

Del Stop & Go al Stop & Crash: Un análisis de la restricción externa argentina en el período 2011-2019

Jordán Daniel Ricchione

Primer Premio / Categoría Jóvenes Profesionales

14° Premio de Investigación Económica

"Dr. Raúl Prebisch" 2022



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



Banco Central de la República Argentina

Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch”

Del Stop & Go al Stop & Crash

UN ANÁLISIS DE LA RESTRICCIÓN EXTERNA
ARGENTINA EN EL PERÍODO 2011-2019

Autor: Jordán Daniel Ricchione

Año: 2022

Del *Stop & Go* al *Stop & Crash*: Un análisis de la restricción externa argentina en el período 2011-2019

Resumen

La restricción externa argentina es un fenómeno que ha sido estudiado en reiteradas ocasiones, dado que podría explicar gran parte de la inestabilidad en el crecimiento económico del país. El período 2011-2019 no ha estado exento de presentar dicha volatilidad, que se refleja al analizar tanto la evolución de las principales variables macroeconómicas como así también las diversas políticas económicas aplicadas para atenuar los efectos de la escasez de divisas.

1. Introducción

A lo largo de la historia, la economía argentina se ha caracterizado por su constante inestabilidad; uno de los factores que condicionan el rumbo macroeconómico del país es el de la restricción externa, que en la jerga coloquial se lo conoce como escasez de divisas. Este fenómeno se expresa en la dificultad para importar aquellos bienes necesarios que permiten incrementar la producción y así continuar con los procesos de crecimiento económico. De esta manera, se ejerce una presión sobre la demanda de divisas que afecta al mercado cambiario; en ausencia de regulaciones, esta situación puede derivar en devaluaciones del tipo de cambio nominal, que tienden a acelerar la tasa de inflación y, por lo tanto, reducir el poder adquisitivo de los salarios, afectando finalmente a la actividad económica.

Las políticas aplicadas a fin de contrarrestar esta situación han sido a lo largo del tiempo muy diversas. Por lo tanto, el objetivo general del presente trabajo será analizar la evolución de las principales variables macroeconómicas durante la última década (2011-2019), que es justamente el período donde comenzaría a observarse, en este nuevo siglo, inconvenientes relacionados a la escasez de divisas. Para ello, los años analizados se dividirán en dos subperíodos (2011-2015 y 2016-2019), estrictamente relacionados a los cambios de Gobierno, a fin de poder reflejar con claridad las diversas políticas económicas llevadas a cabo para

atenuar la restricción externa¹. Por lo tanto, se analizarán ciertas variables macroeconómicas (tales como el balance de pagos, inflación, desempleo, y nivel de actividad), que no son elegidas al azar, sino que se enmarcan teóricamente en los principales modelos que explican el fenómeno de la restricción externa, siendo el del *Stop & Go* el más reconocido. A su vez, teniendo en cuenta el cambio drástico en la política económica en el año 2016, será un objetivo secundario describir cómo la desregulación de la cuenta financiera y el sobreendeudamiento externo, en lugar de resolver el problema original, tiende a empeorarlo.

De esta manera, el trabajo se divide de la siguiente manera. En la Sección 2 se detalla, casi de manera cronológica, los principales estudios que conforman el marco teórico de la restricción externa, comenzando por las primeras teorías sobre las características del intercambio comercial argentino, para luego describir las modelizaciones acerca del fenómeno en cuestión. En la Sección 3 se analiza lo ocurrido en el período 2011-2015, en términos de la evolución de las principales variables macroeconómicas y su relación con la medida de política económica más relevante en torno a la escasez de divisas, que es la regulación cambiaria. En la Sección 4 se presenta el cambio de paradigma en términos políticos y económicos que se da con el nuevo gobierno para el período 2016-2019, analizando por lo tanto el impacto de las medidas de liberalización del mercado cambiario y financiero. Por último, en la Sección 5 se esbozan brevemente las principales conclusiones.

2. Restricción externa: Un fenómeno histórico, pero no menos novedoso

La escasez de divisas y su impacto negativo en la macroeconomía argentina, generando un limitante al crecimiento económico (restricción externa), no resulta una cuestión novedosa de analizar. Por el contrario, a lo largo del tiempo, diversos autores han investigado sobre sus características, tanto de manera teórica como también a través de una descripción empírica del comportamiento de ciertas variables y políticas económicas.

Las primeras aproximaciones al fenómeno en cuestión se elaboraron en torno a las características del comercio internacional, dado que la principal fuente de ingreso de divisas dependía, en un mundo menos globalizado que el actual, del resultado de la balanza comercial.

¹ 2011-2015: Presidenta Cristina Fernández de Kirchner (Frente Para la Victoria)
2015-2019: Presidente Mauricio Macri (Cambiemos)

Así, la preocupación por el tipo de inserción del país dentro del comercio internacional se ha manifestado incluso desde antes de la declaración de independencia:

Todas las naciones cultas se esmeran en que sus materias primas no salgan de sus Estados a manufacturarse y todo su empeño es conseguir no solo darles nueva forma, sino aún extraer del extranjero productos para mejorar los mismos y después venderlos. Nadie ignora que la transformación que se da a la materia prima le da un valor excedente al que tiene aquella en bruto, el cual puede quedar en poder de la nación que la manufactura y mantener a las infinitas clases del estado, lo que no se conseguirá si nos contentamos con vender, cambiar o permutar las materias primeras por las manufacturadas. (Belgrano, M; “Memoria sobre el establecimiento de fábricas de curtiembre en el Virreinato”, 14 de julio de 1802).

