estructuralismo latinoamericano). Por otro lado, el enfoque de la síntesis neoclásica al construirse en base a países desarrollados hace caso omiso de esta problemática, sólo

¹¹ La teoría de la PPP supone que $e = E.P^*/P$ es constante, aplicando logaritmo, $\ln P = \ln E + \ln P^* - \ln e$, o $p = e + p - e'$, derivando p respecto de e, se obtiene: $\partial p / \partial e = 1$. Esto es, traslado total a precios de la devaluación.

¹² Los autores asociados a estas “nuevas teorías” incluyen a Edwards, Sachs, Frankel, Krugman, Calvo, Eichenbaum, entre otros.

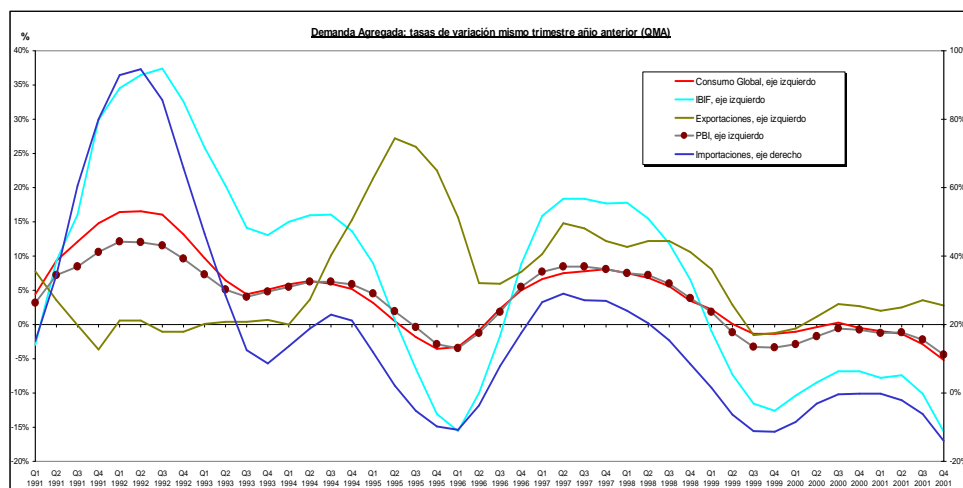
muestra el efecto positivo que tiene la devaluación (canal comercial). Según el monetarismo global, los mercados arbitran continuamente sin restricciones y la economía se mueve en torno al nivel natural de empleo y producción, por lo que los efectos de la devaluación se manifiestan solamente en un traslado total al nivel de precios. Las “nuevas teorías” sostienen en forma teórica los resultados de test econométricos realizados en los últimos años, donde los efectos expansivos de la devaluación no superan los negativos, debido por un lado a la inflación que generan, como al descalce en los balances corporativos.

Las siguientes secciones buscarán explicar el funcionamiento macroeconómico de la Argentina en el período pre y post-devaluación (haciendo hincapié en este último) relacionándolo con las teorías y conceptos vistos hasta aquí, buscando así acercarse al tratamiento de la hipótesis inicialmente planteada.

3. Dinámica Macro en los 90'

Los años de la convertibilidad se caracterizaron por la falta de equilibrios macroeconómicos, las políticas implementadas generaron entradas masivas de capitales, que al existir mercados financieros poco profundos y la falta de instituciones canalizadoras, un régimen cambiario pro-cíclico, y un gran nivel consumo atrasado, fomentaron un fuerte incremento en el consumo privado. En la asignación de recursos, no se privilegió significativamente la inversión de largo plazo, por lo que las necesidades de divisas aumentaban continuamente, de la mano de las crecientes importaciones necesarias para el sostenimiento de la incipiente industria y de los servicios, como para satisfacer el boom de consumo.

Gráfico 7



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

De esta manera, se generó un amplio déficit comercial durante los 90', financiado por el resto del mundo vía la cuenta capital. Así, los capitales extranjeros cumplen los dos roles que mostraba el modelo de la sección inicial: por un lado, compensan la insuficiencia de exportaciones, posibilitando la reactivación de la economía, y simultáneamente, suplen la falta de ahorro doméstico. A diferencia de este último, tienen la capacidad de superar la restricción externa, pero al utilizarlos para reactivar la economía, y no para aumentar el stock de capital o la capacidad de repago, constituyen un flujo que debe ser mantenido permanentemente, no son más que un paliativo para demorar el problema.

Como muestra Nicolini (2007), la economía argentina tiene un equilibrio de bajo crecimiento asociado con su sector de ventajas comparativas, y otro de alto crecimiento, que se efectivizaría si una protección temporaria permitiese a su industria crecer para enfrentar la competencia internacional. En la situación imperante en los 90', existía un modelo concentrado en las ventajas comparativas (estáticas), dejando al país en un equilibrio de bajo crecimiento, con escasa generación de empleo, lo cual generó ingresos bajos, deprimió el consumo y éste a la inversión, agravado esto por la apertura comercial. Se privilegia en todo caso el consumo de importables, y la especulación financiera por sobre la inversión productiva, dado el seguro de cambio y las altas tasas existentes. El déficit comercial, en conjunto con la caída nivel de actividad generan déficit gemelos, contribuyendo a esto el peso de la deuda y la reformas liberales implementadas. De esta forma, se complementa la escasa generación de divisas, con un mayor endeudamiento en el mercado externo, lo cual muestra lo vulnerable de la situación.

Las rigideces impuestas por el régimen monetario, limitaban los instrumentos para lidiar con estas cuestiones, potenciándose la situación al apreciarse en términos reales el peso. Para adecuarse al contexto internacional volátil, el gobierno empezó a utilizar una política fiscal contractiva casi como única herramienta. La idea subyacente era la siguiente: la disciplina fiscal generaría mayor confianza, la prima de riesgo caería, induciendo la baja de la tasa de interés. Como resultado, el gasto interno se recuperaría, sacando la economía de la recesión en la que se encontraba. Con tasas más bajas y el PBI en expansión, se restablecería el equilibrio presupuestario del sector público, cerrándose así un círculo virtuoso. Pero el reajuste reforzó la tendencia recesiva y alimentó las expectativas negativas, impidiendo la baja esperada del riesgo país. Bajo esta orientación de política fiscal autodestructiva, la economía quedó atrapada en un círculo vicioso, y resultó impotente para compensar los fuertes desequilibrios macroeconómicos, cuyas raíces se encontraban en el frente externo. La función de los flujos de capitales no era más que compensar ese déficit (como mostraba el modelo). El problema: cualquier colapso del esquema (interno o externo) detiene la entrada de capitales, empeora el balance de pagos y obliga a un proceso de ahorro que baja la capacidad de generar el mismo, el canal clásico no opera, sí el keynesiano. Al mismo tiempo, la disponibilidad de recursos para la inversión baja, por la movilización de recursos para el pago de intereses. Se entra de esta forma en un proceso de endeudamiento, para continuar financiando el desequilibrio estructural.

Siguiendo el marco teórico estructuralista, durante los 90' no se amplió la capacidad de generar divisas sino que se potenciaron las necesidades de las mismas, complicando la brecha externa. En términos del modelo estructuralista, la economía al 2001 estaba situada en un punto entre D y D'' del gráfico 5, lejos del pleno empleo, y en problemas en torno a la restricción externa al presentar déficit de cuenta corriente y salidas de capitales. La creciente información presente en los mercados, como el aprendizaje que llevan adelante los agentes luego de años de inestabilidad (ver gráfico 1), permiten la anticipación de la futura crisis. Invierten los recursos disponibles en dólares como reserva de valor, potenciando el problema, al demandar más divisas, y consumir menos, lo que empeora la recesión. No saben el momento exacto, ni el nivel final del tipo de cambio, pero si conocen el sentido de la variación que se dará, incentivando a movimientos tanto precautorios como especulativos, que confluyen al mismo resultado, una corrida contra las reservas del BCRA, culminando en la devaluación de febrero de 2002.

3.1. Breve Digresión: Devaluación y Recesión, o Causalidad Inversa?

Esta sucesión de hechos sería a priori contraria a la interpretación del estructuralismo latinoamericano sobre el mecanismo equilibrador del balance de pagos: una recesión culminó en una devaluación, y no a la inversa. Pero esto se debió a la continua “ayuda” externa que recibió la Argentina. El problema del país radicaba en la incapacidad de generar las suficientes divisas para mantener un proceso de crecimiento sostenido, y al no “llegar” el aumento de productividad esperado por las políticas económicas, las divisas terminan siendo el factor limitante del crecimiento. Por otro lado, el ajuste se dio por cantidades, ambos hechos confirman lo postulado por la teoría, el problema es que el ajuste elegido no fue suficiente. La recesión en conjunto con un tipo de cambio bajo no permiten la recuperación, generando la espiral de descenso mencionada hasta el punto en que la devaluación es inevitable. El endeudamiento se utilizó para reactivar la economía (del punto D a D´) pero no para minimizar la necesidad de divisas, tampoco para aumentar su generación, lo cual contribuyó a la perpetuación del mismo proceso que se intentaba de alguna forma detener, alargando el período recesivo: se aplicaron políticas intertemporalmente inconsistentes. La alternativa de posponer la devaluación recesiva o contractiva de Braun y Joy con endeudamiento, genera un ajuste más severo cuando eventualmente se produce¹³, lo que muestra Nicolini con la “devaluación de estabilidad”. La teoría estructuralista da una interpretación correcta.

4. Recuperación Post - Devaluación

La escuela estructuralista muestra como en la Argentina (al poseer una EPD) el crecimiento lleva hacia un cuello de botella en el balance de pagos, que se soluciona mediante una devaluación, la cual produce inflación y recesión, deprimiendo así la necesidad de divisas. El ciclo ascendente comienza desde este piso tirado por la demanda, vía consumo al subir el poder de compra de los asalariados, por un shock de inversión (interna o externa) o por déficit fiscal, y no por exportaciones al ser consideradas inelásticas. Ahora bien, cómo después de la profunda recesión y devaluación del 2002 se dio un fuerte período de crecimiento. Lo importante es descubrir cómo se generó este proceso, cuáles fueron los factores que lo desencadenaron. Es decir, se cumplieron las ideas estructuralistas? Si la única teoría que avalaba el crecimiento de un país post devaluación se basaba en las ventajas comparativas del sector exportador, fueron estas las causas de la recuperación económica? El PBI siguió cayendo luego de devaluar, fueron los motivos esgrimidos por el “nuevo consenso” válidos para representarlo? Para responder estos interrogantes, me concentro en la dinámica de las principales variables macro del período; y para analizar el empuje del crecimiento, en los componentes de la demanda agregada y su influencia sobre el PBI argentino post-devaluación (gráfico 10). Se utilizó la metodología explicada en el siguiente recuadro:

¹³ Este resultado ya lo anticipaban los trabajos estructuralistas citados.

