

Universidad de Buenos Aires - Facultad de Ciencias Económicas

CRECIMIENTO ECONÓMICO

NOTAS DE CLASE:

“Crecimiento y restricción externa”

Por Andrés Asiain y Pedro Gaité¹
Año 2016

¹ Las presentes notas de clase fueron elaboradas para el curso de Crecimiento Económico FCE-UBA. Estas pueden descargarse del sitio web del curso: <http://crecimientoeconomico-asiain.weebly.com/divisas.html>

1. Introducción

En las teorías vistas hasta el momento, la determinación de la tasa de crecimiento dependía de variables internas a la economía. Por ejemplo, en los modelos de crecimiento tirado por la demanda el crecimiento depende principalmente de las decisiones de inversión de los empresarios; en el modelo neoclásico de Solow depende de la tasa de crecimiento de la oferta de trabajo; en la teoría de Ricardo de los costos de expandir la oferta de alimentos; en las teorías de crecimiento endógeno de la inversión en sectores que presenten rendimientos crecientes a escala; etc.

En esta sección desarrollaremos una teoría donde la determinación de la tasa de crecimiento de la economía *no es autónoma*, sino *dependiente* de los resultados de la interacción económica con otras economías nacionales.

Cabe aclarar que no se trata simplemente de incorporar el sector externo al análisis. Muchas de las teorías vistas en clase lo hacen sin ser por ello modelos de crecimiento restringidos por el balance de pagos. Por ejemplo, en el crecimiento tirado por la demanda, el resultado del comercio exterior juega su papel como demanda efectiva afectando la tasa de crecimiento. Así un superávit comercial incentiva la demanda, la inversión y el crecimiento, mientras que lo contrario sucede con un déficit. En las teorías neoclásicas, la movilidad internacional del capital y el comercio exterior pueden acelerar la tasa de crecimiento durante la transición hacia el estado estacionario dado por el crecimiento de la oferta de trabajo (que también puede modificarse si suponemos movilidad internacional de ese factor vía migraciones). En el planteo de Ricardo, la importación de alimentos alivia el cuello de botella al crecimiento generado por los rendimientos decrecientes en la producción agrícola. En los modelos de crecimiento endógeno, la especialización internacional, la importación de tecnología, el tamaño del mercado externo, etc. son claves para el desarrollo de economías de escala y, por lo tanto, para el crecimiento. En todos estos casos el sector externo actúa relajando o acentuando una restricción interna al crecimiento. Por el contrario, en los modelos de crecimiento con restricción del balance de pagos que veremos en esta unidad, el sector externo *es* la restricción al crecimiento.

En modelos de *crecimiento restringidos por el sector externo* la variable clave es la divisa, el dólar para gran parte de nuestras economías. Las decisiones internas de inversión, crecimiento de la oferta de trabajo y de los alimentos, la inversión en ciencia y tecnología, afectan los ingresos y egresos de divisas al país ya porque requieren maquinarias importadas, modifican la competitividad por el costo de la mano de obra, requieren la importación de alimentos o disminuir su exportación, fomentar el ingreso de una empresa trasnacional, importar paquetes tecnológicos en forma de insumos, maquinarias o bien patentes y licencias, etc. Entonces, se generan nuevos interrogantes para la teoría del crecimiento, frente a la restricción externa ¿pueden sostenerse los

requerimientos de divisas de las decisiones internas de acumulación? ¿Qué pasa si no se lo logra? A esas preguntas intentaremos responder en esta unidad.

¿Dependencia o interdependencia?

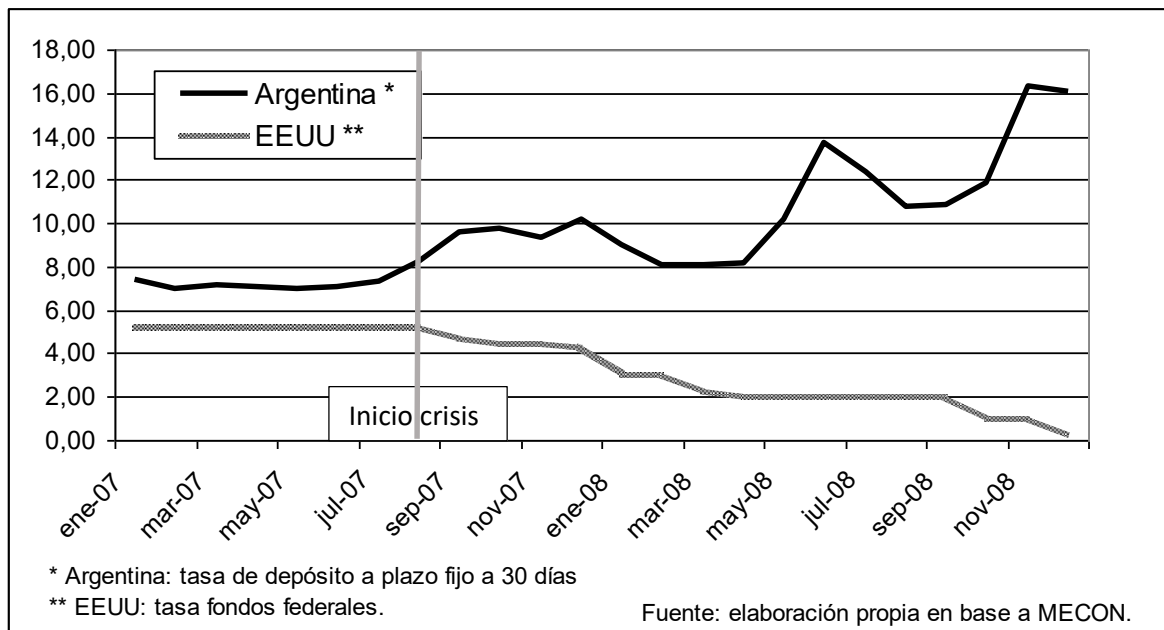
El problema de la restricción financiera externa, es decir el límite que impone la insuficiencia de divisas a la economía de un país, no es abordado por los manuales de crecimiento ortodoxos. La principal razón de esta ausencia se encuentra en el hecho de que en general esos manuales han sido escritos desde los países centrales (especialmente Estados Unidos) y, en tanto sus monedas funcionan como reserva de valor en todo el mundo, no tienen mayores problemas de restricción financiera externa (no son más complejo que un problema financiero interno, soluble mediante políticas monetarias y financieras nacionales).

Otra razón se puede encontrar en el hecho de que para las corrientes más ortodoxas de pensamiento, los problemas de la balanza de pagos son de corto plazo, y no afectan la senda de crecimiento de largo plazo. Esta idea está en sintonía con las teorías que plantean la neutralidad del dinero, según las cuales la cantidad de dinero en circulación no afecta las variables reales de la economía en el largo plazo, sino sólo el nivel de precios. En el enfoque monetario del balance de pagos e incluso en el modelo ISLM-BP, los problemas externos son un problema monetario y, por lo tanto, de corto plazo. Por ello lo abordan en la macroeconomía, y queda fuera del área del crecimiento. También es el caso de las visiones “optimistas” del impacto de la devaluación sobre el comercio externo, asumiendo que las subas nominales del valor de las divisas se traducen en cambios reales (pasaje a precios incompleto) y que permite ampliar exportaciones y reducir importaciones sin afectar el nivel de actividad o aun estimulándolo.

Algunos autores, como Oscar Braun, vinculan el problema de la restricción externa con el problema de la dependencia, diferenciándose de la teoría ortodoxa. Según ésta no existe dependencia de un país con otro, sino que la dependencia es mutua. Por ejemplo mientras Argentina depende de los productos industriales fabricados en los países centrales, éstos dependen de los productos primarios argentinos, dándose una relación de interdependencia. Sin embargo, si bien es cierto que la acumulación de capital es un fenómeno de escala global y que cada país cumple un rol determinado en la división internacional del trabajo, es evidente que las relaciones entre los países no son simétricas y que los países centrales cuentan con más herramientas que los periféricos para superar los momentos de crisis. Un ejemplo de ello es el control hegemónico de las finanzas internacionales por los países centrales (sus monedas nacionales son, a su vez, monedas mundiales)². Esta diferencia se puede ver, por

² Ver un tratamiento formal de las asimetrías financieras internacionales en Olivera (1962).

ejemplo, en el comportamiento de las tasas de interés de los países centrales y la de los países periféricos ante la crisis internacional de 2008. Mientras los primeros redujeron fuertemente su tasa de interés (como indican los manuales tradicionales ante una caída en el nivel de actividad), rescatando a los bancos e inyectando dinero en la economía; los países periféricos se vieron obligados a aumentar las tasas de interés para morigerar la fuga de divisas que caracteriza a esas economías en momentos de incertidumbre.



Déficit externo, rigidez cambiaria y devaluación contractiva

Los modelos que relacionan el crecimiento con el balance externo se basan en una premisa: el nivel de las exportaciones depende principalmente de la demanda externa (por lo que no está relacionado con el crecimiento interno), mientras que el nivel de las importaciones está ligado al nivel de actividad interna. Esto es así principalmente en los países periféricos, en los cuales el entramado industrial no está suficientemente desarrollado y que, por la tanto, al aumentar el nivel de actividad aumenta la necesidad de importar maquinarias, insumos, etc.

Esta es claramente la principal vía por la cual se hace presente la falta de dólares, pero no es la única. El aumento de la ganancia de las empresas y por lo tanto de la remisión de utilidades, el mayor ahorro de los hogares que muchas veces se vuelca al dólar y el aumento del turismo en el exterior, entre otros factores, también profundizan la restricción externa. La llegada de inversión extranjera directa (IED) y la mayor

capacidad de endeudarse pueden aliviar momentáneamente esa restricción, pero en el mediano y largo plazo no hacen más que profundizarla, si no es utilizada para invertir en sectores que amplíen las exportaciones o reduzcan las importaciones (generen capacidad de repago en divisas).