La anterior cita muestra la tensión entre dos modelos productivos: uno que depende exclusivamente de la venta de materias primas al exterior, contra otro que promueve la industrialización para fomentar la exportación de productos de mayor valor agregado. Si bien a lo largo de estos 200 años de historia los debates se han refinado y sofisticado, el análisis respecto al tipo de inserción de los países al comercio internacional ha sido un aspecto central para explicar el problema de la escasez de divisas. En este sentido, durante mediados del siglo XX, se realiza uno de los aportes más relevantes de la historia del pensamiento económico argentino y latinoamericano: el análisis acerca del deterioro secular de los términos de intercambio (Prebisch, 1950; Singer, 1950). Este enfoque considera que en el mundo existen dos tipos de países: por un lado, países industrializados (*centro*) proveedores de bienes industriales, mientras que por otro lado existen países no industrializados, pertenecientes a la *periferia*, que son principalmente proveedores de materias primas, y que al exportarlas consiguen las divisas necesarias para importar los bienes de consumo demandados por su población. Bajo estas condiciones, los autores observan que existe una tendencia al deterioro en los precios de las materias primas respecto al de los bienes industriales, generando que los países exportadores de bienes primarios tengan, a lo largo del tiempo, una menor capacidad de compra de bienes industrializados, limitando por lo tanto su desarrollo económico.

Durante la década de 1960, en la economía argentina comienzan a emerger los primeros síntomas de la restricción externa: los períodos de auge se interrumpían sucesivamente por crisis en la balanza de pagos. Con ello, surgen algunas modelizaciones teóricas sobre estos ciclos de expansión-recesión, más conocidos como ciclos de *Stop & Go* (Villanueva, 1964; Braun & Joy, 1968). Según estos modelos, a medida que la economía crece y tiende al pleno

empleo, aumenta con ello la demanda de bienes importados, tanto de consumo final como insumos intermedios. En este sentido, si las exportaciones no crecen en la misma cuantía, resultan insuficientes para cubrir el costo de las importaciones, generando la mencionada escasez de divisas. Este exceso de demanda de divisas para importaciones tiene un impacto directo en el mercado cambiario, que, en ausencia de regulaciones, presiona al alza el tipo de cambio. Así, la depreciación de la moneda aceleraría la tasa de inflación, afectando negativamente al salario real, la distribución del ingreso, el consumo, la inversión, y hasta el presupuesto del gobierno, concluyendo indefectiblemente en una recesión económica. Lo paradójico del fenómeno resulta en que, con el estancamiento económico (*stop*), se generan las condiciones para un nuevo período de crecimiento (*go*), dado que la recesión reduce las importaciones de bienes de consumo e insumos, disminuyendo así el requerimiento de divisas y equilibrando nuevamente el balance de pagos. De esta manera, concluye la fase descendente del ciclo de crecimiento interrumpido.

Algunos estudios centran el análisis en la estructura productiva como una de las principales causas de la escasez de divisas. Tal es el caso de Marcelo Diamand (1972), que afirma que la Argentina posee una estructura productiva desequilibrada, compuesta de dos sectores que trabajan a niveles de precios diferentes. Por un lado, el sector primario -agropecuaria-, que trabaja a precios internacionales, mientras que el sector industrial trabaja a un nivel de costos y precios superior al internacional. Según el autor, sería esta estructura productiva desequilibrada la causante de que la devaluación resulte contractiva para la economía: la misma no alcanza para aumentar la competitividad externa de los productos industriales, mientras que incrementa los costos de los productos importados, propagándolos hacia el nivel de precios interno. La resultante inflación cambiaria genera una redistribución regresiva del ingreso, con pérdida de poder adquisitivo de los salarios, implicando así una contracción en la demanda agregada. Una conclusión interesante de los estudios sobre la estructura productiva resulta en que la misma, al fin y al cabo, es la que determina las elasticidades ingreso de las exportaciones e importaciones (Thirlwall, 2011). Así, partiendo de una situación de equilibrio de balance comercial, si la elasticidad ingreso de las importaciones es mayor a la de las exportaciones, no se podrá sostener una tasa positiva de crecimiento económico en el largo plazo, dado que indefectiblemente se incurrirá en un déficit comercial que presionará al alza el tipo de cambio. Este concepto resulta muy útil, ya que podría explicar las divergentes tasas de crecimiento entre ciertos países. En un estudio para el caso argentino, Zack & Dalle (2014) concluyen que la elasticidad ingreso de

largo plazo de las importaciones es el doble en relación con la de las exportaciones, lo cual explicaría las recurrentes crisis de balanza de pagos en períodos de crecimiento económico.