Metodología Utilizada

El ingreso se puede dividir en los siguientes componentes: $Y = C + I + G + X - M$.

Aplicando el operador variación llegamos a: $\Delta Y = \Delta C + \Delta I + \Delta G + \Delta X - \Delta M$

Multiplicando y dividiendo cada componente por sí mismo en el miembro derecho, y luego dividiendo toda la ecuación por el producto, obtenemos:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta C}{C} \cdot \frac{C}{Y} + \frac{\Delta I}{I} \cdot \frac{I}{Y} + \frac{\Delta G}{G} \cdot \frac{G}{Y} + \frac{\Delta X}{X} \cdot \frac{X}{Y} - \frac{\Delta M}{M} \cdot \frac{M}{Y}$$

Es decir, tenemos la variación del producto explicada por la variación de cada uno de sus componentes ponderados por su participación en el producto. De esta manera, tenemos en cuenta tanto los flujos como los stocks, ya que por ejemplo no tendría sentido considerar una variación en uno de los componentes del 20% como significativa, si no representa una porción importante del ingreso, y a la inversa.

4.1. Piso del Ciclo

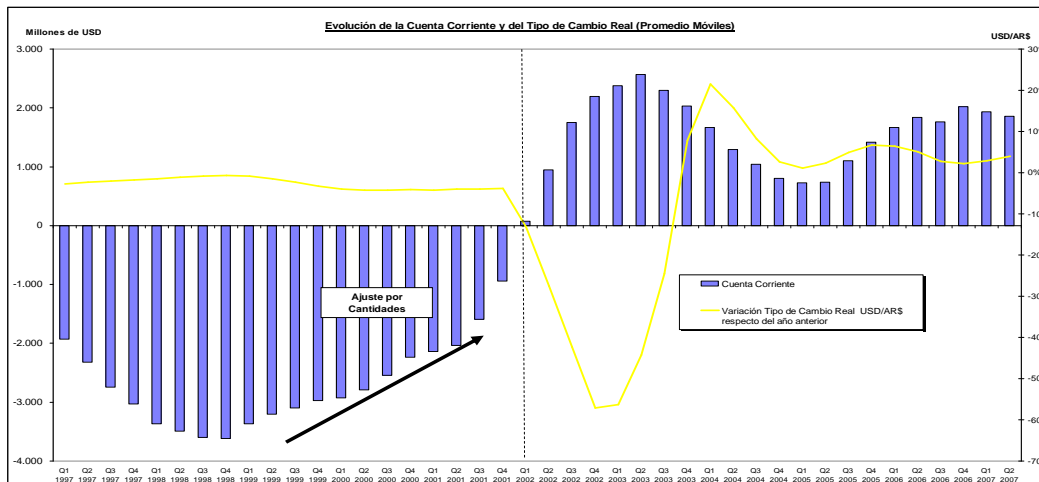
Si bien hubo signos de desorganización económica, en el lapso de algunos meses se fueron recomponiendo los mecanismos de intercambio y producción, y surgieron signos de repunte de la economía. Desde mediados de 2002, aún en un contexto de alta incertidumbre, aparecieron algunos indicios positivos: una demanda por la moneda local para transacciones “sorprendentemente” resistente, un freno a la abrupta caída del nivel de actividad y un notable superávit comercial. De ahí en adelante, se conformó una prolongada y rápida expansión¹⁴.

Al tocar el fondo de la crisis, existía un volumen muy grande de recursos ociosos. La intensidad de la desocupación y los cambios de precios relativos asociados con la devaluación tendían a agudizar las condiciones de pobreza. En un breve lapso, se habían producido fuertes cambios patrimoniales, entre los cuales se contaba un aumento del poder de compra interno de los activos que los residentes mantenían en el exterior, y una reducción del endeudamiento interno de las empresas, mientras que diversas firmas habían suspendido pagos sobre sus obligaciones en divisas fuera del sistema financiero.

La subida del tipo de cambio permitió terminar de recomponer el déficit comercial, luego del ajuste recesivo, y así terminar de dar vuelta el saldo de la cuenta corriente. Pero dadas las exportaciones inelásticas, en el corto plazo, la variable de ajuste fueron las importaciones (ver gráfico 10 y 12), como muestra el marco estructuralista.

¹⁴ Cabe destacar que la devaluación en relación al PBI fue contractiva en el corto plazo, ya que este último continuó en caída por varios trimestres hasta recuperar los niveles previos a la crisis. El punto a tener en cuenta es que luego de la devaluación se ve una clara inflexión en la tendencia de corto plazo, con un notable rebote desde mediados de 2002. Es esto lo que se quiere contrapesar a las ideas teóricas presentadas en la segunda sección.

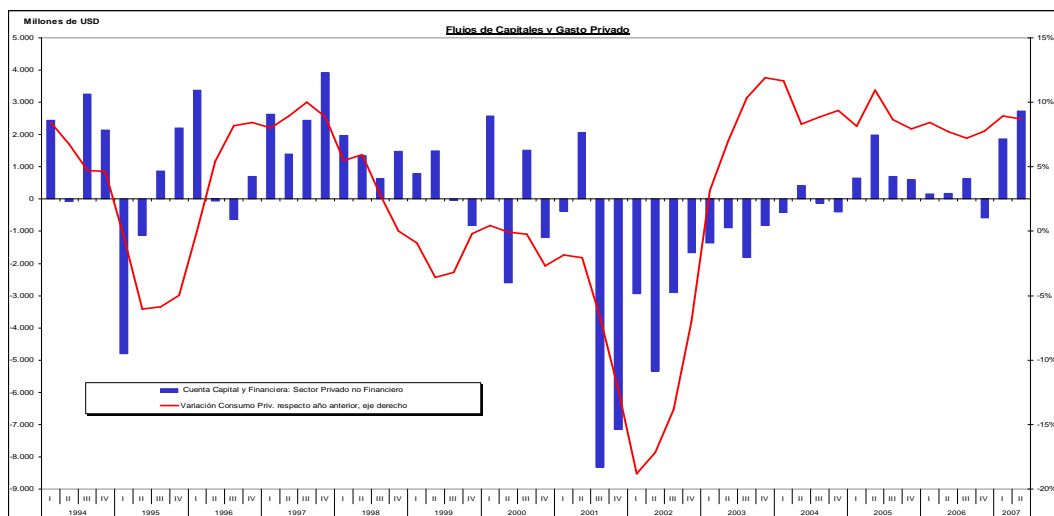
Gráfico 8



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

En la economía cerrada de Kalecki, el piso de la recesión se da cuando los agentes con liquidez suficiente encuentran precios atractivos (Nicolini, 2007). En Argentina, la recesión y devaluación fija el piso al ciclo cuando los precios internos en divisas son suficientemente bajos como para que la rentabilidad esperada sea lo suficientemente elevada e induzca el reinicio de los gastos postergados durante la recesión previa. La desaceleración en el atesoramiento de divisas acelera la acumulación de reservas del Banco Central y desacelera la propia devaluación, ya que los agentes perciben que la probabilidad de apreciación futura reduce sus ganancias acelerando el gasto doméstico.

Gráfico 9

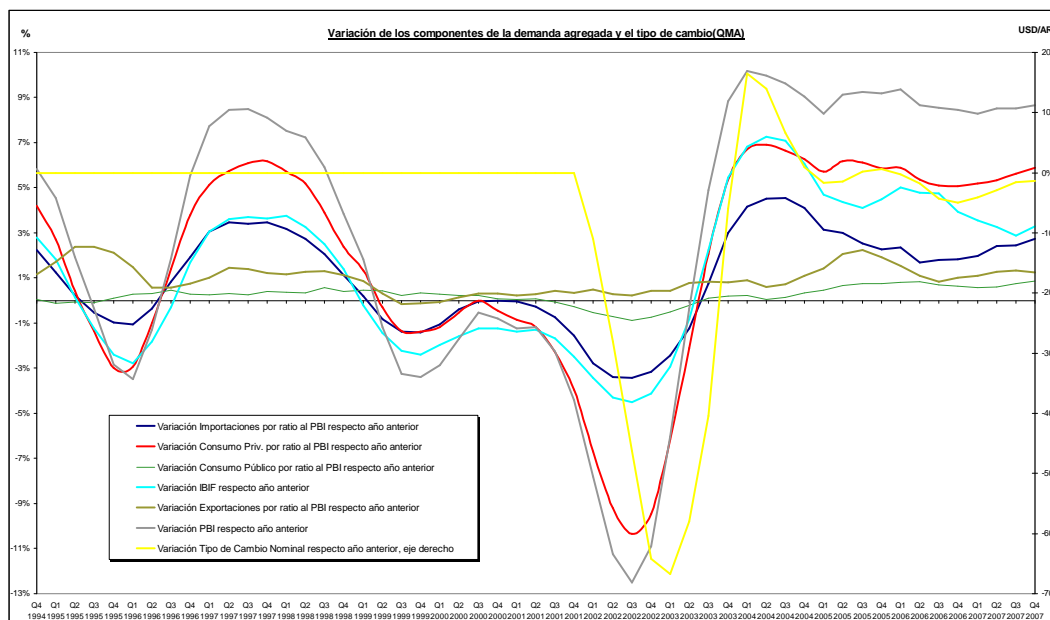


Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

La tendencia a la estabilización del tipo de cambio o la desaceleración de la devaluación (3er trimestre de 2002) estimula el crecimiento y reduce las expectativas de inflación, lo que, a su vez reduce la incertidumbre desacelerando la recesión y eventualmente induciendo mayor crecimiento. La movilización inicial de la demanda dependía de que morigeraran los comportamientos de salida de capitales privados

(cuyo monto en el primer semestre de 2002 se acercó al 15% del PIB), que deprimían el gasto interno de los agentes con disponibilidad de recursos.