Cuando aparece la restricción externa, la respuesta intervencionista es el racionamiento de las divisas mediante el control de cambios, administración de importaciones, restricciones al ahorro en divisas y remisión de utilidades, etc. La respuesta de mercado es la devaluación. Ambas políticas, con sus pros y contras, terminan limitando la actividad hasta o por debajo del nivel permitido por la disponibilidad de divisas. Ya sea por la limitación administrativa de importaciones necesarias para sostener la producción y la inversión, o bien, por el impacto contractivo que genera la devaluación tanto por sus efectos distributivos como patrimoniales.

Al respecto, algunas visiones asumen que la devaluación de la moneda es expansiva, pues al encarecer las importaciones y abaratar las exportaciones mejora el balance comercial. Si así fuera, la falta de dólares no sería un gran problema pues se resolvería devaluando la moneda y el país podría continuar su sendero de crecimiento. Sin embargo, ciertos autores sostienen que la **rigidez real del tipo de cambio**, ya sea porque se asume la paridad del poder adquisitivo (monetarismo global) o porque la devaluación desata pujas distributivas entre sectores productivos y actores sociales que se manifiestan en la forma de espiral inflacionario que termina comiéndose el tipo de cambio (ciertas corrientes del estructuralismo), impide generar señales de precios relativos de largo plazo que permitan superar la restricción externa.

Desde otras posiciones, se plantea que, aun cuando se pueda modificar el tipo de cambio real, éste tiene un impacto muy limitado sobre la evolución de las exportaciones e importaciones de los países periféricos especializados en la producción de materias primas. De ahí que el reequilibrio de las cuentas externas mediante una devaluación, se produzca por su impacto contractivo sobre el nivel de actividad

Esto se debe a que la capacidad de sustituir importaciones es reducida, sobre todo en el corto plazo. Cuando lo que se importa son bienes de capital y productos con una alta intensidad tecnológica, no hay señal de precio capaz de generar que esos bienes se produzcan localmente. Al mismo tiempo, las exportaciones primarias son generalmente inelásticas a los precios. En Argentina, por ejemplo, la oferta de exportaciones está en buena medida limitada por la extensión de tierra cultivable. Si se llega a la frontera agrícola, por más que haya una enorme devaluación, la oferta no crecerá más que marginalmente.

Asimismo las exportaciones industriales están más atadas a la capacidad de consumo de los socios comerciales que a su precio relativo. O sea, las exportaciones son más sensibles al nivel de actividad de los países que nos compran que al tipo de cambio real. Por eso, por más que se devalúe fuertemente la moneda, si el crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales es baja, las exportaciones no crecerán en forma significativa.

A su vez, **la devaluación genera una transferencia de ingresos desde los sectores con ingresos fijos (asalariados) hacia los productores de bienes transables, especialmente los grandes exportadores.** Dado que los trabajadores que perciben un salario fijo tienen una propensión al consumo superior a la de los capitalistas y rentistas del sector primario exportador, **el resultado de dicha transferencia es una caída en el nivel de consumo que reduce la actividad económica y, a su vez, la demanda de importaciones.** Es por ello que la devaluación tiende a restablecer el equilibrio externo no por la vía sustitutiva ni exportadora, sino por la caída en el nivel de actividad que trae aparejada una menor demanda de bienes importados [Díaz-Alejandro, C (1963), Ferrer, A (1963)].

La devaluación también incrementa el peso de las deudas externas, públicas y privadas, sobre los ingresos corrientes del Estado y las firmas, constituyendo una fuente de deterioro patrimonial de la economía con su consiguiente impacto negativo sobre las decisiones de gasto e inversión [Krugman, P (1999)]. De esa manera, **el efecto “balance contable” termina siendo otra fuente de contracción de la producción y las importaciones que reequilibra el balance externo.**

Antecedentes teóricos e históricos

La necesidad de un ajuste en el nivel interno de actividad para reequilibrar el sector externo tiene varios antecedentes en la literatura económica. Tal vez el más conocido es el desarrollo del “*Problema de la transferencia*” por John Maynard Keynes³ elaborado al debatir sobre el costo de las reparaciones impuestas a Alemania al final de la primera guerra mundial. Le corresponde el mérito de haber señalado que éste sería mucho mayor que el estimado por las potencias vencedoras. La causa es que no sólo se requería incrementar el ahorro (y posponer el consumo y la inversión) por el monto de las reparaciones, sino que dado que se debían pagar en *divisas*, se requería un esfuerzo mucho mayor para conseguir un superávit externo de esa magnitud en tan corto plazo:

³ Estamos hablando de Keynes, J. M. (1929) “El problema Alemán de la transferencia”. Véanse las notas de clase Asiain, A. 2008, con el mismo nombre y dentro de esta unidad.

“El gasto del pueblo alemán deberá ser reducido no sólo por la suma de impuestos de las reparaciones que tienen que extraer de sus ingresos, sino también por la reducción de su tasa de ingresos en oro por debajo de lo que sería en otro caso. Es decir que hay dos problemas y no uno – como sostienen quienes desprecian las dificultades de las transferencias -. Ciertamente, para ponerlo en pocas palabras. El Problema de la Transferencia consiste en reducir lo suficiente la tasa de ingresos de eficiencia en oro de los factores de producción alemanes para que puedan incrementar sus exportaciones en una suma total adecuada. El Problema Presupuestario consiste en extraer de esos ingresos monetarios reducidos una suma suficiente de impuestos de reparaciones. El Problema Presupuestario depende de la riqueza y prosperidad del pueblo alemán. El Problema de la Transferencia de la posición competitiva de sus industrias en los mercados internacionales”. (Keynes, J. M. (1929), traducción propia)

Ese debate sirve para graficar lo acontecido con los países latinoamericanos en la década del ochenta. En los años previos la mayoría de los países de la región estaban gobernados por gobiernos liberales (muchos de ellos de facto) insertos en un contexto internacional signado por la abundancia de dólares y bancos ávidos de colocar ese excedente en países emergentes.

Cuando EEUU subió bruscamente su tasa de interés a finales de los setentas del siglo pasado, los países latinoamericanos fuertemente endeudados se encontraron en problemas para poder refinanciar el pago de sus deudas en divisas. Para peor, el aumento en las tasas deprimió la actividad mundial y desató devaluaciones que buscaban sostener la oferta exportable de los países endeudados, de esa manera, se derrumbó el precio de las materias primas que los países de la región exportaban. Es decir, estos países ahora debían pagar sus deudas externas con un ingreso menor de divisas por la vía comercial y sin posibilidad de refinanciarlas. La consecuencia fue una masiva cesación de pagos regional.

Ante esta situación la recomendación de política del FMI fue la misma que la de Ohlin en su momento: reducción del gasto y aumento de impuestos para generar un excedente con el que poder pagar. En el ámbito nacional hubo algunas voces que se alzaron en contra de esa receta, como había advertido Keynes unos años atrás. Los estructuralistas basados en una larga tradición teórica donde se destacan Olivera, JHG (1962), Díaz-Alejandro, C. (1963), Ferrer, A. (1963); Braun, O. y Joy, L. (1968) y Diamand, M. (1972), advertían que ese proceso solo podía desembocar en una brutal devaluación de la moneda sin generar capacidad de repago en divisas, pues no existía forma de obtener el superávit externo suficiente para cancelar las deudas nominadas

en dólares por más que se lograra un superávit fiscal mediante el ajuste del gasto público y el incremento de la recaudación. La realidad pareció darles la razón a esos autores cuando, al igual que la Alemania sometida a las reparaciones, la permanente devaluación de la moneda nacional derivó en la pérdida de funciones de ahorro de la moneda nacional y finalmente en un proceso de hiperinflación.

Este debate sirve para diferenciar las complicaciones que puede suponer una deuda nominada en divisas extranjeras o en moneda local. Cuando el endeudamiento es en dólares, por ejemplo, la capacidad de repago depende de que ingresen al país los dólares necesarios para poder pagarla. O sea, en definitiva no depende del resultado fiscal (si es deuda pública externa) o de la situación patrimonial de las empresas (si es deuda privada externa), sino del saldo externo de la economía dado por el saldo comercial, la entrada de dólares por el canal financiero o por inversiones externas. Una situación de iliquidez para afrontar compromisos externos (públicos o privados) excede la mayor parte de las veces, las posibilidades nacionales de su resolución, requiriendo el refinanciamiento de parte de instituciones financieras internacionales o un acuerdo con los acreedores externos. En cambio la deuda interna, nominada en moneda local, es sólo un problema de presupuesto público o del balance de las empresas, que aún en situaciones de dificultades de repago, puede resolverse mediante la políticas monetarias y financieras nacionales.

2. La restricción externa, un modelo sencillo

Para formalizar las distintas visiones sobre la restricción externa, vamos a simplificar la presentación del balance de pago. De esa manera, reescribimos la identidad del balance de pagos (*BP*) de una economía como:

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

Siendo " $p^x X$ " las exportaciones y " $p^m M$ " las importaciones, valuadas en divisa; " r^* " la tasa media de rendimientos que devenga los pasivos externos netos de reservas internacionales " D ", " Δ " su incremento, " F " la fuga de capitales y el subíndice " t " el indicador del período en cuestión⁴.