Tal como se comentó en los párrafos anteriores, una de las principales consecuencias de la restricción externa es la presión al alza del tipo de cambio ante un exceso de demanda de divisas. En el marco de los modelos de *Stop & Go*, la devaluación tiene un efecto contractivo para la economía, que se da principalmente a través del impacto sobre el nivel general de precios (Díaz-Alejandro, 1963; Ferrer, 1963; Sidrauski, 1968; Belozercovsky, 1970; Diamand, 1972; Krugman & Taylor, 1978). Por un lado, el aumento del tipo de cambio nominal encarece el precio interno de los bienes exportables que, para el caso argentino, serían los bienes agropecuarios; al trabajar a precios internacionales, la devaluación implica que, por cada unidad exportada, se obtenga un ingreso mayor en moneda local (pesos), por lo que los productores tendrían incentivos a aumentar internamente el precio de sus bienes, igualando así los ingresos internos con los externos. Por otro lado, la devaluación impacta sobre el precio de las importaciones: siendo el sector industrial demandante de insumos importados, al encarecerse los costos se encarece el precio local de los bienes industriales finales. En este sentido, la aceleración de la inflación genera una caída en el salario real que afecta la demanda de bienes industriales, dado que los bienes agropecuarios poseen una elasticidad de la demanda muy baja (o casi nula) respecto al precio (Braun & Joy, 1968; Bekerman et. al, 2015). Así, el sector industrial se debilita aún más, y siendo una rama de actividad intensiva en mano de obra, se reflejarán pérdidas de ocupaciones, incrementando el desempleo y dando inicio a la fase recesiva del ciclo.

Desde mediados de la década de 1970 ocurre un cambio de paradigma en el pensamiento económico, no solo a nivel nacional sino también internacional; las ideas librecambistas, con un conjunto de políticas que implicaron una apertura comercial y financiera de la economía, sumado a fuertes procesos de endeudamiento externo, fueron llevadas a la práctica tanto durante el gobierno de la última dictadura cívico-militar como durante la década de 1990. La premisa fundamental de este conjunto de políticas se resume en que el ingreso de capitales del exterior permitiría “alivianar” la restricción externa, extendiendo los límites que presenta la capacidad exportable de un país (Frenkel, 2003). Sin embargo, en la práctica, este conjunto de políticas no hizo más que sumar un componente de inestabilidad: el ingreso de capitales, principalmente vía endeudamiento externo, requiere que en el corto/mediano plazo, se necesite pagar no solo el capital sino también los intereses de la deuda. Así, el modelo se sostiene hasta que dejan de efectivizarse los ingresos de capitales al país, y se deba cumplir con las obligaciones financieras.

De este modo, se genera una enorme presión sobre el mercado cambiario, que deriva en una brusca devaluación y un cambio imperioso en el modelo y la política económica, dado que la recesión devenida resulta más profunda que en los períodos pre-apertura. En este sentido, se reemplaza el viejo concepto de ciclos de *Stop & Go*, por uno nuevo llamado de *Go & Crush* (Schvarzer & Tavonanska, 2008), que denota la intensidad de la mayor crisis. Así, para comprender el fenómeno de la restricción externa no alcanza con estudiar el resultado de la balanza comercial, sino que debe analizarse el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos, que incluye conceptos como la remisión de utilidades y el pago de intereses de la deuda.

Las diferentes estrategias y políticas en pos de enfrentar los problemas derivados de la restricción externa han variado de acuerdo a la ideología de cada gobierno de turno, denotando un movimiento de péndulo desde políticas populares hacia políticas más ortodoxas, y viceversa (Canitrot 1975, Diamand, 1983). Así, las etapas expansionistas con redistribución del ingreso vía aumentos salariales propios de los gobiernos populares se enfrentan tarde o temprano con interrupciones a causa de crisis cambiarias; ante la dificultad de sortear estas crisis, se reclama un cambio en el gobierno de turno, induciendo modificaciones en la política económica hacia medidas de corte ortodoxo. Sin embargo, estas nuevas medidas no presentan solución alguna, sino que más bien suelen empeorar el problema de escasez de divisas, culminando en recesiones más profundas que las anteriores:

En general, los equipos ortodoxos llegan al poder en medio de una crisis de balanza de pagos. Su respuesta frente al problema son paquetes de medidas que involucran una brusca devaluación, un aumento de los ingresos agropecuarios, una caída de los salarios reales, una drástica restricción monetaria, una recesión de mayor o menor profundidad y un deliberado esfuerzo de atracción de capitales extranjeros. De acuerdo con las afirmaciones de la ortodoxia, la recesión y la caída de los salarios reales no serían más que perjuicios momentáneos que corresponderían a un período inevitable de sacrificio, necesario para ordenar y sanear la economía. (...) Sin embargo, en algún momento del proceso sobreviene una crisis de confianza. El flujo de capitales del exterior se invierte. Los préstamos del exterior que habían ingresado comienzan a huir. Se produce una fuerte presión sobre las reservas de divisas, una crisis en el mercado cambiario y una brusca devaluación. Caen los salarios reales, disminuye la demanda, la tasa de inflación otra vez aumenta vertiginosamente, y se vuelve a caer en una recesión más profunda aún que la anterior. (Diamand, 1983:2).