Gráfico 10



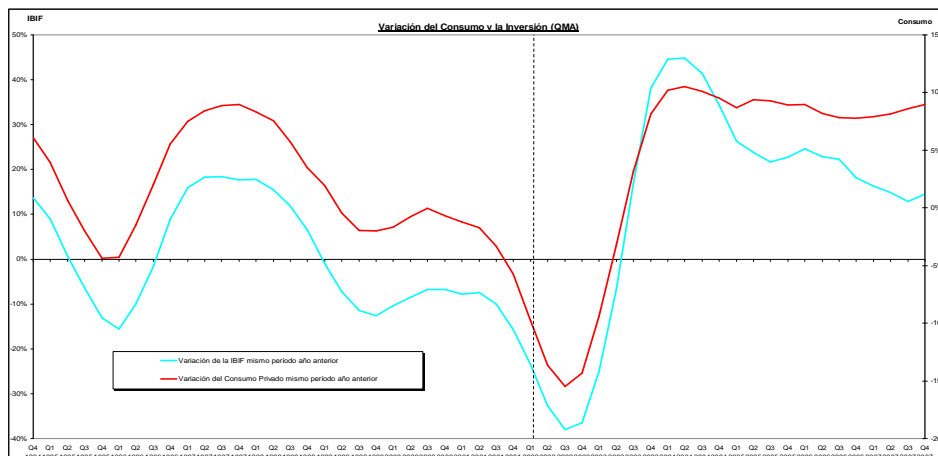
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Luego de la devaluación, el consumo atrasado, la amenaza de futuros aumentos en el nivel de precios, y el aumento del gasto del Estado (Planes Jefes y Jefas), fomentaron el incremento del consumo como motor de la absorción doméstica. La elevada elasticidad ingreso de la demanda de manufacturas en relación a la de alimentos fortalece la demanda interna y así el empleo, es decir, probablemente también haya cambiado la composición del consumo privado desde la época del trabajo de Braun y Joy, lo cual puede llegar a impedir la recesión post - devaluación, al fomentar también la sustitución de importaciones.

La salida de la convertibilidad llevó a un cambio de precios relativos, lo que generó tanto el abaratamiento relativo de la mano de obra, como un sesgo a favor de la producción de transables. Al mismo tiempo, el nuevo conjunto de incentivos implícitos implicó un cambio en las rentabilidades relativas, dando lugar a un notable proceso de expansión. Como consecuencia de ello, en este último período, la industria revirtió parcialmente la tendencia de los últimos treinta años a perder participación en el producto total. Dos rasgos distintivos del perfil post-devaluación marcan este desempeño: la expansión simultánea de la mayoría de las ramas manufactureras (gráfico 13) y la creación de empleo.

La incertidumbre acerca del futuro estado de la economía convierte a la demanda corriente en la principal fuente de información acerca de si las decisiones pasadas fueron correctas. De esta manera, con la caída de inventarios la inversión doméstica aumenta. Los agentes al percibir que su inversión fue insuficiente, corrigen sus comportamientos y alejan aún más la demanda agregada de su equilibrio, como en el acelerador-multiplicador de Harrod (gráfico 11).

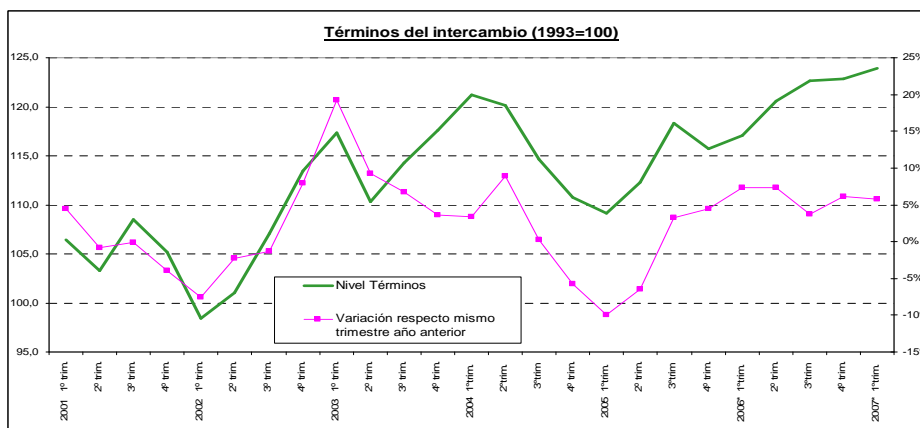
Gráfico 11



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

La considerable suba del consumo contribuyó significativamente al aumento de la demanda interna, y a la evolución de las decisiones de inversión, que como característica general, parece haber estado guiada especialmente por planes destinados a satisfacer demandas sobre horizontes no demasiado largos. El PBI crece así sostenido por el mercado interno (ver gráfico 10), con el viento de cola de precios internacionales favorables.

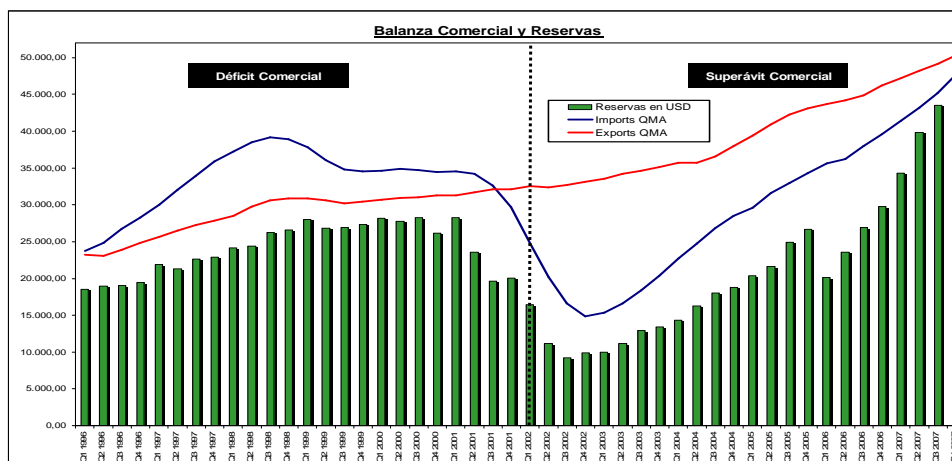
Gráfico 12



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Ahora el panorama es diferente, al tener una moneda depreciada, que permite sostener la balanza comercial superavitaria, se acumulan reservas y así disminuye la incertidumbre y las expectativas de futuras crisis (gráfico 13). El aumento mismo del tipo de cambio, al contraer el valor de los activos financieros internos en proporción de las reservas internacionales remanentes, incrementó el potencial de las mismas como instrumento de regulación cambiaria. La utilización de reservas y el abultado excedente comercial (al que se agregaron regulaciones a efectos de apurar la liquidación de divisas resultantes de exportaciones) fueron eliminando el exceso de demanda de moneda extranjera, pese a la todavía fuerte presión derivada de los flujos de capitales privados (gráfico 9).

Gráfico 13



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

A lo largo de la estabilización y recuperación, el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos se mantuvo superavitario, es decir que, en el agregado, el repunte de las inversiones fue financiado con holgura por el ahorro nacional.

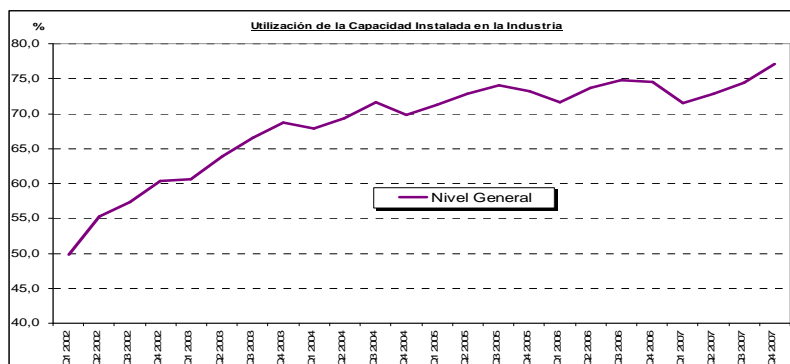
Desde el punto de vista fiscal, la mejoría en los resultados fiscales en el ámbito nacional se originó por la caída del gasto como proporción del producto, que contrarrestó la merma en los recursos. La fuerte devaluación incrementó bruscamente el valor de las exportaciones, la aplicación de derechos (retenciones) transfirió al sector público parte de este incremento, mientras que el gobierno mantuvo comprimidos los gastos. Esas reducciones permitieron generar un superávit primario significativo, pese a la debilidad de la recaudación y a la introducción de un programa de asistencia para paliar los efectos sociales de la crisis. Una vez iniciada la recuperación, los apreciables superávit primarios y financieros permitieron no presionar sobre los mercados de crédito. El mantenimiento de holguras tanto en las cuentas fiscales como en las cuentas externas alejó la perspectiva de un freno originado en el endurecimiento de esas restricciones de presupuesto (Cetrángolo, Heymann, Ramos, 2007).

En síntesis, puede observarse que la dinámica de la recuperación económica puede interpretarse a través del marco estructuralista donde el crecimiento es empujado a través de la demanda doméstica, al relajarse la restricción externa, ya que los agentes luego de décadas de inestabilidad optan rápidamente por el dólar como reserva de valor (lo cuál de por sí complica el desequilibrio estructural) y reducen el gasto. En consecuencia, el sector externo funcionó como complemento de la recuperación, al mejorar las expectativas y estabilizar la situación interna, pero no como tracción del crecimiento vía exportaciones.

4.2. Condiciones para la Reactivación

La percepción de una menor inestabilidad en el mercado de cambios y el alejamiento de la eventualidad de un escenario de alta inflación contribuyeron a frenar el drenaje de fondos de los bancos y redujeron algo la incertidumbre sobre la evolución económica (y social) en lo inmediato. Al moderarse los riesgos de un colapso de aun mayor gravedad, se fueron generando los requisitos de una reanimación.

Gráfico 14



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

La utilización de los elevados niveles de capacidad ociosa disponible requería, inevitablemente, la incorporación progresiva de mano de obra; en términos neoclásicos: no se trató de la instalación de una nueva función de producción sino de la puesta de la existente en régimen de crecimiento. La condición inicial para el despegue de este proceso estuvo dada por la recomposición y extraordinaria elevación de los márgenes operativos de las empresas, financiada por la transferencia de ingresos provocada por la sustancial devaluación del tipo de cambio real, principalmente a través de la reducción de los costos salariales, y al mismo tiempo, el incremento brusco en el valor de los activos externos líquidos del sector privado (de altos ingresos), mientras que la conversión a pesos de préstamos bancarios licuó deudas de empresas y familias. Esto facilitó la auto-financiación de la actividad, en un contexto de estrechez en la oferta de crédito.

La condición para el sostenimiento posterior del proceso de crecimiento estuvo dada por los atributos principales de la política económica del período: certidumbre sobre el nivel del tipo de cambio (apreciación real luego del overshooting inicial), superávits gemelos, recomposición y estímulo a la expansión de la demanda interna. La evolución positiva de la demanda externa jugó un papel favorable y complementario (ver gráfico 10).