⁴ Los Pasivos Externos F son los pasivos externos menos los activos externos, excluyendo de éstos últimos al stock de capitales fugados al exterior. La tasa r^* puede aproximarse como la relación entre las Rentas de Inversión y el stock neto de IED y deuda externa menos las reservas internacionales. La misma podría tomar valores negativos, debido a los diferenciales de rendimiento de los activos y pasivos. En este artículo trabajaremos asumiendo que tanto F como r^* son positivos por razones de simplicidad en la exposición.

Llamando “e” el tipo de cambio nominal (moneda nacional/divisa de referencia) y dividiendo **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** por el ingreso nacional valuado en dólares $p^y Y/e$ obtenemos:

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

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

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

La ecuación **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** no es más que el balance entre las transacciones reales y financieras del sector externo. La contrapartida de un déficit de comercio en relación al producto s_t^e , debe ser un incremento en los pasivos externos netos de reservas en relación al producto d_t (para lo que su tasa de incremento g_t^d debe superar los rendimientos que devenga r_t^*) tal que supere la fuga de capitales en relación al producto f .

2.1 Tasa de crecimiento y déficit comercial externo

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

$$X = Er^\eta Y_x^\varepsilon$$

donde X hace referencia a las exportaciones reales, $Er = \frac{E p^{yx}}{p^y}$ es el tipo de cambio real, η es la elasticidad de las exportaciones en relación al tipo de cambio real, Y_x es el ingreso del resto del mundo y ε la elasticidad de las exportaciones en relación al crecimiento mundial.

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

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

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

Ahora bien para analizar el efecto del crecimiento económico sobre la balanza comercial y así analizar en qué momento se hace operativa la restricción externa,

debemos expresar estas ecuaciones en tasas, ya no en niveles. Para eso aplicamos logaritmos a ambos lados de la igualdad y derivamos, obteniendo la siguiente ecuación para las exportaciones:

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

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

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

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

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

$$gX = \gamma Y_x gY_x$$

$$gM = \varepsilon Y gY$$

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

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

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

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

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

La ecuación (1.3) de estabilidad del déficit comercial en relación al producto es una versión de la desarrollada por Moreno-Brid (1998/99), tomando como constante el tipo de cambio real de largo plazo. Como señala Barbosa Filho (2001), el cociente $\frac{X}{M}$ es, a su vez, una relación que depende de la tasa de crecimiento económico (dado que las importaciones dependen de éste), por lo que la ecuación (1.3) puede ser estable o inestable. El análisis de las condiciones de estabilidad muestra que, en el caso relevante para las economías periféricas donde $\phi > 1$, si el crecimiento efectivo tiende al permitido por la brecha externa, entonces el cociente $\frac{X}{M}$ tiende a 1 [Barbosa Filho (2001), p. 388]. Nótese que si se asume un balance comercial equilibrado donde $M = X$, la ecuación (3) puede reescribirse como:

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

que es la presentada por Thirwall (1979), también conocida como “ley de Thirwall”. Es decir, las condiciones para mantener un déficit comercial sobre el PBI estable en las economías periféricas tienden a ser las mismas condiciones que se requieren para sostener un balance comercial equilibrado.

Del análisis de (1.4) se observa que la tasa de crecimiento que equilibra el balance comercial, $gY_{BC=0}$, depende positivamente de la elasticidad de las exportaciones en relación a la economía mundial y de la tasa de crecimiento del resto del mundo, y negativamente de la elasticidad de las importaciones en relación al crecimiento de la economía interna. Este último factor es justamente el que más afecta a las economías periféricas, imponiendo la restricción externa cuando aceleran su tasa de crecimiento. La existencia de cuellos de botella en la producción nacional genera que la elasticidad de importaciones sea elevada y creciente en relación a la tasa de crecimiento de la economía. En Argentina de las últimas décadas, por ejemplo, ésta alcanza valores en torno a 3-4, es decir que por cada punto porcentual que crece la economía las importaciones aumentan un 3-4% [Bus y Nicolini-Llosa (2007), Zack, G. y D. Dalle (2014 y 2016)].

2.2 La cuenta financiera de largo plazo

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

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

($\forall f$ y r^* estables o no negativos)

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

Por otro lado, de la ecuación (1.2) se observa que aún si la economía transita un crecimiento con equilibrio comercial, $gY = gY_{BC=0}$, ello no garantiza la estabilidad de sus pasivos externos. Ya que aun cuando $s^e = 0$, gD puede ser positiva si debe cubrir las rentas que devengan los pasivos externos ($r^*d \geq 0$) o una determinada dolarización del excedente ($f \geq 0$). De ahí que si $gD > gY = gY_{BC=0}$, la relación entre los pasivos externos netos de reservas y el producto (d), tiende a incrementarse con el paso del tiempo y, dado el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, terminaría en una crisis de incumplimiento de deudas. De esa manera, la estabilidad de la relación entre los pasivos externos y el producto requiere como condición que la tasa de crecimiento de éste último iguale o sea mayor que la tasa de incremento de los pasivos externos:

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

Por su parte, siguiendo a Barbosa Filho (2001), la estabilidad de la relación entre los pasivos externos y el producto requiere también que $\frac{\Delta d}{d} = gD - gY \leq 0$ o bien que $\Delta d = d gD - d gY \leq 0$ y dado que $d gD = r^* d + s^e + f$ por (2), puede reescribirse como $\Delta d = s^e + f_t + (r^* - gY)d \leq 0$. De ahí que la condición de estabilidad, asumiendo s^e y f estables, requiere que la tasa de crecimiento de la economía supere la tasa de pagos que devengan los pasivos externos⁵:

⁵ O bien $gY = r^*$ con $s^e \leq 0$ y/o $f \leq 0$. Con $s^e < 0$ y/o $f < 0$, con tendencia creciente en el tiempo, pueden aceptarse otras soluciones que aun cuando $gY < r^*$ tiendan a generar que $\lim_{t \rightarrow \infty} d = -\infty$, las mismas requieren que la economía acumule superávits comerciales o reciba transferencias de capitales hasta lograr convertirse en acreedor neto del resto del mundo.

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

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

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

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

Las ecuaciones (1.4), (1.5), (1.6) y (1.7) son cuatro restricciones del balance de pagos para el crecimiento de las economías que pueden resumirse en:

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

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

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

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

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

3. Las distintas visiones sobre la restricción externa

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

3.1 La restricción externa y la industrialización

En esta sección se abordarán las visiones que ponen énfasis en la restricción externa como un problema estructural dado por la estructura productiva y la inserción internacional de la economía argentina, que requiere para su superación la industrialización por sustitución de importaciones donde el rol que juega la política cambiaria es secundario.

3.1.1 Bunge, Prebisch y el peronismo

En los años 20 del siglo pasado, Alejandro Bunge señaló tempranamente el agotamiento del modelo primerio exportador para nuestro país. Desde su perspectiva, el nacionalismo económico de las potencias tras el estallido de la primera guerra mundial, había terminado con el esquema de división internacional del trabajo surgido bajo la hegemonía liberal británica. La consecuencia era el deterioro de la demanda externa de nuestras materias primas, hecho que imponía un límite externo a nuestra expansión económica [Bunge (1928-30)].

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

El planteo de Bunge fue parcialmente aplicado por los primeros gobiernos de Juan Perón (1945-55), cuyo programa de política económica contó en la elaboración con la colaboración de numerosos discípulos de Bunge [Asiain (2014)]. Esas mismas ideas fueron planteadas a escala regional por otro discípulo del ingeniero. Raúl Prebisch las publicó en el “manifiesto latinoamericano” de la CEPAL, constituyendo de esa manera las bases teóricas del estructuralismo latinoamericano [Prebisch (1949)].

Para presentar las ideas de Bunge y Prebisch, reescribimos la condición de crecimiento con balance comercial equilibrado, levantando el supuesto de términos de intercambio constantes⁶. Para ello planteamos la igualdad dinámica entre las exportaciones e importaciones:

$$\frac{dp_t^x X_t}{p_t^x X_t} - \frac{dp_t^m M_t}{p_t^m M_t} = \frac{dtot}{tot} + \gamma Y_x gY_x - \varepsilon Y gY = 0 \text{ con } tot = \frac{p_t^x}{p_t^m}$$

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

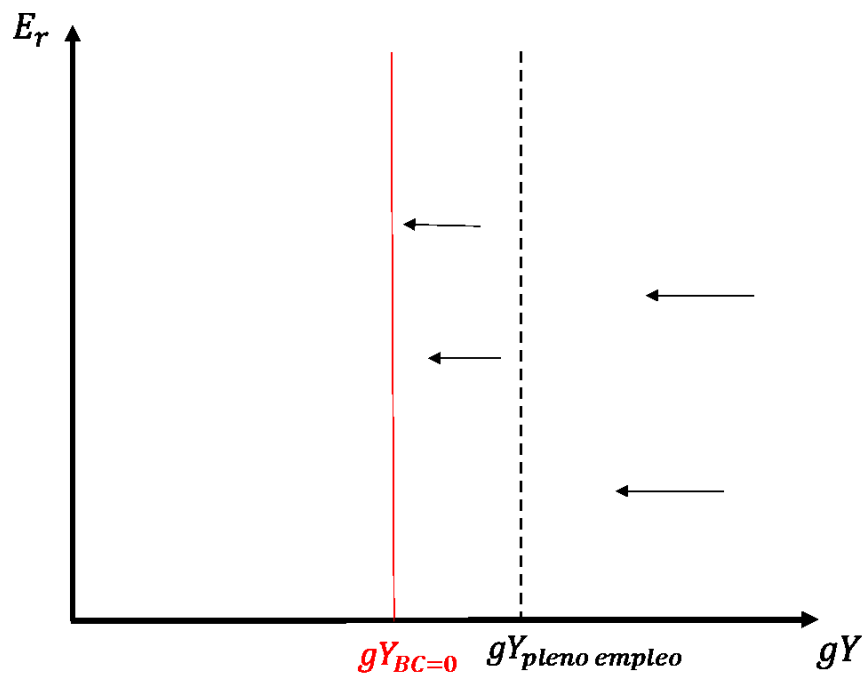
$$(3.1) gY^{BC=0} = \frac{\frac{dtot}{tot} + \gamma Y_x gY_x}{\varepsilon Y}$$

Graficamos (3.1) en un diagrama donde el tipo de cambio real ocupa el eje de las ordenadas y las tasas de crecimiento económico, el de las abscisas. La gráfica es una línea vertical, ya que bajo la concepción de Bunge y Prebisch, la restricción externa no depende del nivel del tipo de cambio real, sino de condiciones estructurales del comercio mundial. Las flechas a la derecha de $gY^{BC=0}$, indican que no son sostenibles en el tiempo tasas de crecimiento superiores a la restricción externa.