Durante la postconvertibilidad, los modelos de *Stop & Go* vuelven a tomar protagonismo. En primer lugar, es menester destacar que, entre los años 2003 y 2006, se exhibe un período de crecimiento económico significativo². Los cambios incipientes en la estructura económica entre esos años podría hacer pensar que el crecimiento no se vería interrumpido por crisis en la balanza de pagos (Gerchunoff, 2006). Sin embargo, luego de la crisis mundial de los años 2008-2009, comienzan a emerger nuevamente las dificultades relacionadas a la escasez de divisas. Particularmente, desde el año 2010 se presentan tensiones en la cuenta corriente del balance de pagos, lo cual derivó en políticas restrictivas al acceso de divisas, y a controles de cambio sobre las importaciones (Bekerman et. al, 2015). En este sentido, las características de esta emergente restricción externa estarían relacionadas tanto a cuestiones estructurales -debido a la propia estructura productiva argentina- como coyunturales, tales como el mayor giro de utilidades y dividendos hacia las casas matrices de países en crisis, como así también por el creciente atesoramiento de divisas bajo el concepto de formación de activos externos (Manzanelli et. al, 2014; Gallo, 2014; Heymann & Ramos, 2015).

El cambio de rumbo en la política económica a partir de 2016, durante la presidencia de Mauricio Macri, reflejó un vuelco hacia políticas tradicionales ortodoxas, tal como predeciría Diamand (1983) bajo el fenómeno del *péndulo*. En este sentido, las políticas aperturistas y de endeudamiento para financiar los déficits de cuenta corriente aliviarían en un primer momento la restricción externa, pero simplemente trasladan el problema hacia el futuro, generando al fin y al cabo peores consecuencias socioeconómicas, tal como efectivamente ocurrió en los años 2018 y 2019 (Kulfas & Zack, 2018; Wainer, 2021). Resulta tan notorio el contraste de las políticas económicas entre los dos gobiernos (2011-2015 con Cristina Fernández de Kirchner y 2016-2019 con Mauricio Macri de presidentes), que resulta el objetivo central de este trabajo analizar su respuesta ante la imperante restricción externa.

3. 2011-2015: Los años del *Stop & Go*

3.1. ¿Cómo llegamos a 2011?

Uno de los termómetros que permite dilucidar la existencia del problema de escasez de divisas radica en analizar la variación de las reservas internacionales del BCRA. Durante los primeros años de la pos-convertibilidad, una característica particular de la economía argentina

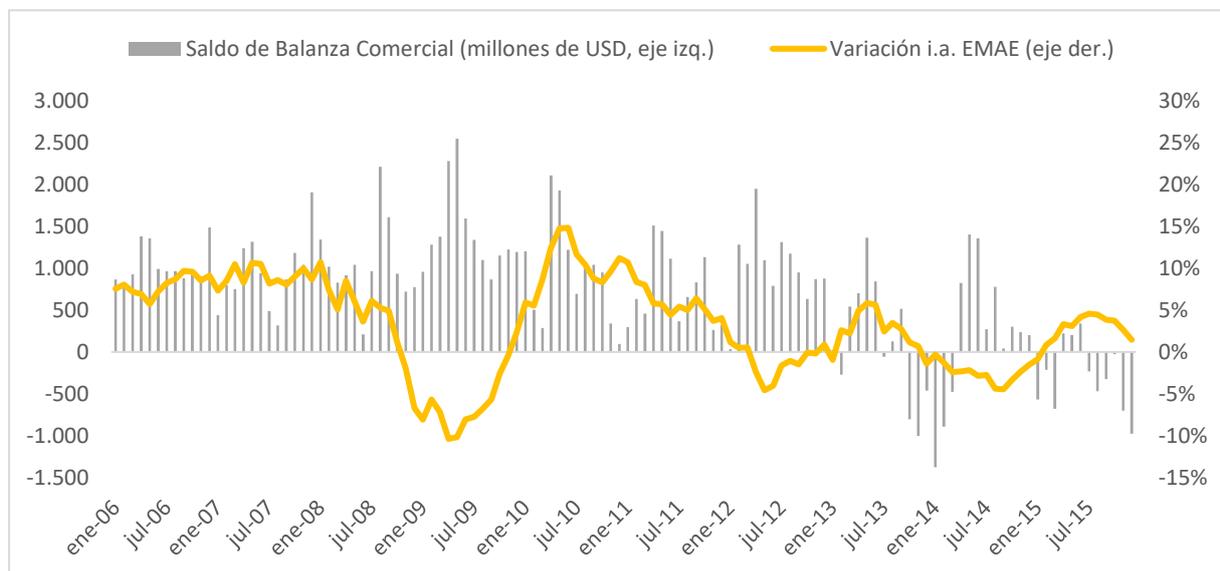
² Con una tasa de crecimiento equivalente anual del 8,9%. Fuente: INDEC.

consistió en la gran acumulación de reservas: entre 2003 y 2010 las arcas del BCRA se incrementaron en 41.714 millones de USD, representando en total un crecimiento de aprox. 300% respecto de fines de 2002³. Principalmente, esta acumulación de divisas se hizo posible gracias a los constantes saldos positivos en la balanza comercial: si las exportaciones resultan mayores a las importaciones, se incrementa la oferta de divisas, las cuales el BCRA tiene la potestad de adquirir.