La rapidez y duración de los incrementos en la producción agregada fueron implicando paulatinas reducciones en los niveles de capacidad ociosa y una apreciable absorción del desempleo, mostrando una elasticidad empleo - producto muy alta. Esto fue acompañado por un repunte de los salarios reales, aparentemente menor a la caída previa en el caso de los trabajadores informales, pero mayor que esa caída en el segmento formal (Beccaria, 2007). En un contexto donde la estructura de precios relativos seguía en transición, con el gasto interno en fuerte expansión, y tendencias a la apreciación real frente a valores crecientes de los bienes transables, se configuró un movimiento inflacionario que tomó cierto impulso, pero dentro de rangos moderados.

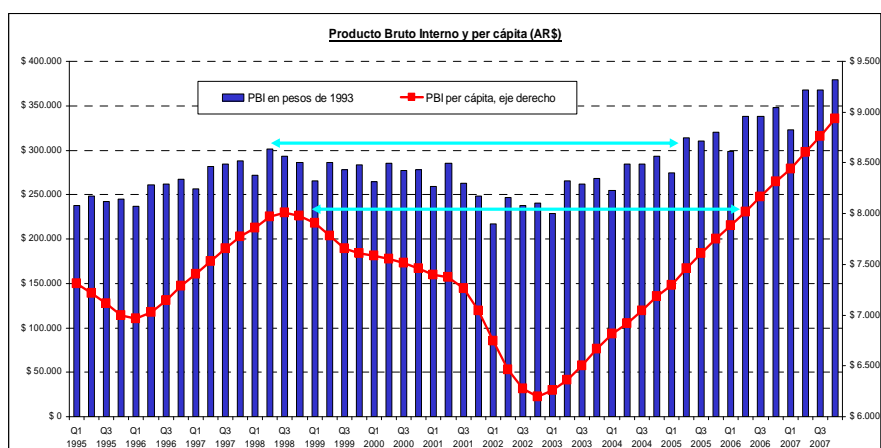
La novedad respecto a otras épocas es que en este período la economía crece a tasas sostenidas y, simultáneamente, mantiene importantes superávits comerciales. El sector externo fue convirtiéndose en un factor relativamente importante de la demanda agregada, en este caso, el perfil de especialización ha tenido un efecto favorable: una parte importante de la canasta exportadora está compuesta por productos con una evolución muy positiva y, a su vez, algunos de los principales mercados a los que se dirigen se han comportado con un marcado dinamismo comprador.

En síntesis, vemos como la variación de los precios relativos permitió revertir una situación fuertemente recesiva, donde los superávits de las cuentas externas permiten acumular reservas (y confianza), administrar el tipo de cambio, sostener los ingresos públicos, y entrar en un círculo virtuoso de crecimiento. Esos impactos trastocaron ingresos y patrimonios de un modo que, por un lado, acentuaba desigualdades en la distribución y, por otro, abría espacios para repuntes del gasto y la producción interna cuando se empezara a hacer efectiva la elevada capacidad de demanda originada en las tenencias de liquidez en divisas.

Desde el tercer trimestre de 2002, la progresiva normalización de los mercados y la atenuación de la incertidumbre se asociaron a la reanimación de la demanda interna. La recuperación de la actividad mostró una evolución en los precios nominales moderada en comparación, por caso, con la observada en otros momentos históricos. Esta respuesta elástica de cantidades se asoció con la mencionada disponibilidad de recursos y con la apreciación nominal de la moneda, que fue significativa entre fines de 2002 y 2003.

Durante un período prolongado, los costos operativos de las firmas (salarios, tarifas de servicios públicos, impuestos, alquileres, etc.) se mantuvieron prácticamente constantes en términos nominales, en contraposición, los precios de los bienes transables se incrementaron fuertemente. Es decir, el quiebre de la convertibilidad implicó modificaciones importantes en el funcionamiento y la configuración de la economía. El salto del tipo de cambio real estuvo asociado con amplios movimientos de los precios relativos internos, marcados por disminuciones en los niveles reales de los precios de los servicios (privados y públicos), y de los salarios reales, mientras que se incrementaban los retornos sobre la producción agropecuaria y los márgenes industriales. Fue una mejora notable de los márgenes de rentabilidad que, junto con la recomposición del flujo de caja, permitió el autofinanciamiento de la inversión y sostuvo el proceso de crecimiento inducido por el reinicio del consumo interno. La economía así se recuperó con intensidad, de modo que en 2005, se superaron los niveles máximos de PBI alcanzados antes de la crisis del 2001/02.

Gráfico 15



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y MECON.

5. Similitudes y Diferencias entre los Hechos y la Teoría

Hasta aquí he explicado cómo se dio el proceso de recuperación post-devaluación, como se ve en el gráfico 10, fue impulsado rápidamente por el fuerte consumo doméstico al caer las expectativas de devaluación, relajándose la restricción externa por ese mismo proceso.

Tradicionalmente, en la Argentina, la restricción externa fue un factor crítico como freno de las expansiones de la actividad (nos manteníamos en el punto D del modelo). Por contraste, en esta oportunidad se observaron persistentes excedentes comerciales, de manera que esa restricción no operó como techo a los incrementos de la demanda interna y del producto. Junto con la gradual reducción en los flujos de salida de capitales, los saldos del intercambio se reflejaron en considerables excesos de oferta de divisas por parte del sector privado. De esta manera, la moneda depreciada, en sintonía con la postura tradicional o neoclásica, incentivó las exportaciones, pero en el mediano plazo. Estas últimas, en un contexto de precios internacionales favorables, tuvieron un desempeño excepcional, por lo que se relajó la restricción externa (se desplaza la recta de equilibrio externo, gráfico 5), contribuyendo a generar las condiciones para un período de crecimiento sostenido como muestra el marco estructuralista latinoamericano. El cambio de precios relativos es el principal pilar del nuevo proceso de crecimiento, al favorecer los sectores transables y el aumento del empleo de mano de obra. Como mostraba el modelo, fue la condición necesaria para comenzar a dejar atrás el piso de la recesión.

Por otro lado, falta relacionar lo sucedido en torno a la restricción interna (recta de pleno empleo del modelo). Para recordar, la teoría estructuralista sostenía la existencia de un fuerte proceso redistributivo que se iniciaba al devaluar, ya que genera un espiral inflacionaria, y con ella un fuerte transferencia de ingresos. La teoría ortodoxa y su modelo Mundell-Fleming como el monetarismo global no tomaban este punto, sí las “nuevas teorías”. Como muestra Díaz-Alejandro (1963) y Braun y Joy (1968), la devaluación encarece los alimentos, el bien exportable, reduciendo la demanda de los trabajadores por otros bienes (manufacturas). La caída en la demanda de manufacturas no es compensada por los beneficios del sector agropecuario, por el supuesto de que la propensión marginal a consumir de los trabajadores es mayor que la de los capitalistas, y porque los mayores ahorros tampoco se traducen en una demanda suficientemente mayor de bienes de capital dirigida al sector manufacturero, lo cual a su vez deprime la inversión, ya golpeada por las altas tasas de interés.

Es decir, sí el pass-through (traslado a precios de la devaluación) fue bajo, tenemos una potencial explicación del motivo subyacente al proceso de recuperación vía el gasto doméstico (acelerador-multiplicador), de esta forma la estructura teórica estructuralista sigue dando un marco adecuado para estudiar el caso argentino, simplemente no se cumplen algunos de sus supuestos o afirmaciones basadas a las crisis de décadas pasadas para el caso específico de 2002. Pero entonces debería estudiarse qué pudo haber variado. Una respuesta para este interrogante pueden ser los fuertes cambios en la estructura productiva argentina del período pre-devaluación (ver sección 3), especialmente: alto desempleo de recursos, tipo de cambio sobrevaluado y apertura económica.

En relación a este último punto, Keifman (2005) presenta un modelo formal con tres sectores (exportable, importables y no transable). Explica que la postura estructuralista “tradicional” predecía una relación monótonamente decreciente entre el tipo de cambio y el empleo, congruente con los hechos estilizados de la economía Argentina desde 1950 hasta la década del 90'. Keifman demuestra en su modelo que esa

relación podría no ser monótona. El empleo como función de e/w ¹⁵ puede ser creciente para valores bajos de e/w , y podría ser decreciente para valores altos de e/w . A su vez, la apertura de la economía con rebajas en la política arancelaria podría reforzar el efecto anterior. De esta forma, Keifman concluye que las políticas llevadas a cabo en los 90' modificaron el funcionamiento de la economía de forma tal que la visión estructuralista inicial debió ser revisada, ya que las devaluaciones podrían ser expansivas como sucedió en 2002. Existen varios trabajos de Roberto Frenkel en esta última línea de pensamiento.

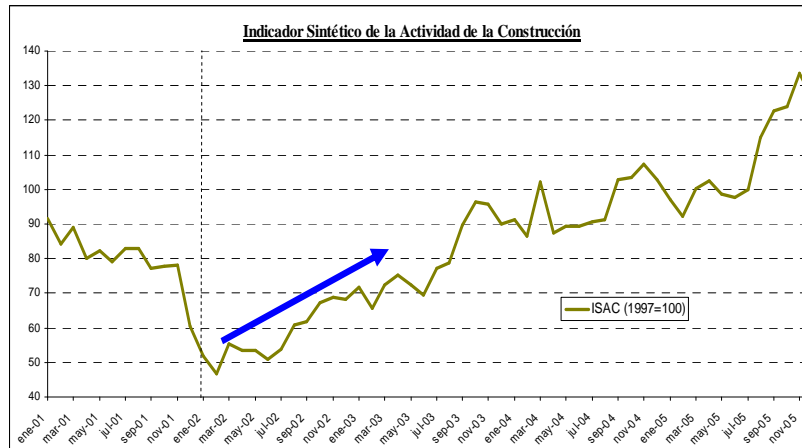
En relación a la teoría del mainstream tradicional representada en el modelo Mundell-Fleming (síntesis neoclásica), el cual postulaba un efecto expansivo sobre el producto vía devaluación del tipo de cambio, vimos que no es así. En los países semi-industrializados, la variable de ajuste son las importaciones, altamente correlacionadas con el PBI. Luego de pasados varios trimestres, el sector externo recién pudo transformarse en un empuje fuerte de la demanda agregada, como muestra el gráfico 10. De esta forma, la explicación del crecimiento basándose en las ventajas comparativas de la economía, reproduce los problemas estructurales de la misma, como sucedió en los 90', al no resolver los problemas de financiamiento del crecimiento mostrados en el modelo de la primera sección. El balance de pagos en países en desarrollo no ajusta vía precios, necesariamente debe afectarse fuertemente el nivel de actividad, lo cuál es contrario a la interpretación teórica tradicional o de la síntesis.