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

Gráfico 3.1 La restricción externa según Bunge-Prebisch

⁶ Suponemos que la evolución de los términos de intercambio no afecta las cantidades exportadas e importadas. Ello se debe a que suponemos el precio de los bienes industriales estable y que los términos de intercambio varían sólo para las materias primas que no tienen una elasticidad precio de exportación o de sustitución de importación significativa.



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

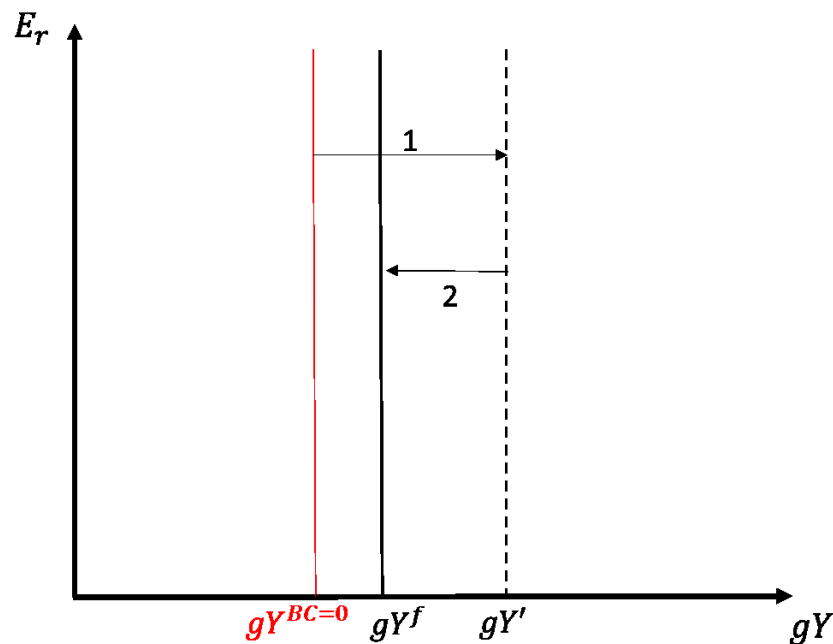
3.1.2 El desarrollismo

Desde el desarrollismo, corriente de pensamiento que busco compatibilizar el industrialismo de la periferia con la expansión multinacional del capital norteamericano, se planteó la necesidad de avanzar en las industrias básicas como forma de independizar el crecimiento de las necesidades de importar insumos industriales. Para Frigerio, mentor de esa corriente y mano derecha del presidente Frondizi (1958-62), el peronismo había alentado una industrialización liviana que

dependía de la importación de insumos industriales y energía, hecho que derivaba en la restricción externa al desarrollo⁷.

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

Gráfico N° 3.2. Desplazamiento de la restricción externa según el desarrollismo.



El gráfico No 3.2 representa la dinámica del desarrollismo. La entrada de capitales externos por IED acrecienta la tasa de crecimiento de equilibrio en el corto plazo ya que permite financiar con esos dólares que ingresaron un mayor volumen de importaciones y sostener el nivel de actividad industrial (1). Sin embargo la clave del desarrollismo reside en que buena parte de las divisas que ingresaron se utilicen para transformar la estructura productiva. En ese sentido el rol del Estado es fundamental ya que debe dar las señales necesarias para que los capitales se inviertan en sectores estratégicos, es decir en aquellos en los que el país tenga un mayor déficit comercial con el resto del mundo. De esta manera si tras devolver los dólares que ingresaron en un primer

⁷ En realidad el planteo de Frigerio (1967) mezcla el concepto de brecha externa con uno de “insuficiencia de ahorro”, de ahí que su apelación al capital extranjero se justifica en apelar al “ahorro externo” y no a la necesidad de divisas y conocimientos tecnológicos que impone el desarrollo de la industria pesada.

momento, el país logró reducir su déficit externo permanente por encima de las utilidades que mandan anualmente las empresas trasnacionales, $\frac{J[-s^e]}{Ja} \geq r_t^*$, la tasa de crecimiento de equilibrio puede desplazarse hacia la derecha desde su situación inicial (2).

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

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

3.2 Tipo de cambio real y brecha externa

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

3.2.1 Conservadurismo agrario y neodesarrollismo

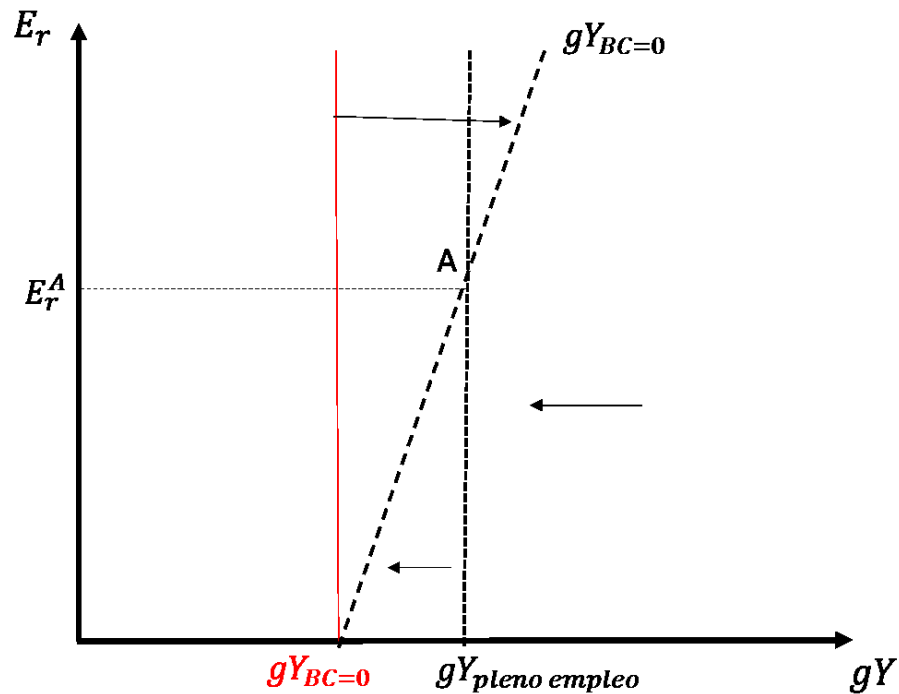
Para los sectores conservadores y liberales vinculados al sector agrario, la restricción externa al crecimiento no era la consecuencia del cambio en las condiciones económicas mundiales que habían agotado el modelo de acumulación basado en la exportación de materias primas. Por el contrario, pensaban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

de la política económica, terminaba deteriorando el crecimiento de las exportaciones generando los déficits comerciales y, por ende, la brecha externa al crecimiento [Gerchunoff y Llach (2004)].

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

Ya en pleno siglo XXI, algunos economistas “neodesarrollistas” sostuvieron la necesidad de que el tipo de cambio real alto se mantenga estable en el tiempo para tener un impacto positivo sobre el balance comercial de largo plazo [Frenkel (2006); Frenkel y Ros (2006)]. Las ideas detrás del planteo neodesarrollista parten de la hipótesis Balassa-Samuelson, según la cual la productividad de los sectores transables crece en forma más veloz que el de los no transables [Balassa (1964); Samuelson (1964)]. De esa manera, una estela de precios relativos favorable para los sectores transables estimula la realización de inversiones y la expansión económica de sectores con productividad creciente, permitiendo una mayor tasa de crecimiento compatible con el intercambio comercial equilibrado. La experiencia de industrialización con crecimiento acelerado de varios países del sudeste asiático, China e India, donde los salarios en dólares eran significativamente menores a los de los países desarrollados, fue interpretada como una confirmación de la hipótesis neodesarrollista. El crecimiento a “tasas chinas” con superávit comercial externo durante el mandato de Néstor Kirchner (2003-7) donde el tipo de cambio real era elevado, fue interpretado como una nueva evidencia a favor de la hipótesis neodesarrollista.

Gráfico N° 3.3 La restricción externa según el conservadurismo agrario y el neodesarrollismo



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

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

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

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

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

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

De esa manera, la tasa de crecimiento compatible con el crecimiento balanceado puede escribirse como:

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

En el gráfico 3.3 se presenta la restricción externa de acuerdo al conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. La pendiente positiva de $gY_{BC=0}$ indica que a mayor nivel de Er , mayor es la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio comercial. Como

puede observarse, a niveles de tipo de cambio real suficientemente elevados Er^A , existe la posibilidad de tornar compatible la restricción externa con un crecimiento que garantice el pleno empleo de la mano de obra (A).