Ahora bien, en el año 2011 se visualiza un cambio de tendencia, en el cual se totaliza una disminución en el stock de reservas internacionales en poder del BCRA por casi 6.000 millones de USD; este dato podría ser la piedra angular que denota el reinicio de la restricción externa. A fin de constatar esta hipótesis, es menester recordar que las exportaciones implican una oferta de divisas para la economía doméstica, mientras que las importaciones conforman su demanda. Según los modelos de *Stop & Go*, el crecimiento económico incrementa la demanda de bienes importados. En este sentido, en caso de que la oferta de bienes exportables no acompañe al aumento de las importaciones, se generará indefectiblemente un déficit en la balanza comercial.

Gráfico 1. Saldo de Balanza Comercial y tasa de variación i.a del EMAE (2006-2015).

Elaboración propia en base a INDEC



En el Gráfico 1 se compara la evolución i.a. del Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) con el saldo de Balanza Comercial. Al analizar el gráfico, se observa que, entre los años 2006 y 2011, el indicador de la actividad económica se muestra en crecimiento, a excepción del año 2009 que muestra una fuerte caída tras el impacto de la crisis financiera

³ Fuente: BCRA

internacional. En ese año, el saldo de Balanza Comercial encuentra su máximo resultado positivo en toda la serie, debido principalmente a una fuerte contracción de las importaciones, denotando así su estrecha relación con la actividad económica. Continuando con el análisis, en los años 2010 y 2011 se verifican incrementos de la actividad económica, pero manteniendo superavitario el saldo de balanza comercial. En este sentido, de manera apresurada podría pensarse que el origen del reciente problema de escasez de divisas no recaería sobre cuestiones relacionadas al intercambio comercial. Sin embargo, al analizar la evolución de las exportaciones e importaciones entre los años 2005 y 2015 (Tabla 1), y su relación con la actividad económica a través de la variación i.a. del PBI, puede observarse una peculiaridad: durante el período 2005-2011 las exportaciones no imponen un limitante al crecimiento económico, que solo se ve interrumpido por un factor internacional. Sin embargo, a partir de 2012 se denota la influencia del intercambio comercial sobre el crecimiento económico, debido a que durante los años anteriores el incremento (caída) de las importaciones resulta sistemáticamente mayor al incremento (caída) de las exportaciones, imponiendo tarde o temprano un limitante al crecimiento económico, a través de un exceso de demanda de divisas. De esta manera, a partir de 2011 se alternan años de crecimiento con años de caída de la actividad económica:

Tabla 1. Tasa de crecimiento anual de Exportaciones e Importaciones y tasa de crecimiento i.a. del PBI (2005-2015). Elaboración propia en base a INDEC.

Año	Exportaciones		Importaciones		PBI
2005	17%	<	28%	↑	8,9%
2006	15%	<	19%	↑	8,0%
2007	20%	<	31%	↑	9,0%
2008	25%	<	29%	↑	4,1%
2009	-21%	>	-33%	↓	-5,9%
2010	23%	<	46%	↑	10,1%
2011	22%	<	30%	↑	6,0%
2012	-4%	>	-8%	↓	-1,0%
2013	-5%	<	10%	↑	2,4%
2014	-10%	>	-12%	↓	-2,5%
2015	-17%	<	-8%	↑	2,7%

Teniendo en cuenta que entre 2005 y 2011 se reflejó un crecimiento acumulado del PBI de 34,6%, la frase típica de los modelos de *Stop & Go* acerca de un *crecimiento de las importaciones que no es compensando con un crecimiento de las exportaciones*, parece aplicar al caso argentino. De la Tabla 1, a su vez, puede verificarse la hipótesis acerca de que la elasticidad ingreso de las importaciones resulta mayor a la elasticidad ingreso de las

exportaciones, implicando tarde o temprano un condicionamiento a las trayectorias de crecimiento económico (Zack & Dalle, 2014).

Ahora bien, si en el año 2011 se observa un saldo positivo de balanza comercial -lo cual implicaría un incremento en la oferta de divisas-, ¿por qué el Banco Central reflejó una variación negativa en su stock de reservas en ese año? Para ello, conviene analizar los factores que componen la Balanza de Pagos, dado que ésta refleja el flujo total de transacciones entre residentes y no residentes de una economía, observándose no solo los flujos de ingresos/egresos de divisas relacionados al intercambio comercial, sino también los derivados por remisión de utilidades y dividendos, y por inversión directa o en cartera, entre otras categorías estadísticas.