El planteo de Krugman y Taylor (ver sección 2.1.1), permite modelar o dar cuenta de algunos de los hechos mencionados en la explicación del proceso de recuperación argentino. Según estos autores, existen 4 canales para generar una contracción en el producto al devaluarse la moneda. En primer lugar, al existir un déficit comercial la suba del tipo de cambio produce una caída proporcional de la demanda ex post, pero la fuerte recesión que vivió la Argentina fue achicando el déficit comercial de manera tal que al momento de la devaluación existía un superávit mínimo (ver gráfico 13). Aún estando la balanza comercial en equilibrio, la inflación generada puede redistribuir los ingresos hacia los sectores que más ahorran en la sociedad. Esto se cumplió durante el período post-devaluación, pero puede haber actuado en la dirección contraria. Es decir, el gasto de aquellos sectores que más ahorran puede haber sido mayor y más dinamizador en términos relativos a los que tienen una propensión a gastar mayor, pero lo hacen en un nivel adquisitivo menor. Una forma de aproximarnos a este punto, podría ser a través de la industria de la construcción. Este se caracteriza por funcionar como tracción de los restantes sectores industriales, generando demandas cruzadas y encadenamientos. Dadas las condiciones macroeconómicas imperantes en el período de la devaluación, con salarios reales bajos, pobreza e indigencia en niveles altísimos, y una moneda muy devaluada, sólo aquellos que contaban con un stock de ahorro podían comenzar a gastar en primer lugar¹⁶. Es más, principalmente, aquellos sectores que poseían divisas, incentivados por la alta rentabilidad ofrecida a nivel doméstico como por las bajas tasas de interés internacionales, o aquellos que habían visto sus ahorros verse pesificados, por lo que dada la desconfianza existente frente a los bancos y otras entidades financieras, vieron el sector de la construcción como atractivo, a pesar de las altas tasas de interés ofrecidas, comenzaron a gastar sus tenencias monetarias y financieras.

¹⁵ e/w es la relación tipo de cambio nominal sobre el salario por trabajador.

¹⁶ El gráfico 9 de la sección 4 muestra las salidas de divisas observadas en el período pre-devaluación. Este proceso contribuyó tanto a la recesión, como a la generación de un mecanismo reactivador: un colchón de liquidez en divisas.

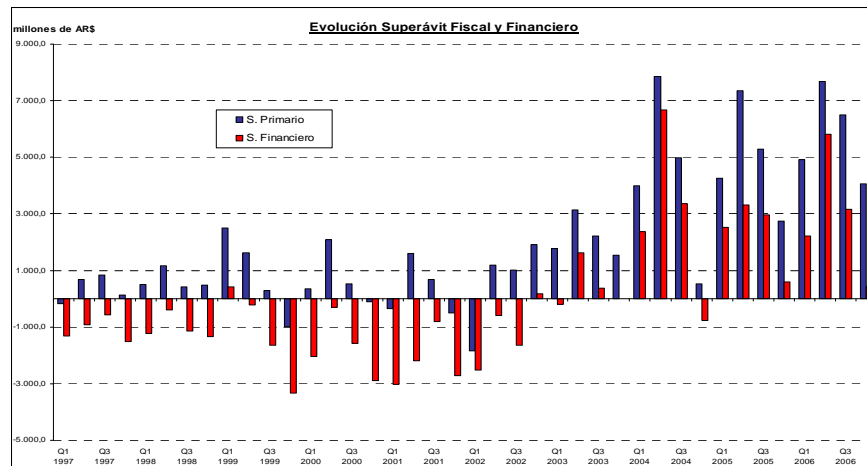
Gráfico 16



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

En síntesis, existen indicios de que en el período post-devaluación la transferencia de ingresos observada hacia los sectores con propensión a ahorrar mayor (alto poder adquisitivo), como consecuencia del cambio de precios relativos, puede no haber sido contractivo en términos del producto, ya que esta situación permitió por ejemplo, aumentar la demanda de inmuebles y así recuperar la actividad en la construcción¹⁷, como también generar una fuerte reacción del consumo de bienes y servicios (gráfico 10). Un tercer canal, hace referencia a la propensión a ahorrar del Estado, la cual al tender a 1, frente a una fuerte transferencia de ingresos por la depreciación de la moneda reduce la demanda agregada. Esto de hecho fue así, y es un factor preponderante en la explicación de la mejoría experimentada en las cuentas fiscales en los meses posteriores a la devaluación.

Gráfico 17



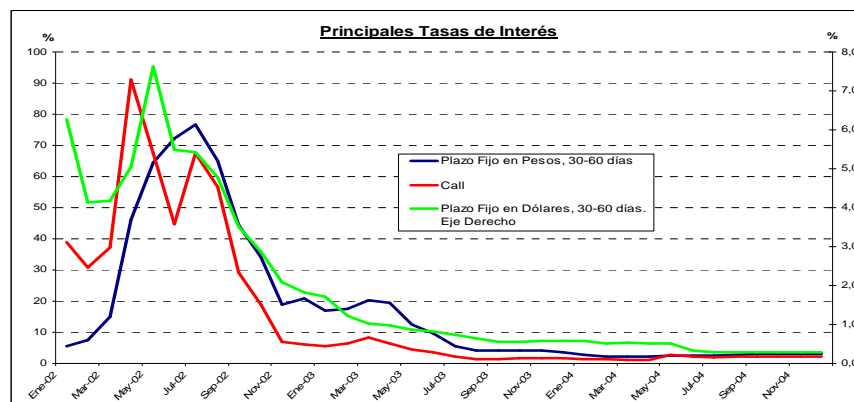
Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

¹⁷ La intensa recuperación de un sector típicamente sensible a las condiciones del crédito mientras que el volumen de los préstamos intermediados por los bancos siguió siendo muy reducido, indicó una preferencia de muchos agentes por esa clase de activos respecto de colocaciones alternativas y, como rasgo macroeconómico general, la importancia del auto-financiamiento en las decisiones de demanda y producción.

Pero con el paso de los trimestres, como se mencionó más arriba, se transformó en una señal de confianza para los agentes, por lo que tuvo un efecto dinamizador sobre la economía, efecto colateral que no fue tenido en cuenta en el planteo de Krugman, tal vez por centrarse este último en el muy corto plazo.

El cuarto canal, hace referencia a la demanda de dinero y a la suba de la tasa de interés que ocasiona, deprimiendo la actividad. En la Argentina del 2002, este canal opera pero no en su totalidad, es decir, se observó una fuerte suba de las tasas de interés como muestra el gráfico 15, debido a la iliquidez global del sistema, pero es difícil determinar si la mayor demanda de dinero se debió a presiones inflacionarias como afirma Krugman y Taylor, a la simple incertidumbre por la convulsión del escenario (demanda precautoria) o ambas.

Gráfico 18



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Por último, el efecto “hoja de balance” destacado por Krugman (1999) y aceptado por las “nuevas teorías” como una explicación coherente y realista de las devaluaciones contractivas, no opera en el período post-devaluación debido a la pesificación asimétrica llevada a cabo por el gobierno. Más allá de las críticas que esta política levantó, la misma contribuyó a reducir el descalce entre activos y pasivos de bancos y empresas, tras años de dolarización implícita de la economía. A su vez, al aliviar la carga de las deudas sobre las mismas, permitió la autofinanciación al retomar la economía el sendero de crecimiento (ver sección 4.2).

Luego de este análisis, se ve que el marco estructuralista aún presenta gran coherencia con los hechos conducentes a una reactivación post-crisis, mientras que la perspectiva del mainstream tradicional pierde de vista ciertas problemáticas, típicas de países en desarrollo que son clave para cualquier explicación del funcionamiento de los mismos, al no tener en cuenta la restricción externa que puede limitar el proceso de crecimiento, centrándose en cambio, en las variaciones de precios relativos como amortiguador de shocks. Las “nuevas teorías” no plantean el punto de la restricción de divisas¹⁸, pero como se mostró, el efecto de la “hoja de balance” podría coincidir con los hechos observados.

A su vez, cabe destacar la importancia que el enfoque estructuralista otorga al efecto negativo sobre el producto que tiene el proceso redistributivo post-devaluación al variar los precios relativos, por lo que es de suma importancia comprender lo sucedido en torno a este tema en el proceso de recuperación. Como

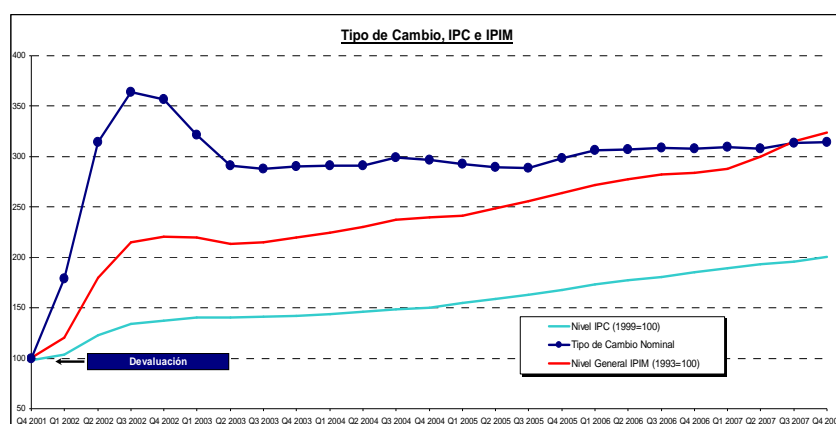
¹⁸ Lo hace en forma implícita al colocar el descalce de activos y pasivos en diferentes monedas como mecanismo contractivo de una devaluación. Esto es, el problema de la transferencia alemana.

mencioné más arriba, podría ser el eslabón para reconciliar la teoría con la fuerte recuperación observada. También, es interesante para analizar las conclusiones monetaristas sobre una devaluación nominal.

5.1. Pass – Through Sobreestimado?

Pese a la abrupta devaluación, las variaciones de precios y las expectativas inflacionarias se morigeraron netamente al interrumpirse la devaluación nominal de la moneda hacia el tercer trimestre de 2002, de manera que se observó un relativamente leve traslado a precios del impacto cambiario. Este proceso es completamente opuesto a los supuestos o ideas monetaristas en torno a los efectos de la devaluación. Para esta corriente, el pass-through es unitario ya que suponen que se cumple la PPP¹⁹. En el gráfico 18, vemos lo que sucedió en Argentina. Se puede observar que la depreciación nominal tuvo efectos reales.

Gráfico 19



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON e INDEC.

Meses desde la Devaluación	IPC Nivel	Inflación	Devaluación Nominal	Coefficiente de PT
2001 Q4	97,76	-	-	-
6 meses	134,07	37,15%	263,59%	14,09%
12 meses	140,18	43,39%	221,68%	19,57%
18 meses	134,07	37,15%	190,75%	19,48%
24 meses	143,58	46,87%	190,76%	24,57%

A un año de la devaluación, el tipo de cambio se había depreciado un 222% en términos nominales y el IPC aumentó un 43%. Dos años después, la inflación alcanzaba el 46%, ambos medidos en relación al último trimestre del 2001. De esta forma, el pass-through fue del 14% en los primeros 6 meses, llegando a casi el 25% a los dos años²⁰.