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

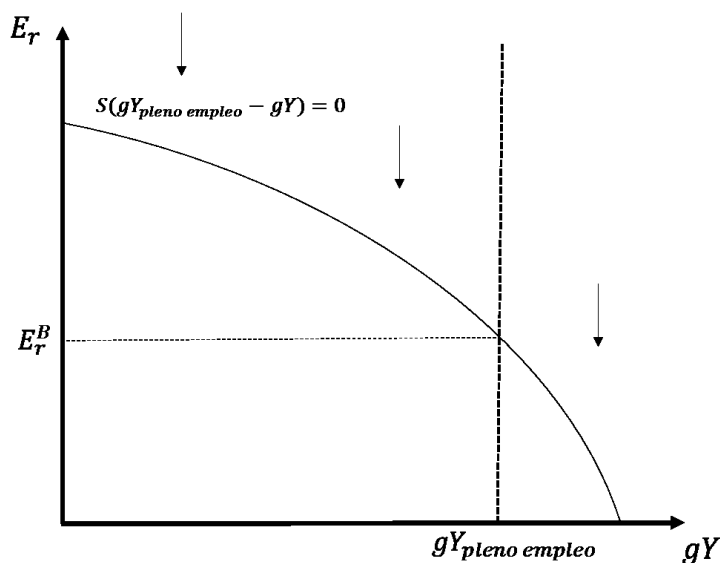
De ahí que las devaluaciones sólo son efectivas en términos reales, cuando la economía presenta elevadas tasas de desempleo. Si se intenta devaluar en condiciones de bajo desempleo, la consecuencia es un rápido reclamo salarial que genera un traspaso completo de la devaluación a precios acelerando la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

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

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

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

Gráfico N° 3.4 Curva de Braun - Canitrot



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

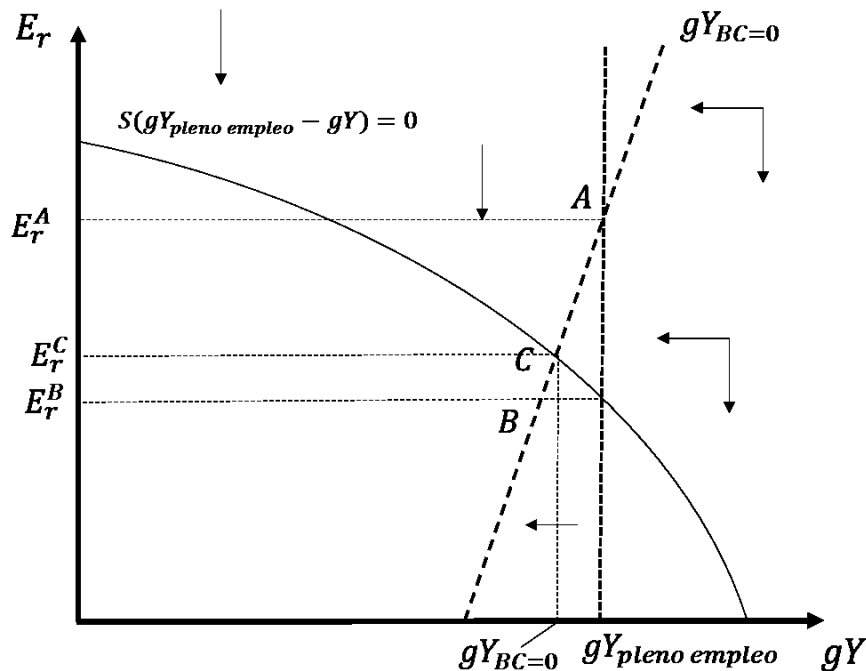
El punto $(E_r^C; gY^{BC=0})$ del gráfico No 2.5 define la tasa de crecimiento máxima alcanzable dada la restricción externa y la curva de Braun-Canitrot de acuerdo al conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. Implícitamente, define también el nivel de salario real que puede maximizar el empleo, dada la restricción externa [Canitrot (1983)].

Puede demostrarse que un tipo de cambio real elevado ceteris paribus, implica un salario real bajo [Otero, et al (2005)]. De esa manera, el sostenimiento de un tipo de cambio real elevado dada nuestra estructura productiva, y sin mecanismos compensatorios implica una fuerte transferencia de ingresos desde los sectores vinculados al mercado interno hacia las rentas del sector primario exportador. Dado que la industria produce centralmente para el mercado interno, la política de tipo de cambio real elevado presenta un sesgo anti-industrial. Una larga tradición en el pensamiento económico [Ricardo (1815); Olivera (1962); Reinert (1996)] sostiene que el sector primario es menos dinámico que el industrial⁸. De ser así, el sostenimiento de un tipo de cambio real elevado no sólo genera una distribución regresiva del ingreso,

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

sino que tampoco genera el desplazamiento de la restricción externa que predice el neodesarrollismo.

Gráfico N° 3.5. Tipo de cambio real y crecimiento según el conservadurismo agrario y neodesarrollismo



3.2.2 La solución de Marcelo Diamand

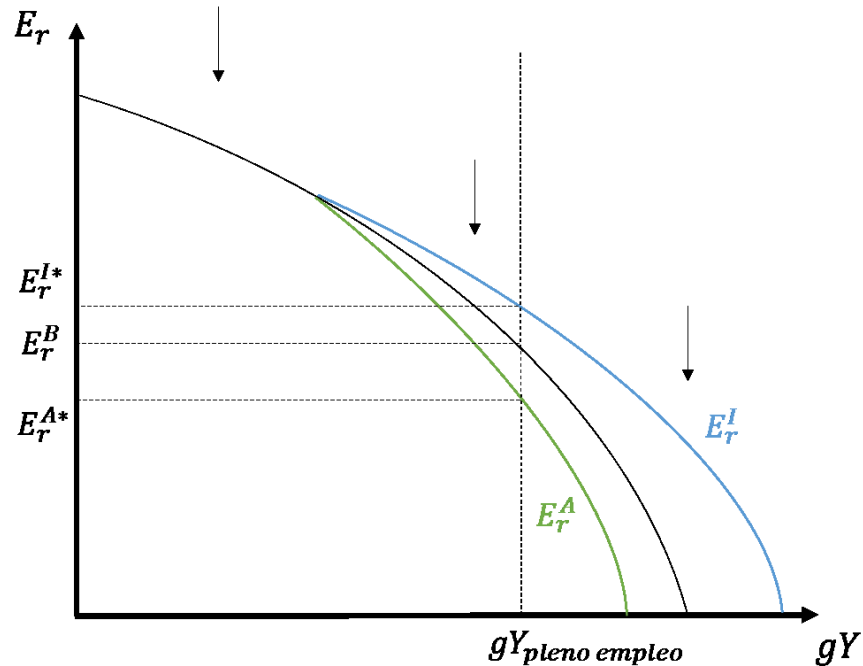
El planteo de Marcelo Diamand puede ser interpretado como un intento de reconciliar la aceleración de las exportaciones (industriales) con una más equitativa distribución del ingreso que la implícita en los planteos del conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. La clave para ello es el establecimiento de tipos de cambio diferenciales, que logren establecer un tipo de cambio real industrial elevado y uno primario bajo. De esa manera el tipo de cambio “equilibra” las diferencias de productividad entre el sector industrial y primario en relación a la estela de precio relativos internacionales, moderando las pérdida de salario real necesaria para desplazar la restricción externa ya que el salario cae en bienes industriales, pero aumenta en bienes primarios (alimentos y combustibles) respecto a un valor del tipo de cambio intermedio.

Las herramientas para generar esa diferenciación cambiaria son diversas. Probablemente la más utilizada en Argentina es la de las retenciones, es decir fijar un tipo de cambio más alto que el que resultaría de la productividad del sector agropecuario y apropiarse de la ganancia extraordinaria a partir de un impuesto. Otro

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

El gráfico N° 3.6 ilustra el impacto del tipo de cambio diferencial sobre la curva de Braun-Canitrot. La misma se desdobla desplazándose hacia abajo y la izquierda para el sector primario y hacia arriba a la derecha para el sector industrial. Esos desplazamientos reflejan el efecto del tipo de cambio diferencial sobre los precios relativos internos, encareciendo los bienes industriales y abaratando los primarios respecto a un valor intermedio de tipo de cambio unificado. El tamaño del desplazamiento de cada curva dependerá de la composición de la canasta de bienes y servicios que conforman el salario real y el impacto en la misma del cambio de los precios relativos generado por el desdoblamiento. De esa manera, el salario real correspondiente a cada nivel de tipo de cambio real y tasa de crecimiento implícito en la curva Braun-Canitrot se mantiene pero con una modificación en su composición dado el cambio de los precios relativos que produce el régimen de tipo de cambio diferencial.