Tabla 2. Balanza de Pagos (en millones de dólares) 2009-2011. Fuente: INDEC

Balanza de Pagos	2009	2010	2011
1. Cuenta corriente	7.254	-1.623	-5.340
1.A Bienes y servicios	16.653	12.344	9.198
1.B Ingreso primario (Renta)	-10.319	-14.548	-15.073
1.C. Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	920	581	534
2. Cuenta de capital	80	78	63
Capacidad/Necesidad de financiamiento	7.334	-1.545	-5.277
3. Cuenta financiera	6.713	-3.802	-5.252
3.1 Inversión directa	-3.306	-10.368	-9.352
3.2 Inversión de cartera	2.153	-3.262	-143
3.3 Instrumentos financieros derivados	1.248	-712	2.356
3.4 Otra inversión	5.271	6.383	7.995
3.5 Activos de reserva	1.346	4.157	-6.108
Errores y omisiones netos	-621	-2.258	25

Al analizar las partidas contables de la Balanza de Pagos, se observa que el resultado de la cuenta corriente se va deteriorando, incrementando significativamente su déficit en el año 2011. Este comportamiento puede ser explicado principalmente por dos factores:

- Reducción del superávit de balanza comercial: a pesar de reflejarse un resultado positivo en la balanza comercial (1.A. Bienes y servicios) entre 2009 y 2011, el mismo ha ido disminuyendo progresivamente, pasando de un saldo positivo de 16.653 millones de USD en 2009 a uno de 9.352 millones de USD en 2011.
- Incremento del déficit por ingreso primario: La renta de la inversión se incrementa en el período 2009-2011 un 50% aproximadamente, que se explica principalmente por la preponderancia hacia el giro de utilidades y dividendos al exterior por parte de las firmas locales con accionistas no residentes (BCRA, 2011).

En ambos casos, la principal fuente de explicación se origina en la crisis financiera internacional de los años 2008-2009. Por un lado, la misma influyó negativamente en el comercio⁴: “*la crisis internacional impactó en la Argentina fundamentalmente como una “crisis de comercio” (...) y no como una típica crisis de liquidez de divisas*” (Abeles, 2009:185). En relación con este fenómeno, si bien entre los años 2007 y 2011 se denota un crecimiento del 48,2% en términos de valor de las exportaciones, el mismo no responde a un aumento en las cantidades vendidas (que crecen sólo 2,8%), sino que se debe principalmente a un incremento en los precios de exportación, que suben 44,2%⁵. En este sentido, la caída en el comercio internacional impacta negativamente en las exportaciones argentinas, afectando así el saldo de balanza comercial. Por otro lado, la crisis de 2008-2009 tiene otro impacto en la economía local a través de la remisión de utilidades al exterior: las casas matrices radicadas en economías centrales en crisis incrementaron la demanda de fondos generados por la gran rentabilidad de las inversiones realizadas en el país durante los años previos (Bekerman et. al, 2015; Manzanelli et. al, 2014).

Si el incremento en las necesidades de financiamiento no es compensado con flujos de ingreso de capitales del exterior (ya sea con inversión directa o bien con inversión de cartera⁶), es el BCRA quien debe compensar con parte de su stock de reservas el exceso de demanda de divisas⁷. A su vez, en este contexto de inestabilidad, los agentes económicos -ya sea grandes empresas o pequeños ahorristas- tienden a demandar activos contracíclicos, que los “remunere” en caso de que efectivamente la situación económica empeore (Aronskind, 2015). Teniendo en cuenta la historia económica argentina, los agentes consideran principalmente al dólar como el activo esencial de refugio. Así, se incorpora una presión adicional sobre la demanda de divisas, que se denota al analizar la evolución de las operaciones realizadas en el Mercado de Cambios (Gráfico 2). Entre los años 2010 y 2011 se observa un incremento en los egresos de divisas destinadas al pago de importaciones, relacionado directamente al crecimiento en la actividad económica. A su vez, se incrementan significativamente los egresos de divisas bajo la denominación de Formación de Activos Externos (i.e. atesoramiento de divisas en poder del público). Como resultado, en tan solo menos de 2 años (entre enero-2010 y septiembre-2011), los egresos de divisas en el Mercado de Cambios se habían duplicado:

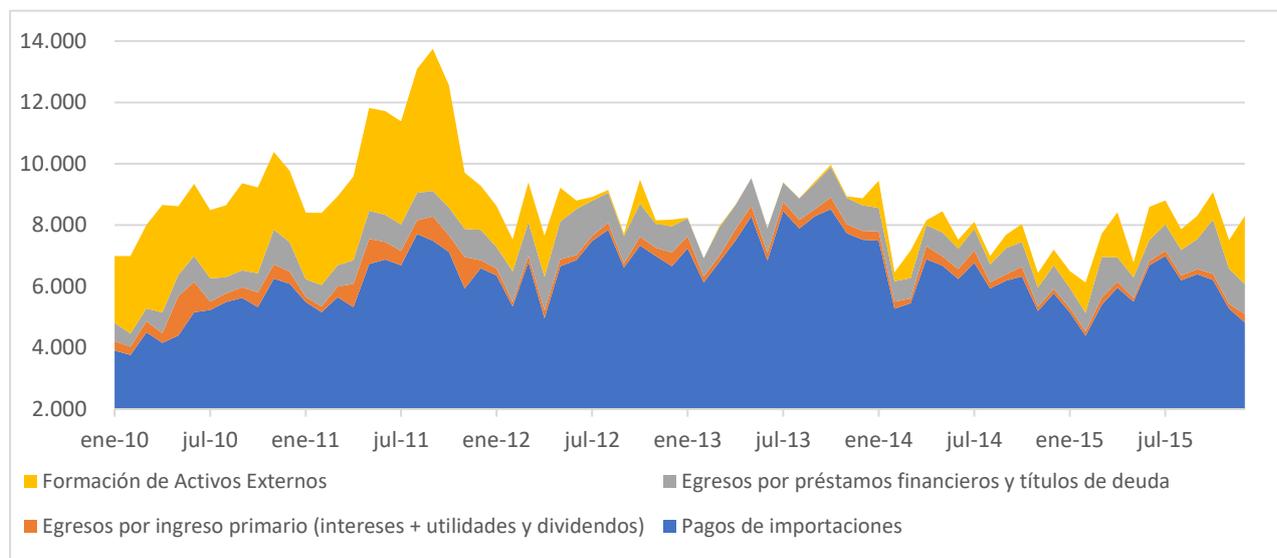
⁴ El Índice de Comercio Mundial (%PBI) pasa del 61% en 2008 a 53% en 2009 (Fuente: Banco Mundial).

⁵ Fuente: INDEC.

⁶ Según la Metodología del Balance de Pagos (INDEC), la inversión en cartera incluye las transacciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital.

⁷ La pérdida de divisas por parte del BCRA resultó de aprox. 6.000 millones de USD en el año 2011 (Tabla 2).

Gráfico 2. Egresos de divisas en el Mercado de Cambios (en millones de USD, 2010-2015). Elaboración propia en base a BCRA.



Es menester recordar que, ante una creciente demanda de divisas, y en ausencia de un incremento en su oferta, se genera un exceso de demanda que presiona al alza el tipo de cambio nominal. Teniendo en cuenta el marco teórico detallado en la Sección 2, la devaluación podría impactar negativamente sobre ciertas variables socioeconómicas (inflación, salario real, actividad económica, empleo). En este contexto, la reacción del gobierno de turno a fin de reducir la demanda de divisas y evitar una devaluación derivó en la aplicación de regulaciones cambiarias, política que se analizará a continuación.

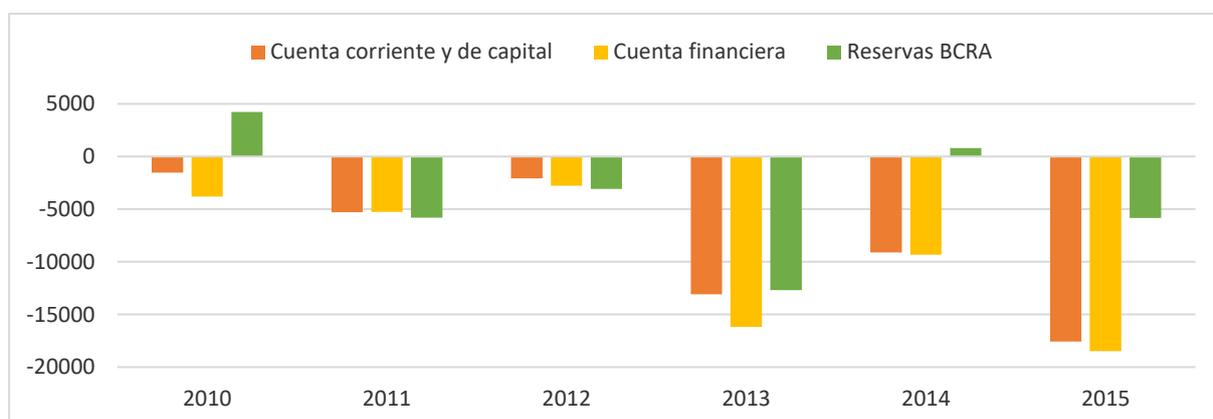
3.2. El *cepo cambiario* como medida para atenuar la restricción externa

Con el análisis hasta aquí realizado, se intuye que la caída en el stock de reservas internacionales del BCRA durante el año 2011 respondería a las necesidades de financiamiento para transacciones en moneda extranjera, teniendo en cuenta la falta de ingresos de capitales del exterior. En este sentido, la incipiente vulnerabilidad relacionada a la escasez de divisas no fue pasada por alto por el gobierno de turno, sino que resultó una alarma que derivó en la aplicación inmediata de ciertas políticas económicas. De esta manera, se implementaron a lo largo de todo el período 2011-2015 un conjunto de regulaciones cambiarias, que coloquialmente fueron resumidas bajo el concepto de *cepo cambiario*⁸. Específicamente, luego del triunfo del Frente para la Victoria en las elecciones presidenciales del año 2011, con

⁸ Ver Apéndice: Línea de tiempo de las principales modificaciones de las restricciones cambiarias (2011-2019)

Mercedes Marcó del Pont en la presidencia del BCRA, se efectivizó la creación del Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, que, en resumidas cuentas, le otorgaba a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) la capacidad de validar o no las solicitudes de compra de divisas⁹. El objetivo de esta medida era evitar una mayor presión sobre la demanda de divisas, y que, indefectiblemente, derive o bien en una profundización de la *sangría* de reservas internacionales (que es insostenible si se mantiene indefinidamente) o bien en una devaluación del tipo de cambio nominal¹⁰. En este sentido, si lo que se busca es evitar una brusca depreciación de la moneda, puede intuirse que quienes implementaron las regulaciones tendrían en cuenta dentro de su marco teórico los posibles efectos contractivos de la devaluación: inflación, pérdida de poder adquisitivo de los salarios, recesión y desempleo.