Este impacto relativamente moderado sobre los precios²¹, el sostenimiento de la demanda de moneda y el alivio de la situación financiera del gobierno dieron tiempo a que reaccionaran las políticas fiscales y

¹⁹ Debe tenerse en cuenta que estas teorías suponen a la economía funcionando en torno al pleno empleo o producto potencial, por lo que excesos de demanda también se trasladan completamente a los precios. Una devaluación genera lo mismo.

²⁰ Cabe aclarar que el impacto sobre los precios mayoristas fue mayor.

²¹ Los cálculos fueron realizados en base a valores trimestrales, de esta manera, puede existir cierto sesgo a suavizar las oscilaciones de las principales variables. De todas formas, no debería afectar sustancialmente el análisis.

monetarias. Al moderarse los riesgos de un colapso de aún mayor gravedad, dada la apreciación del tipo de cambio (luego del overshooting inicial), se fueron generando los requisitos de una reanimación.

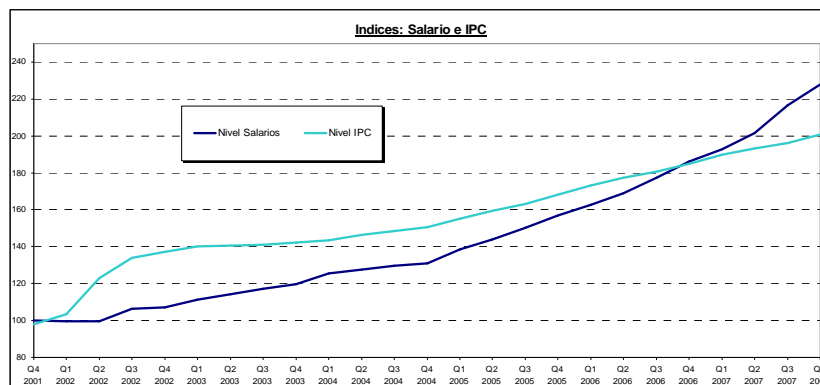
Un pass - through más bajo de los esperado permite la suavización de las expectativas inflacionarias, la eliminación de un fuerte efecto saldos reales negativos, el sostenimiento de consumo privado y la inversión una vez estabilizado el tipo de cambio, así como una menor transferencia de ingresos. Como fue mencionado previamente, la inflación es uno de los principales mecanismos contractivos de la devaluación sostenido tanto por la escuela estructuralista, como por las “nuevas teorías”.

El punto es el siguiente, cuáles fueron las causas de ese traslado a precios relativamente bajo, opuesto a las ideas presentadas en la segunda sección. Ya que, por ejemplo, Braun y Joy afirmaban que aún con capacidad ociosa la espiral inflacionaria tendría lugar, para los monetaristas el traslado a precios es total, y para las “nuevas teorías” la inflación generada uno de los principales mecanismos recesivos de las devaluaciones. Me interesa señalar las siguientes como las principales:

- Sucesivos trimestre de recesión, alto desempleo y pobreza.
- Salarios reales bajos en el período post - devaluación.
- Altos niveles de capacidad ociosa en todos los sectores.
- El saldo positivo de la cuenta corriente funcionó como condición necesaria para el crecimiento, al estabilizar el tipo de cambio y las cuentas fiscales, lo cual suaviza las expectativas inflacionarias.
- Baja inflación a nivel mundial.
- Las empresas asumen los costos a fin de mantener su posición en el mercado.
- Bajo coeficiente de apertura de la economía.
- Tarifas congeladas
- Tipo de cambio real apreciado en el período pre-devaluación.
- Sustitución de importaciones (“Fly from Quality”)

Uno de los principales precios de la economía es el salario. La teoría estructuralista le da un lugar preponderante en su explicación del ciclo argentino, vemos que la vigencia del planteo todavía existe. La recesión, el desempleo y la devaluación, empujaron hacia abajo el salario real, dificultando su recuperación aún cuando la economía mostraba signos claros de estabilización.

Gráfico 20



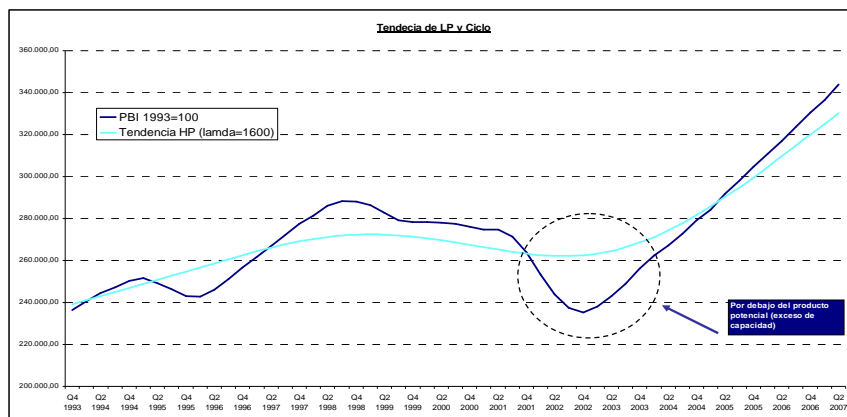
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Este proceso contribuyó a mantener la inflación relativamente controlada. En una primera fase de la recuperación, los precios variaron muy lentamente, en un contexto de gran desocupación y pobreza. Más adelante, detenida la apreciación nominal de la moneda, y con precios internacionales crecientes, se observó un deslizamiento de los precios de los bienes transables y de los salarios nominales que comenzaron a recuperar los niveles perdidos. Estos hechos, a su vez, muestran que existen rigideces (*stickiness*) en los precios nominales, lo cual es compatible con los supuestos de las “nuevas teorías”, y muy diferente a la perfecta flexibilidad asumida por los monetaristas. Y por otro lado, que los cambios en los precios relativos se dan en los países latinoamericanos a través de saltos en el nivel de precios, como mostraba Olivera (1964).

La reactivación de la demanda facilitaba el repunte de los precios internos, particularmente de los servicios privados, que habían quedado rezagados, mientras que se iban recuperando gradualmente los salarios. La aplicación de retenciones a las exportaciones y los acuerdos entre gobierno y empresas intentaron friccionar las alzas de precios. Esas variaciones de precios podían interpretarse como movimientos a lo largo de un tránsito de los precios relativos hacia una nueva configuración, dadas las condiciones de exceso de oferta de divisas y expansión del gasto interno, con un tipo de cambio nominal sostenido por la autoridad monetaria. Por otra parte, estaban ausentes los elementos típicos de los impulsos inflacionarios en el país, por excesos de demanda (enfoque tradicional), por presiones devaluatorias (enfoque estructuralista) o la monetización de déficit fiscales (enfoque monetarista).

Al momento de devaluar, la economía se encontraba inmersa en una profunda recesión, por lo que alto desempleo de recursos productivos contribuía a una respuesta elástica de cantidades, sin presionar sobre los precios. A su vez, una vez que hubiera reaccionado la demanda, contribuía a mantener las variaciones de precios en rangos limitados. El producto de la economía se encontraba extremadamente deprimido, como puede verse en el gráfico 21, en el mismo se representa el PBI a precios constantes y la tendencia de largo plazo obtenida a través de la aplicación del filtro Hodrick-Prescott²². Como puede observarse, la economía en 2002, se encontraba muy por debajo de su producto potencial, lo cual contribuyó a obtener un traslado a precios de la devaluación bajo.

Gráfico 21



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

²² Se aplicó el filtro H-P a la serie trimestral del PBI entre 1993 y 2007.

Los sucesivos trimestres de recesión, contribuyeron a reforzar las expectativas en torno a reajustes de precios, al menos en el corto plazo. Las empresas optaron alterar lo menor posible sus precios, resignando rentabilidad para probablemente mantener sus posiciones en el mercado, dada la convulsión del escenario. Otro factor que confluía a mantener controlada la inflación fue la baja inflación internacional en el período de la devaluación, de esta manera, no se sobrecargó presión a los precios domésticos una vez devaluada la moneda. A su vez, la flotación administrada del tipo de cambio, la acumulación de reservas y la mejora de las cuentas públicas, disminuyeron las expectativas inflacionarias al no esperarse nuevas corridas ni devaluaciones posteriores al shock inicial. Por otro lado, la iliquidez global de la economía permitió una remonetización de la misma sin presionar sobre la inflación.

En términos teóricos, un coeficiente bajo de apertura de la economía ha sido considerado favorable a un pass-through bajo. En una economía pequeña en relación con el mercado mundial, los precios internos del sector transable resultan iguales a los precios internacionales convertidos en moneda doméstica por el tipo de cambio efectivo²³. En estas economías, un aumento en el tipo de cambio nominal se traduce en un aumento de los precios del sector transable. En cambio, los volúmenes comerciados de una economía relativamente grande determinan fluctuaciones en los precios internacionales, por lo que una variación del tipo de cambio nominal no debe necesariamente traducirse de la misma forma. Por su parte, el grado de apertura comercial conlleva efectos contrapuestos sobre el pass-through; la mayor apertura incentiva la competencia de los bienes transables en el mercado interno, lo que dificulta el traslado a precios ante el encarecimiento de los costos dado por la depreciación nominal. Pero por otro lado, la apertura puede significar una mayor presencia de productos importados para consumo final o como insumos intermedios, tanto para el sector transable como el no transable. En esta situación, la depreciación nominal de la moneda probablemente se traslade en mayor medida a los precios internos. En la Argentina del 2002, el coeficiente de apertura era bajo, alrededor del 20%, lo cual contribuyó a amortiguar el traslado a precios. El congelamiento de las tarifas de los servicios públicos es otro de los determinantes más evidentes del bajo PT minorista. Los servicios en general tienen una ponderación importante en el IPC y la trayectoria de aquellos determinan en parte la evolución del índice. A su vez, fueron los servicios los que menos respondieron a las variaciones del tipo de cambio por ser no transables internacionalmente, el IPC absorbió este efecto y evidenció coeficientes de PT menores respecto a los índices mayoristas. El congelamiento de las tarifas no hizo más que potenciar este efecto.