Gráfico N° 3.6 Curva de Braun – Canitrot bajo tipo de cambio diferencial



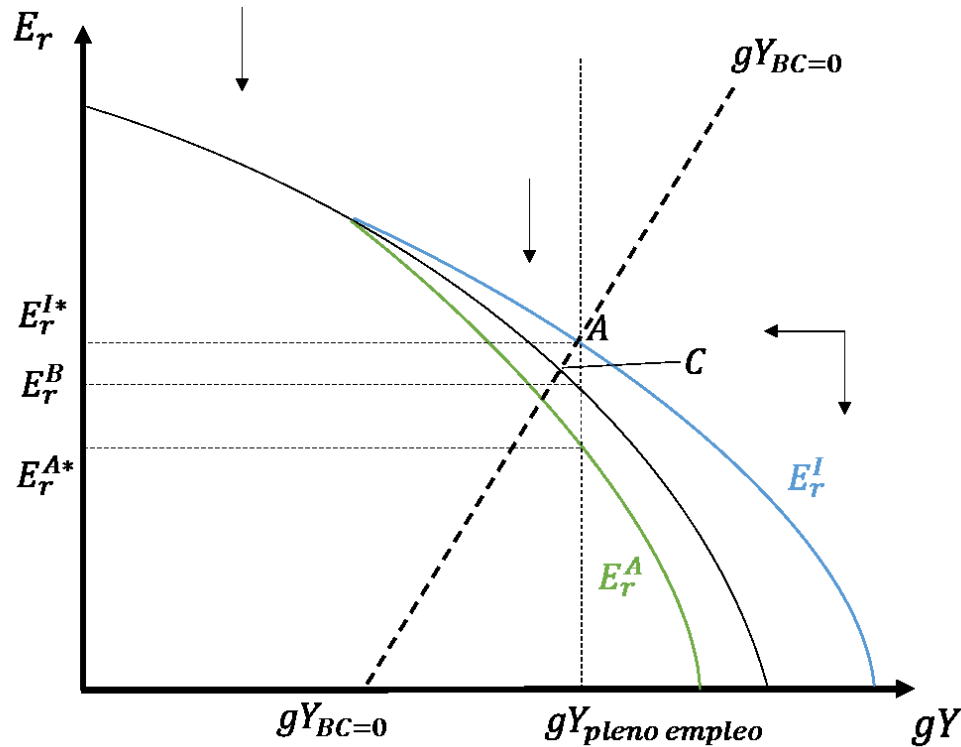
El efecto del tipo de cambio diferencial sobre la brecha externa al crecimiento es ambiguo. Las posiciones industrialistas sostendrán que permite un crecimiento más rápido de las exportaciones y menor de las importaciones, dado que se mantiene el estímulo a la productividad de un mercado interno amplio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

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

El gráfico N° 3.7 muestra un tipo de cambio diferencial que permite alcanzar la tasa de crecimiento con pleno empleo y equilibrio comercial. La clave para lograrlo es el desplazamiento hacia arriba y la derecha de la curva de Braun-Canitrot al compensar el impacto de la suba del tipo de cambio real industrial sobre el salario real, mediante un abaratamiento de los bienes primarios (alimentos y combustibles) a través de un tipo de cambio real agrícola bajo. Como puede observarse en el gráfico, si la recta $gY^{BC=0}$ no sufre desplazamientos pronunciados hacia la izquierda, el tipo de cambio diferencial

permite alcanzar tasas de crecimiento superiores a una política de tipo de cambio unificado (el punto A se encuentra a la derecha del C).

Gráfico N° 3.7 Tipo de cambio real y crecimiento según Diamand



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

3.3 Las visiones sobre la estabilidad financiera externa

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

Existen fuertes vínculos entre la condición de equilibrio comercial externo y la estabilidad de largo plazo de la cuenta financiera del balance de pagos. Tal como señalamos en el apartado 2.2, sostener déficits comerciales crecientes respecto al PBI genera un incremento de los pasivos externos en relación al producto. Es decir, un

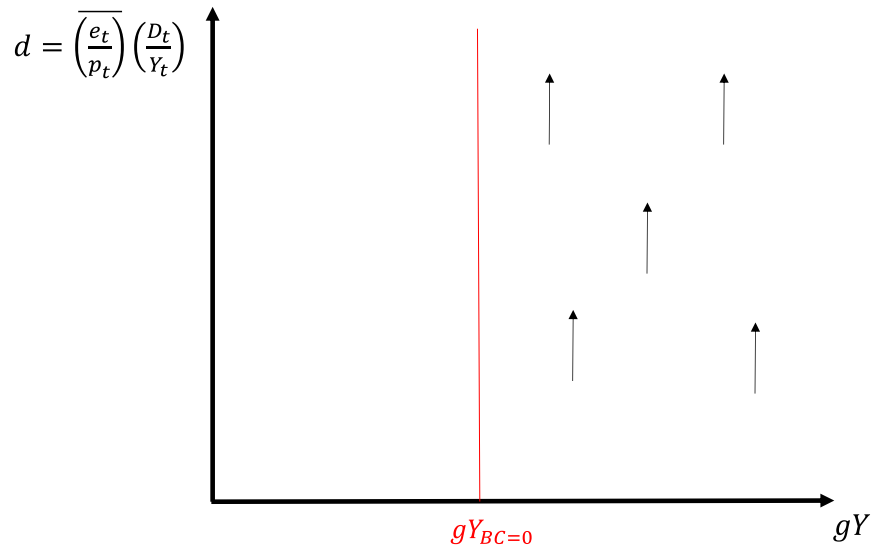
crecimiento por encima del que permite la brecha externa sostenido en el tiempo, requiere una acumulación creciente de pasivos externos en relación al producto.

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

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

Para ilustrar esa vinculación, en el gráfico (3.8) se presenta en el eje de las ordenadas la relación pasivos externos netos de reservas y el PBI (d) asumiendo constante el tipo de cambio en relación a los precios internos $\left(\frac{e}{p^y}\right)$, y en el de las abscisas la tasa de crecimiento de la economía, gY . La restricción externa $gY^{BC=0}$, se presenta como una recta ya que no depende del nivel de d . Las flechas en dirección ascendente a la derecha de $gY^{BC=0}$, indican que el crecimiento por encima de la brecha externa sólo es posible mediante la acumulación de crecientes pasivos externos en relación al producto.

Gráfico N° 3.8 Saldo comercial y estabilidad financiera externa



Las distintas políticas para desplazar la brecha externa desarrolladas en los apartados anteriores, implican desplazamientos hacia la derecha de la recta $gY^{BC=0}$ en el gráfico (3.8), de manera tal que mayores tasas de crecimiento son compatibles con la estabilidad financiera de largo plazo.

Otra condición de estabilidad financiera de largo plazo dada por (2.7), señalaba que la economía debe crecer a una tasa superior que la tasa de rentas que devengan los pasivos externos netos: $gY > r_t^*$. Las condiciones para relajar esa restricción dan lugar a diversas interpretaciones sobre los determinantes de r_t^* .

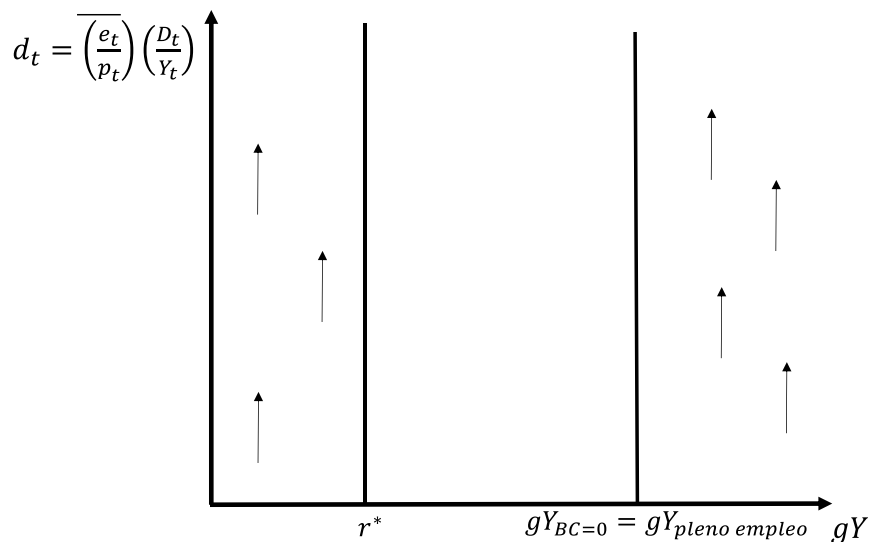
3.3.1 El neoliberalismo financiero

Las visiones liberales vinculadas a los intereses financieros que conforman el monetarismo global [Johnson (1972), Laidler (1975) y Frenkel (1976)] inspiraron políticas económicas como las implementadas como la *tablita cambiaria* de Martínez de Hoz o la *convertibilidad* de Cavallo en Argentina. Estas visiones suelen asumir que las economías periféricas pueden acceder a crecientes flujos de capital sin que ello genere modificaciones en las condiciones crediticias. El supuesto de “país pequeño” con que suelen elaborar sus modelos, implica que la tasa de financiamiento internacional es independiente del volumen de crédito que se tome. Asumiendo fijo el tipo de cambio real (dado por la paridad de precios internacionales, para esta corriente de pensamiento), en el gráfico N° 3.9 se presenta la restricción $gY > r_t^*$ como una recta independiente de “ d ”. Los puntos a la izquierda de r_t^* se corresponden con una dinámica insustentable de los pasivos externos, hecho que muestran las flechas con dirección ascendente.

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

Los puntos entre las dos restricciones, $r^* \leq gY \leq gY^{BC=0} = gY^{pleno\ empleo}$, permiten un crecimiento con estabilidad financiera de largo plazo. La tarea de los gobiernos es implementar “buenas prácticas de política económica” (presupuestos equilibrados, baja inflación, seguridad jurídica, etc.), para acceder a elevadas calificaciones crediticias que le permitan disminuir r^* . Los gobiernos populistas que no generan confianza de los inversores internacionales, recibirán malas calificaciones de las agencias crediticias empujando r^* hacia la derecha, restringiendo el crecimiento compatible con la estabilidad financiera hasta tornarlo imposible: $r^* > gY^{BC=0}$. Algunos autores destacan que factores externos como la política monetaria de los centros y eventos de crisis en mercados similares que se “contagian” a los países periféricos, pueden generar variaciones bruscas de r^* hacia la derecha, contribuyendo a generar dinámicas insustentables de los pasivos externos netos aún bajo gobiernos que aplican “buenas prácticas de política económica” [Calvo (2001)].

Gráfico N° 3.9 Estabilidad financiera externa según neoliberalismo financiero



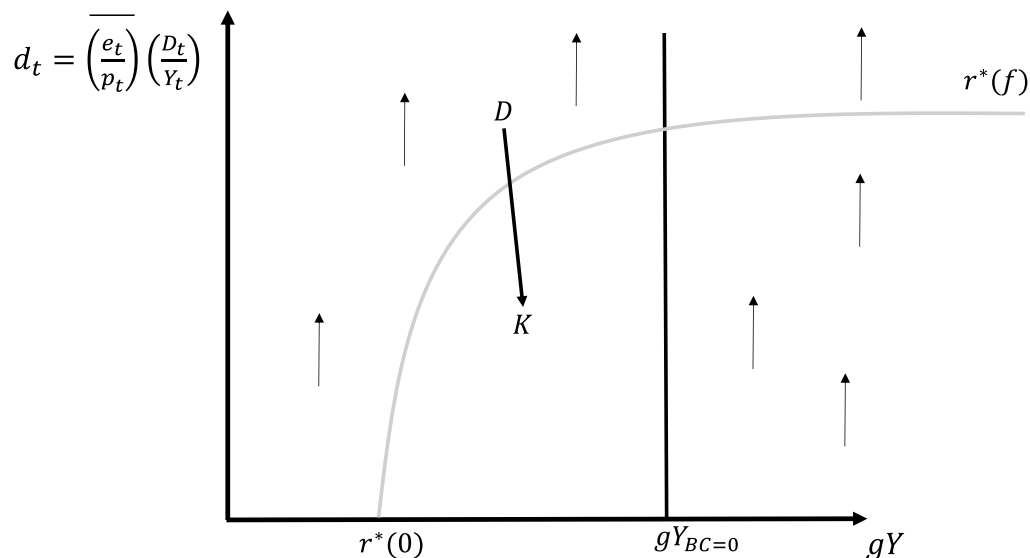
3.3.2 Del vivir con lo nuestro de Ferrer a las crisis de freno repentino

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

En el gráfico N° 3.10 se presenta $r^*(d)$. Para valores bajos de d , la tasa r^* permanece relativamente constante. Sin embargo, llegado cierto umbral considerado crítico por las calificadoras de riesgo, r^* se torna creciente. Los puntos a la izquierda y sobre $r^*(d)$, generan dinámicas insustentables de incremento en los pasivos externos, hecho que se representa mediante flechas en dirección ascendente respecto al eje de las ordenadas. Como puede observarse, entre $r^*(0)$ y $gY^{BC=0}$, se encuentra un espectro de tasas de crecimiento que pueden derivar en dinámicas financieras sustentables o insustentables, dependiendo del nivel de pasivos externos netos respecto al producto del que partan.

En ese sentido, las recomendaciones de “vivir con lo nuestro” de Ferrer (1983) y prácticas de política económica de desendeudamiento externo como las del *kirchnerismo*, pueden interpretarse como búsquedas de reducir f para ampliar el espectro de tasas de crecimiento compatibles con dinámicas financieras externas sustentables. Un ejemplo de ello se presenta en la trayectoria entre los puntos D y K de la gráfica 3.10.

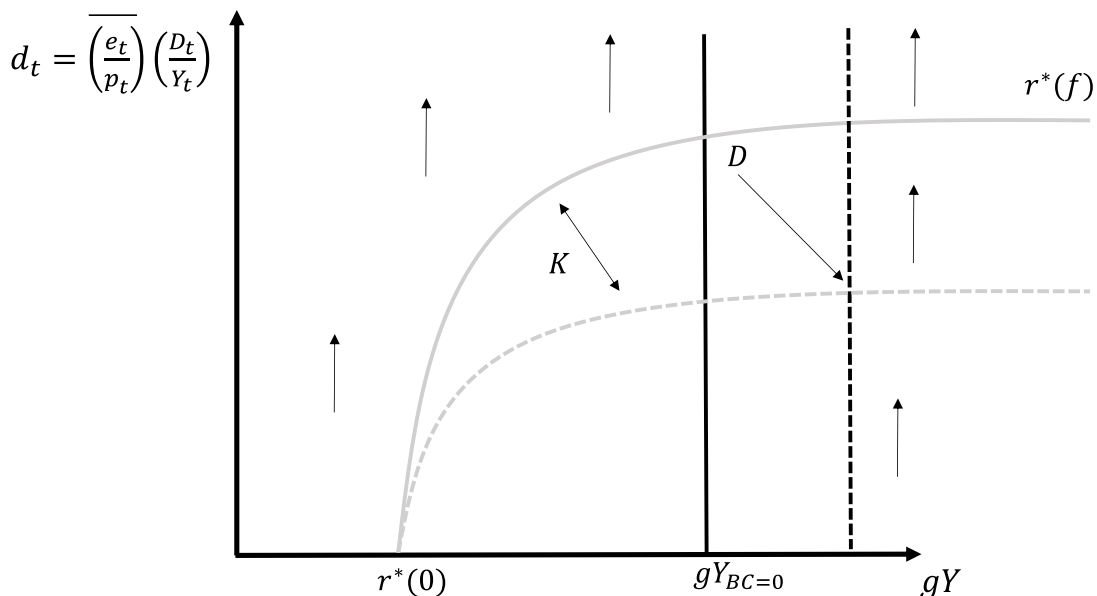
Gráfico N° 3.10 Desendeudamiento y estabilidad financiera



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

De ello se desprenden lecciones relevantes para la política económica. Por ejemplo, asumamos que $gY^{BC=0} = f(Er)$ con $\frac{\partial[f(Er)]}{\partial Er} > 0$, tal como sostiene el conservadurismo agrario y el neodesarrollismo. La política de incrementar $gY^{BC=0}$ mediante el establecimiento de un tipo de cambio real elevado, genera un incremento de d que podría arrojar a la economía hacia una dinámica financiera externa insustentable. Esa posibilidad se ilustra en la gráfica N° 3.11, en la cual el eje de las ordenadas continúa representando diferentes valores de d para niveles fijos del tipo de cambio real. Por ello, el desplazamiento de las curvas representa el impacto de la suba del tipo de cambio real sobre $r(d)$ y $gY^{BC=0}$. Como puede observarse, si la economía se encontraba inicialmente en el punto D , pasa de ser insustentable financieramente por sus déficits comerciales, a serlo por el incremento relativo de sus pasivos externos que genera el mayor valor real de la divisa y su impacto sobre la tasa de rentas que devengan los mismos.

Gráfico Nº 3.11 Tipo de cambio real y efecto balance contable



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

La clave estaba en que los movimientos internacionales de capitales de corto plazo motivados por esos “efectos contagio”, generaban fluctuaciones pronunciadas del tipo de cambio real, produciendo bruscas variaciones en la situación patrimonial de las empresas y el Estado endeudados en moneda extranjera. Esa explicación fue extendida para dar cuenta de crisis en otras economías emergentes, incluyendo la crisis de la convertibilidad en Argentina (1998-2002), denominándolas sucesos de “freno repentino” [Calvo (2001)].

Ese tipo de situación se representa en el punto K del gráfico 3.11, donde una economía con los mismos fundamentos reales (en este caso con superávits comerciales), puede ser financieramente sustentable o insustentable de acuerdo al nivel del tipo de cambio real y su efecto balance contable (cambios en d) y el impacto que ello genera en los costos del financiamiento internacional (desplazamiento de $r(d)$).

3.3.3 Fuga de capitales y deuda externa

Las economías que dolarizan parte de su excedente, presentan una relación de largo plazo positiva entre la fuga de capitales y su nivel de ingresos: $f = \left(\frac{F}{Y}\right) \left(\frac{E}{p^y}\right) > 0$. Ello incorpora una restricción para la estabilidad financiera externa (2.8) que podemos reescribir como $d \geq \frac{(s^e+f)}{(gD-r^*)}$ y dado que por (2.6) $gY_{d_t=d} \geq gD$, entonces se satisface cuando:

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

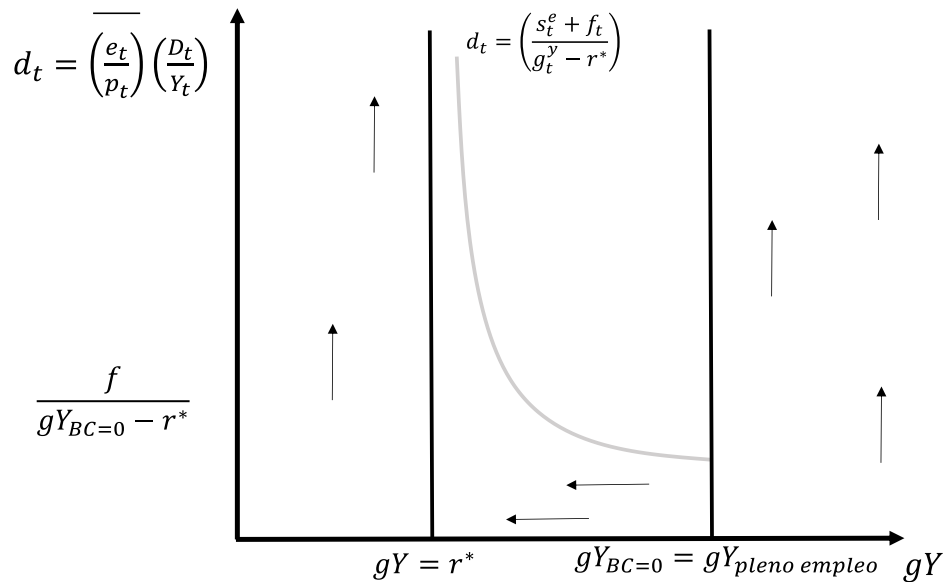
Es decir, se requiere un determinado nivel de pasivos externos netos de reservas sobre el producto (d), cuya tasa de incremento por encima de las rentas que devenga $(gD - r^*)$ permita cubrir las necesidades de divisas que impone el exceso de fuga de capitales por sobre el superávit comercial ($s^e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

Para facilitar la presentación de esta nueva restricción en la gráfica No 3.12, tomamos a r^* como independiente de d y representaremos (3.4) asumiendo que se cumplen las condiciones para que $\frac{\partial d}{\partial g^y} < 0$ ⁹. Los puntos por debajo de la curva $d_t = \frac{(s_t^e+f_t)}{(g_t^y-r^*)}$ no permiten cubrir la demanda de divisas que genera el exceso de fuga de capitales por sobre el déficit comercial.