En consecuencia, las características del escenario argentino en 2002 contribuyeron a reducir el pass-through en relación a lo estimado por los teóricos estructuralistas o las teorías del “nuevo consenso”. Este fenómeno está en sintonía con los estudios sobre países emergentes, como el realizado por Frankel (2005) o el de Borensztein y De Gregorio (1999). Tradicionalmente, se suponía que el pass-through es más bajo en los países industrializados que en países en desarrollo. Pero desde los 90’, las estimaciones muestran que los coeficientes han caído fuertemente y que la velocidad a la que se han reducido los coeficientes de los países semi-industrializados es el doble de la de los países centrales. Según Frankel, una de las principales causas de este proceso fue la baja en la inflación internacional de largo plazo. También

²³ Restando la tasa de retención u otros impuestos, en caso de existir, como sucede en Argentina.

encuentra que el salario real es significativamente determinante para el coeficiente del pass-through. El estudio de Borensztein y De Gregorio concluye que las condiciones iniciales de la devaluación son claves para determinar el grado de traslado a precios, principalmente el grado de sobrevaluación y la posición de la economía en el ciclo son claves. Si el producto está por debajo de su tendencia, y el tipo de cambio muy sobrevaluado (al requerirse un ajuste en términos reales mayor), la inflación tiende a ser menor. La sobrevaluación del tipo de cambio real y la inflación inicial son consideradas por el trabajo de Goldfajn y Werlang (2000) como los factores más importantes en la determinación del PT. En este caso, la devaluación contribuyó, luego de la sobre-reacción inicial, a reestablecer el tipo de cambio a un nivel cercano al de “equilibrio”, provocando que la magnitud del PT sea menor. Por otro lado, este estudio coincide con las estimaciones de Frankel, en relación a que el pass-through en países en desarrollo o emergentes es mucho mayor al correspondiente a desarrollados.

Otro estudio bajo esta misma línea es el de Burstein, Rebelo y Eichenbaum (2002) en el cuál buscan explicar la relativa baja tasa de inflación de los precios domésticos en diferentes economías, luego de fuertes devaluaciones, mediante un modelo neoclásico con cuatro sectores productivos. Concluyen que los costos de distribución y la sustitución del consumo de importables por bienes producidos locales (“Fly from quality”), pueden explicar estos movimientos de precios, lo cuál es consistente con las fuertes caídas observadas en las importaciones, y el proceso de sustitución iniciado post devaluación.

En síntesis, puede observarse claramente que las nuevas características estructurales de la economía argentina en 2002, fueron claves en reducir el traslado a precios de la devaluación, en oposición a lo sucedido en otras épocas sobre las que se basaban los trabajos estructuralistas tradicionales. La modificación de este “supuesto” permite aplicar ese marco teórico al escenario de recuperación sin mayores problemas, al eliminar el principal mecanismo contractivo de la devaluación.

5.2. Otras Influencias en el Proceso de Reactivación

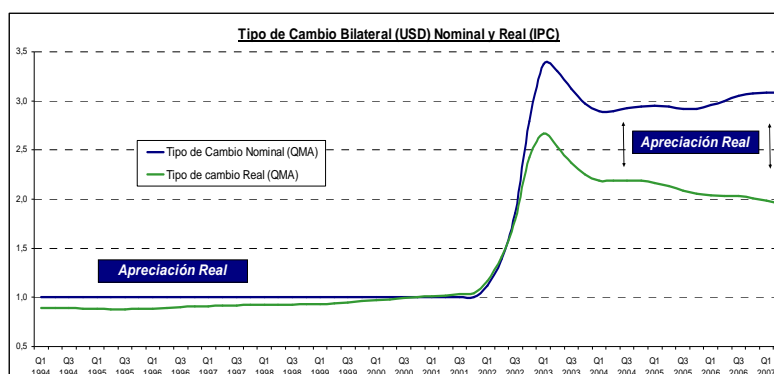
En adición a los puntos mencionados en la sección anterior, principalmente, un pass-through relativamente bajo, existieron diversos factores que contribuyeron a la rápida estabilización y recuperación de la economía argentina.

En primer lugar, el cambio de precios relativos y la gravedad de la crisis incentivaron el gasto de aquellos que contaban con cierto ahorro en stock al momento de la devaluación, esto fue potenciado por la desconfianza generalizada en los bancos y otras entidades financieras luego de la corrida y la confiscación de depósitos, lo cuál pudo ser ejemplificado con la industria de la construcción (ver punto 5). Como contracara de la caída de ingresos en los grupos de bajos recursos, la fuerte depreciación real elevó considerablemente el poder de compra interno de los activos que un conjunto de residentes habían acumulado en el exterior, y también el poder adquisitivo de las exportaciones.

El relajamiento de la restricción externa, al revertirse la situación de la cuenta corriente y suspender los pagos de la deuda, aliviaron la presión inicial sobre el mercado de cambios permitiendo acumular reservas, manteniendo un tipo de cambio alto y estable en el tiempo. El exceso de oferta de divisas tenía como contrapartida la emisión de dinero por parte del BCRA, el cuál fue combinando la esterilización vía la aparición de las Lebac’s y Nobac’s con la remonetización necesaria de la economía. La estabilización

del tipo de cambio contribuyó a mejorar las expectativas de los agentes, redujo las distorsiones iniciales del overshooting, e incentivó la inversión al poder planificar y tener un horizonte a futuro más estable.

Gráfico 22



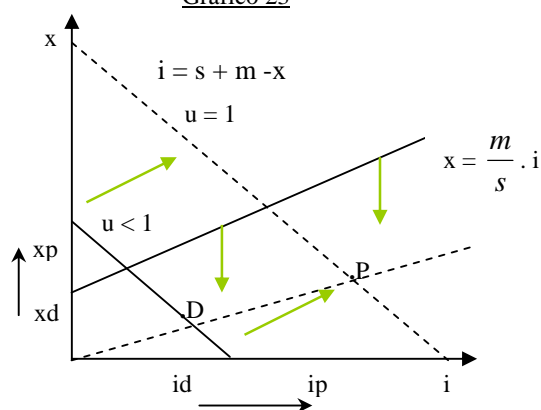
Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

La competitividad que ganó Argentina vía precio, podía ser capitalizada en diferentes sectores que sustituyen importaciones, como también en sectores no transables, por ejemplo: servicios.

En síntesis, el nuevo escenario macroeconómico favorecía la inversión, tanto en sectores transables como no transables, reducía el costo de la mano de obra y desincentivaba la adquisición de bienes de capital o maquinarias, lo cuál en conjunto con el gran exceso de capacidad mostró una alta elasticidad empleo-producto. A su vez, la mejora paulatina en los precios internacionales y el aumento en las cantidades exportadas, contribuían a mantener un fuerte superávit de cuenta corriente, que proveía las divisas suficientes para mantener alejada la restricción externa, acumulando reservas, bajando las tasas de interés, favoreciendo el consumo y la inversión, lo cuál cierra un círculo virtuoso de crecimiento acelerado con inflación moderada, dados los recursos ociosos y la posición en el ciclo de la economía (ver gráfico 21).

En términos del modelo de restricción por balance de pagos de la sección 1, la economía se trasladaba rápidamente hacia la recta de pleno empleo, mientras que el superávit externo desplazaba hacia abajo la recta de equilibrio externo.

Gráfico 23



El incentivo a la sustitución de importaciones provisto por el cambio de precios relativos, a su vez, reduce el coeficiente m , lo cuál contrae la recta $u=1$ hacia la izquierda, acercando la frontera del pleno empleo, y

achata la curva de la restricción externa²⁴. Por lo tanto, la economía argentina pasó de estar ubicada en el punto D, con desempleo y exceso de capacidad, sosteniendo su situación de balance de pagos con pérdida de reservas y préstamos de organismos internacionales, para pasar a un punto como P, tendiendo al pleno empleo, con superávit externo y un coeficiente de inversión récord en términos históricos.

Aquí, se ve con claridad la importancia de tener en cuenta la posición del balance de pagos como un freno potencial al crecimiento, y como al mantenerlo en el equilibrio y sin presionar al mercado doméstico, permite encarar un proceso de crecimiento liderado por la absorción doméstica, generando el principio del acelerador-multiplicador de Harrod (ver sección 4), como postulaba la teoría estructuralista latinoamericana. El equilibrio del sector externo en las economías restringidas por el balance de pagos, es una condición necesaria para el crecimiento (como se observó durante el período 2002-2007).

6. Implicancias de Política Económica

Como muestran los años de crecimiento cíclico, y el modelo estructuralista presentado, la posición del balance de pagos determina el nivel de crecimiento de la Argentina, por lo tanto, en contraposición a las implementadas en los 90', que se tornaron inconsistentes al no reconocer las características de la EPD, políticas que apunten a resolver la brecha externa son prioritarias.

Las consecuencias de la estructura dual se moderan con un tipo de cambio alto, pero la eliminación del desequilibrio estructural requiere la diversificación de la producción y de las exportaciones (Prebisch, Kaldor), para converger a un equilibrio con bajo desempleo y crecimiento sostenido. Las condiciones necesarias para esto son superávits fiscales que esterilicen los superávits de cuenta corriente, y permitan al Banco Central acumular suficientes reservas para prevenir una eventual corrida, ya que luego de años de volatilidad, las expectativas de los agentes son claves (Nicolini, 2007).

La preservación de un tipo de cambio real competitivo y estable, como meta intermedia de las políticas macroeconómicas, tiene el atributo de enfocar dichas políticas en los objetivos de empleo y crecimiento. De por sí, la meta se enfoca en el balance de pagos y cumple funciones de prevención de tendencias insostenibles en la cuenta corriente y endeudamiento externo. Pero a esto, debe sumarse el objetivo de control de la inflación y el propósito de lograr la mayor tasa de crecimiento consistente con la disponibilidad de recursos. La mayor tasa de crecimiento posible y un tipo de cambio real competitivo componen el objetivo de crecimiento del empleo (Frenkel, 2003).

A su vez, como señala Olivera (1964), en Argentina hay inflación estructural causada por la rigidez a la baja en los precios nominales y los movimientos de los precios relativos a lo largo del ciclo. Consecuentemente, durante la fase de expansión la inflación de precios de los no-transables debilita el tipo de cambio real luego de que el tipo de cambio nominal se estabiliza. En este sentido, son imprescindibles políticas adecuadas para evitar la presión inflacionaria de no-transables (propias del ingreso de capitales y tipo de cambio alto), ya que una baja inflación permitiría recomponer la moneda como reserva de valor, relajando por otra vía la restricción de divisas.

²⁴ De todas formas, durante el período de recuperación la tasa de inversión aumentó notablemente lo cual también influye en los movimientos de la recta externa, al demandar mayores cantidades de bienes de capital. Se supone aquí que el efecto protección provisto por el tipo de cambio más que contrarresta este último punto.