La curva restricción (3.4) genera una interpretación interesante del hecho empírico de la economía argentina de una relación positiva de largo plazo entre endeudamiento externo y fuga de capitales [Basualdo y Kulfas (2000)]. Esa relación es una condición necesaria en una economía que dolariza una porción de su excedente y obtiene vía endeudamiento externo las divisas necesarias para ello.

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

Gráfico Nº 3.12 Fuga de capitales y endeudamiento externo



4. Conclusión

En las notas presentamos una interpretación de las principales visiones dadas por los economistas argentinos, tanto teóricos como los que gestionaron la política económica nacional, al limitante de divisas como freno a la actividad económica.

En primer lugar las visiones de Bunge-Prebisch aplicadas por el *peronismo* y *desarrollismo*, donde la restricción externa es un resultado de la estructura del comercio internacional independiente de los precios relativos internos, que requiere políticas de industrialización por sustitución de importaciones para su superación. Se abordaron luego las posiciones del *conservadurismo agrario* y los *neodesarrollistas* del tipo de cambio real alto y estable, que asumen una dinámica comercial de largo plazo sensible al nivel del tipo de cambio real. Es justamente la tendencia a la apreciación real de la moneda local cuando se acelera el crecimiento (curva Braun-Canitrot), la que impide para estas miradas alcanzar un crecimiento con pleno empleo y equilibrio comercial externo.

La propuesta de tipos de cambio diferencial de Diamand, se presentó como un intento de compatibilizar la búsqueda de un equilibrio comercial de largo plazo vía precios relativos, con las restricciones distributivas a la política cambiaria implícitas en la curva de Braun-Canitrot. El tipo de cambio real elevado industrial facilitaría un desplazamiento de la restricción externa, mientras que el tipo de cambio real agrario bajo permite amortiguar su impacto sobre los salarios reales.

Luego se analizó la visión del *monetarismo global* que inspiró la política económica de Martínez de Hoz y Cavallo. Allí, la clave para el crecimiento con estabilidad financiera

externa se encuentra en la aplicación de prácticas de política económica acordes a las pautas de las calificadoras y los bancos acreedores. De esa manera, se disminuye el costo del financiamiento externo por debajo de la tasa de crecimiento, evitando un incremento insustentable de los pasivos externos. Por su parte, si el costo del financiamiento externo no es independiente del nivel de pasivos externos respecto al producto, las recomendaciones de “vivir con lo nuestro” de Ferrer y la política de desendeudamiento del *kirchnerismo* pueden interpretarse como estrategias para generar dinámicas sustentables de los pasivos externos.

También, se abordaron las teorías del efecto balance contable utilizadas por Krugman para explicar las crisis de balance de pagos de las economías del sudeste asiático a finales de los noventa del siglo pasado, aplicadas para comprender la crisis de Argentina de la convertibilidad por Calvo y su teoría de los “sucesos de freno repentino”. Bajo esas miradas el impacto del nivel del tipo de cambio real sobre la relación entre pasivos externos netos y el producto y, de ésta con el costo del financiamiento externo, son las claves para comprender cómo movimientos de capitales de corto plazo pueden generar dinámicas sustentables o insustentables de financiamiento externo en economías que mantienen los mismos fundamentos.

Por último, se presentó una interpretación de la relación positiva de largo plazo entre endeudamiento externo y la fuga de capitales, detectada para Argentina por Basualdo y Kulfas (2000). Esa relación es una condición necesaria en una economía que dolariza una porción de su excedente obteniendo vía endeudamiento externo las divisas necesarias.

5. Bibliografía

Asiain (2012) "Trayectoria del tipo de Cambio y los Salarios: Un análisis para la Economía Argentina (2001-2010)", *Desarrollo Económico*, vol. 51, N2 204.

Asiain, Andrés (2014). "Alejandro Bunge (1880-1943: Un conservador defensor de la independencia económica y la soberanía nacional". *Ciclos hist. econ. soc.*, vol.22, n.43.

Balassa, B. (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy*, vol. 72, December, pp. 584-596.

Barbosa-Filho, N.H. (2001a), "The balance-of-payments constraint: from balanced trade to sustainable debt," *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, n. 219, p. 381-399.

Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000). "Fuga de capitales y endeudamiento externo en Argentina", *Realidad Económica*, n° 173, junio-agosto.

Bisang (2011) "Agro y recursos naturales en Argentina: ¿enfermedad maldita o desafío a la inteligencia colectiva?", *Boletín Techint* 336, Diciembre.

Braun, Oscar y Joy, Leonard (1968). "A model of economic stagnation: a case study of the argentine economy", *The Economic Journal*, Vol. 78, No 312 (diciembre), pp. 868-887.

Bunge, Alejandro (1928-30). *La Economía Argentina*. 4 volúmenes. Buenos Aires.

Bus, Ana G. y José L. Nicolini-Llosa (2007). "Importaciones de Argentina, una estimación econométrica". Trabajo presentado en XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Universidad Nacional del Sur.

Canitrot, A. (1975), "La experiencia populista de redistribución de ingresos", en *Desarrollo Económico*, Vol. 15, Nº 59.

Canitrot, A. (1983), "El salario real y la restricción externa de la economía", en *Desarrollo Económico* Vol. 23 Nº 91.

Diamand, M. (1972), "La estructura productiva desequilibrada. Argentina y el tipo de cambio", en *Desarrollo Económico*, Vol. 12, Nº 45.

Díaz-Alejandro, Carlos (1963). "A note on the impact of devaluation and the redistributive impact", *Journal of Political Economy*, Vol. 71, No 6 (diciembre), pp. 577-588.

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

Ferrer, Aldo (1963). "Devaluación, Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial en la Argentina", *Desarrollo Económico*, Vol. 2, No. 4 (enero-marzo), pp. 5-18.

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

Frenkel, R. (1982), "Mercado Financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital". *Desarrollo Económico*, Vol 22, Nº87.

Frenkel, R. (2006), "An alternative to inflation targetting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment" en *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, Nº 4.

Frenkel, R. y Ros, J. (2006), "Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America." en *World Development*, vol. 34.

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

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

Johnson, H. (1972) "The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 7, p.1555-72.

Keyfman, Saúl (2005). "Tipo de cambio y empleo, a treinta años de Canitrot y Porto", *Anales de la Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*, <http://www.aaep.org.ar/anales/works/works2005/keifman.pdf>.

Keynes, John Maynard (1929). "The German transfer problem", *Economic Journal*, Vol. 39, No 153 (marzo), pp. 1-7.

Krugman, P (1999) "Balance Sheets, the transfer Problem and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, Springer, vol. 6(4), pages 459-72.

Krugman, P. y Taylor, L. (1978) "Contractionary effect of devaluation", *Journal of International Economics* 8, pp. 445-456.

Laidler, D. (1975) *Essays on money and inflation*. Chicago. Universidad de Chicago Press.

Moreno-Brid, J. C. (1998/99) "On capital flows and the balance-of-payments-constrained". *Journal of Post Keynesian Economics*. P. 283-298.

Nicolini Llosa, J L (1993): "Adjustment and growth with a large foreign public debt in a semi-industrialised country", *Economic Notes by Monte dei Paschi di Siena*, Vol. 22, No 3.

Nicolini Llosa, J L (2003) "Growth and foreign debt; a simple model for Argentina", XXXVIII Encuentro Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.

Nicolini Llosa, J L (2007): "Tipo de Cambio Dual y Crecimiento Cíclico en Argentina", *Desarrollo Económico*, Vol. 47, No 186 (julio-septiembre).

Olivera, J H G (1962) "Equilibrio monetario y ajuste internacional", *Desarrollo Económico*, Septiembre.

Paul Samuelson (1964), *Theoretical Notes on Trade Problems*, Review of Economics and Statistics, volume 23.

Phillips, A.W. (1958). "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", Volume 25, Issue 100, Pages 283-299.

Prebisch, Raúl (1949). "El desarrollo económico de la América Latina y alguno de sus principales problemas". En CEPAL, Estudio económico de la América Latina 1948. Santiago de Chile.

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

Ricardo, D (1815) "Ensayo sobre las Utilidades".

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

Thirwall, A.P. (1979) "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences", *Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review*, p. 45-53.

Zack, G. y D. Dalle (2014) "Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿una limitación para el crecimiento?", *Revista Argentina de Economía Internacional*, N. 3, octubre.

Zack, G. y D. Dalle (2016) "Elasticidades de comercio exterior de la Argentina (segunda parte): desagregando por socio comercial", *Revista Argentina de Economía Internacional*, N. 5, febrero.