Por otro lado, el tipo de cambio real es un determinante fundamental del precio relativo del trabajo respecto a los bienes de capital, que tienen una componente importada relativamente alta en los países en desarrollo; lo mismo sucede en relación a los insumos importados. También es determinante del valor de los salarios en moneda internacional. Así, cabe esperar que modificaciones significativas en estos precios relativos, causadas por variaciones del tipo de cambio real, incidan sobre la relación empleo-producto. La adaptación esos nuevos precios relativos estará guiada por los incentivos establecidos. Un tipo de cambio real más depreciado incentiva la producción de bienes transables que no resultaba rentable a los precios relativos previos (efecto protección), y también incentiva la utilización más intensa del factor cuyo precio relativo se ha reducido, el precio del trabajo. La mayor o menor intensidad de utilización de trabajo de las actividades, en función del tipo de cambio real, no se restringe a las comerciables. Por definición, las actividades no transables no se ven afectadas por el grado de protección que establece el nivel del tipo de cambio real, pero los precios relativos también inciden en la intensidad de utilización del trabajo de estos sectores. En cualquier caso, esos cambios tendrán lugar en la medida que existan expectativas firmes de que el nuevo conjunto de precios relativos perdure por un período relativamente prolongado.

La depreciación sostenida del tipo de cambio real eleva la rentabilidad de los sectores transables, los cuales incrementan sus inversiones. El efecto expansivo de la inversión no resulta solamente del incremento de la misma, sino también de la mayor productividad del capital invertido, mayormente en sectores sujetos a la competencia internacional. A su vez, el desarrollo de las actividades transables genera economías de especialización (por la creciente integración comercial provocada por la expansión de las exportaciones) y externalidades de aprendizaje que son capitalizadas por industrias y sectores menos dinámicos. Por otra parte, el mantenimiento de la moneda depreciada reduce el valor de las firmas locales en moneda extranjera, atrayendo inversiones extranjeras directas. La captación de IED también se ve estimulada, por la confianza que genera el gobierno al mostrar su compromiso con el mantenimiento del tipo de cambio real en niveles competitivos.

De este modo, se puede ver claramente que lo que se requiere para entrar en un proceso de crecimiento sostenido, es decir, hacia un punto como el P en el modelo representado, es un enfoque integral, todas las políticas deben ser consistentes entre sí: cambiaria, monetaria y fiscal. Las tres interactúan y afectan el balance de pagos, precios, el nivel de actividad y el empleo. El tipo de cambio alto garantiza ciertas condiciones para el crecimiento en torno a la recta del balance de pagos, pero se debe complementar con políticas confiables y consistentes en el tiempo, que acerquen la economía hacia el pleno empleo. La economía debe ser sostenida por la inversión y el consumo, garantizados por exportaciones dinámicas e importaciones de los bienes necesarios, teniendo en cuenta la alta correlación entre importaciones y producto, y la inflación que puede generarse por factores endógenos o estructurales, por presiones de la demanda si la oferta no crece a la par, o por presiones externas (Ej. alzas en precios internacionales de bienes primarios). Por lo tanto, se requiere también de un esquema que disciplinó los distintos sectores de la economía frente a la nueva distribución del ingreso. Sólo el sostenimiento en el largo plazo de una política de este tipo permitirá cambiar el perfil productivo, el nivel y el carácter del empleo en nuestro país.

7. Conclusión

En primer lugar, he presentado diferentes enfoques teóricos para analizar las consecuencias de una devaluación del tipo de cambio. La escuela estructuralista sostiene el efecto contractivo que estos episodios generan, al producir un fuerte proceso inflacionario y no mejorar las exportaciones. Es decir, lo opuesto a la visión tradicional de la síntesis neoclásica que las considera expansivas al mejorar la cuenta corriente, la competitividad, y así el ingreso doméstico. Por otro lado, el monetarismo plantea el traslado total a precios de la depreciación nominal, por lo que las variables reales no se ven modificadas. Las “nuevas teorías” sostienen que las devaluaciones son contractivas; al postular que los efectos negativos (inflación y descalce de divisas) superan ampliamente los positivos.

En segundo lugar, la economía argentina durante décadas ha estado enfrentando sucesivas crisis cambiarias, las cuáles han dotado al sendero de crecimiento de una enorme volatilidad; esto ha sido incorporado a las expectativas de los agentes, dificultando aún más la estabilización. La Argentina enfrenta claramente una restricción externa a su crecimiento, la misma está representada por la limitante de divisas para cualquier expansión sostenida en el tiempo. De esta forma, ninguna teoría que deje este aspecto de lado, podrá dar una visión coherente de los hechos, y menos aún, derivar de ella políticas económicas, al hacer caso omiso de las problemáticas de países en desarrollo.

En este sentido, la visión estructuralista latinoamericana es ampliamente superadora de las potenciales contrincantes presentadas en la segunda sección. La dinámica macroeconómica que ella postulaba, sigue completamente vigente, al igual que los conceptos claves. El modelo de restricción externa presentado, es sólo una herramienta más para entender el funcionamiento estructural de la economía y las relaciones entre las principales variables, teniendo en cuenta el sector externo como una restricción, por lo que su equilibrio es condición necesaria para emprender un proceso de crecimiento sostenido, y es esto precisamente lo que puede observarse en torno a la recuperación del 2002. En ese momento, la economía había efectuado un ajuste de manera drástica, y súbitamente generaba (a través del colapso de las importaciones) un fuerte superávit comercial. A la vez, existía un significativo volumen de fondos potencialmente disponible para alimentar a la oferta de divisas y a la demanda interna, toda vez que se moderaran las conductas tendientes a la fuga de capitales. En estas circunstancias, la incipiente normalización macroeconómica podía realimentarse a través de ese efecto. Por otro lado, se habían abierto oportunidades para sustituir importaciones de bienes industriales, que podían inducir la producción si se sorteaban de algún modo las restricciones de financiamiento. Existían elementos “fundamentales” que daban lugar para una inflexión en la crisis.

Pero vale aclarar que la devaluación del 2002 no tuvo en sí misma un efecto expansivo, para cuando la devaluación se produjo, como se mencionó arriba, buena parte del ajuste estaba completado con la recesión iniciada años atrás. La reactivación se inició por el aumento del gasto doméstico, principalmente, de quienes lo habían postergado para atesorar dólares. Durante este proceso, las exportaciones sólo contribuyeron marginalmente, ya que representan un porcentaje menor del PBI, y en 2002 continuaron creciendo al ritmo histórico tendencial de aproximadamente 10% en volumen, complementadas por el aumento de los precios internacionales (Nicolini, 2008). El marco estructuralista permite interpretar y dar cuenta de esta recuperación observada a partir de mediados del 2002, como también de la “llegada” a esa crisis.

En relación a ese proceso de recuperación, los fuertes cambios en la estructura productiva argentina del período pre - devaluación (ver sección 5), especialmente: recesión y alto desempleo de recursos con un tipo de cambio sobrevaluado, son transformaciones que contribuyeron a alterar las interpretaciones estructuralistas de la economía, lo cuál se puede ver claramente en el trabajo de Keifman (2005). El bajo traslado a precios fue clave en el período de recuperación, se debió a la conjunción de varios factores (profunda recesión y salarios reales bajos, entre otros) y esto es un cambio rotundo frente a los trabajos estructuralistas clásicos (Braun y Joy, Crovetto, Diamand, Díaz-Alejandro), que consideraban las devaluaciones contractivas en el corto/mediano plazo por el proceso redistributivo generado.

Esto marca la dirección en donde mirar en términos tanto teóricos como prácticos, al por un lado, demostrar la relevancia (y vigencia) de las divisas como factor limitante del crecimiento, y cómo el mercado externo no es una alternativa al crecimiento tirado por la demanda interna, sino la condición para su existencia. Así, se podrán prevenir futuras debacles, aumentando la capacidad de generación de divisas y minimizando las necesidades de las mismas. En consecuencia, el marco teórico estructuralista sigue totalmente vigente para explicar la realidad económica argentina, y más, específicamente la recuperación económica post 2002.

8. Bibliografía

- Beccaria, Luis: “El Mercado de Trabajo luego de la Crisis. Avances y Desafíos” (2007).
- Borensztein, Eduardo y De Gregorio, José: “Devaluation and Inflation alter Currency Crises” (1999).
- Braun, Oscar y Joy, Leonard; “Un modelo de estancamiento económico – Estudio de caso sobre la economía Argentina” (1968).
- Bresser Pereira, Luis Carlos y Nakano, Yoshiaki; “Economic Growth with Foreign Savings?” (2003).
- Burstein, Ariel, Eichenbaum, Martin y Rebelo, Sergio; “Why is inflation so low after large devaluations?” (2002).
- Calvo, Guillermo y Reinhart, Carmen; “When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and Policy Options” (2000).
- Carlos Bianco, Fernando Porta y Vismara, Felipe; “Evolución reciente de la balanza comercial argentina. El desplazamiento de la restricción externa” (2007).
- Diamand, Marcelo; “La Estructura Productiva Desequilibrada y el Tipo de Cambio” (1972).
- Diamand, Marcelo y Crovetto, Marcelo; “La estructura productiva desequilibrada y la doble brecha” (1988).
- Díaz-Alejandro, Carlos; “A note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect” (1963).
- Edwards, Sebastian; “Are devaluations contractionary?” (1985).

- Frankel, Jeffrey; “Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries” (2005).
- Frenkel, Roberto; “Políticas macroeconómicas para el crecimiento y el empleo” (2004).
- Goldfajn, Ilan y Werlang, Sergio; “The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study” (2000).
- Harrod, Roy; “An Essay on Dinamic Theory” (1952).
- Kaldor, Nicholas; “Tipos de cambio dobles y desarrollo económico” (1964).
- Keifman, Saúl; “Tipo de Cambio y Empleo, a treinta años de Canitrot y Porto” (2005).
- Krugman, Paul; “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises” (1999).
- Krugman, Paul y Taylor, Lance; “Contractionary Effects of Devaluation” (1978).
- Larrain, Felipe y Sachs, Jeffrey; “Contractionary Devaluation, and Dynamic Adjustment of Exports and Wages” (1986).
- Nicolini Llosa, José Luis; “Equilibrio dual y crecimiento cíclico en Argentina” (2007).
- Nicolini Llosa, José Luis; “El Enfoque Estructuralista del Balance de Pagos” (2008).
- Olivera, Julio; “La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano” (1964).
- Oscar Cetrángolo, Daniel Heymann y Adrián Ramos; “Macroeconomía en recuperación: la Argentina post – crisis” (2007).
- Prebisch, Raúl; “Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico” (1952).
- Ramiro Albrieu, Gonzalo Bernat y Eduardo Corso; “Dinámica de Precios y Cantidades postdevaluación. Un estudio de redistribución de flujos.” (2006).
- Williamson, John; “The Open Economy and the World Economy” (1983).