Gráfico 3. Balanza de Pagos (en millones de USD), 2010-2015. Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.



Si bien las regulaciones cambiarias ayudan a atenuar la demanda de divisas, en ocasiones no resultan suficientes para contenerla, debiendo endurecer aún más la política. Al analizar el Gráfico 3, resulta evidente la insuficiencia de la medida para contener la demanda de divisas, al incrementarse significativamente el déficit de cuenta corriente, principalmente a partir una caída en el valor de las exportaciones, tanto en términos de cantidades como de precios¹¹. De esta manera, entre los años 2011 y 2013, se totalizó una pérdida de reservas internacionales del BCRA de aprox. un 42% (20.000 millones de USD), atentando contra la estabilidad nominal

⁹ Resolución General N° 3210/2011

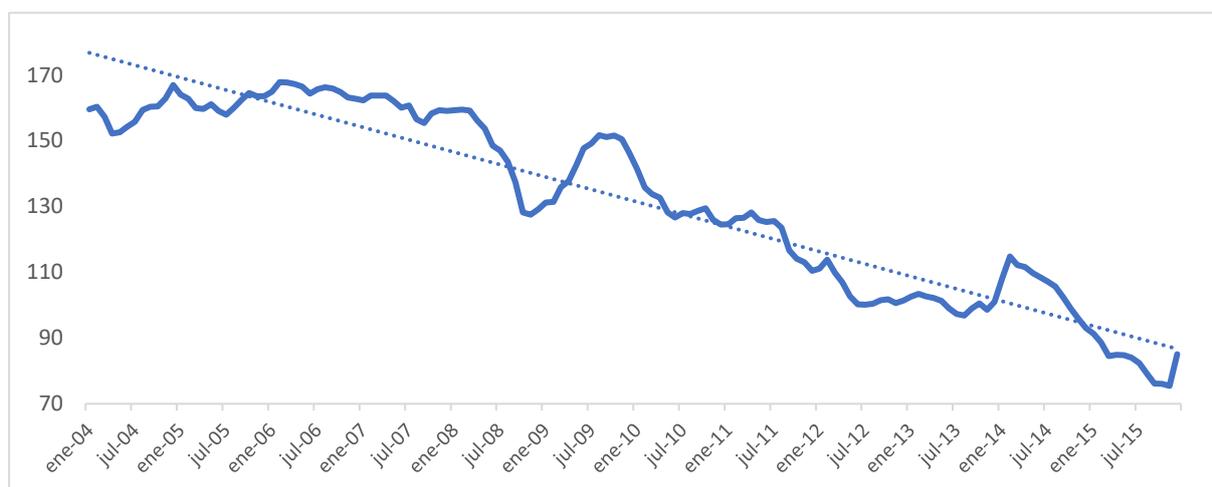
¹⁰ "La restricción externa -léase: escasez de dólares o excesiva demanda de dicha moneda; según como se mire- que apareció luego de haber soportado 6 corridas cambiarias -la última durante el año 2011, en el que fui electa por segunda vez consecutiva Presidenta de la Nación- motivó la regulación cambiaria." (Fernández, Cristina; 26 de octubre de 2020: <https://www.cfkargentina.com/27-de-octubre-a-diez-anos-sin-el-y-a-uno-del-triunfo-electoral-sentimientos-y-certezas/>)

¹¹ Según datos del INDEC, el índice de Precios de exportación (base 2004=100) se reduce de 193,2 en el año 2012 a 157,0 en 2015, mientras que el Índice de Cantidades exportadas pasa de 119,7 a 104,6 en el mismo período.

del tipo de cambio. A su vez, en el mismo período se refleja una paulatina apreciación cambiaria que implica una pérdida de competitividad externa: si la tasa de inflación resulta sistemáticamente mayor a la tasa de devaluación, se estimula la demanda de bienes importados del exterior, dado que se requieren más pesos para adquirir un bien producido localmente que para comprar el mismo en el exterior. Paralelamente, se desincentivan las exportaciones, dado que los productores de bienes transables obtendrían mayores ingresos vendiendo sus productos al mercado local que vendiéndolos al exterior. Esta podría ser una primera aproximación que explique el resultado deficitario en la balanza comercial del año 2013. De hecho, la pérdida de competitividad de los bienes transables producidos internamente queda expuesta al analizar gráficamente la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (BCRA), en donde a partir de 2011 se observa una aceleración en su tendencia decreciente:

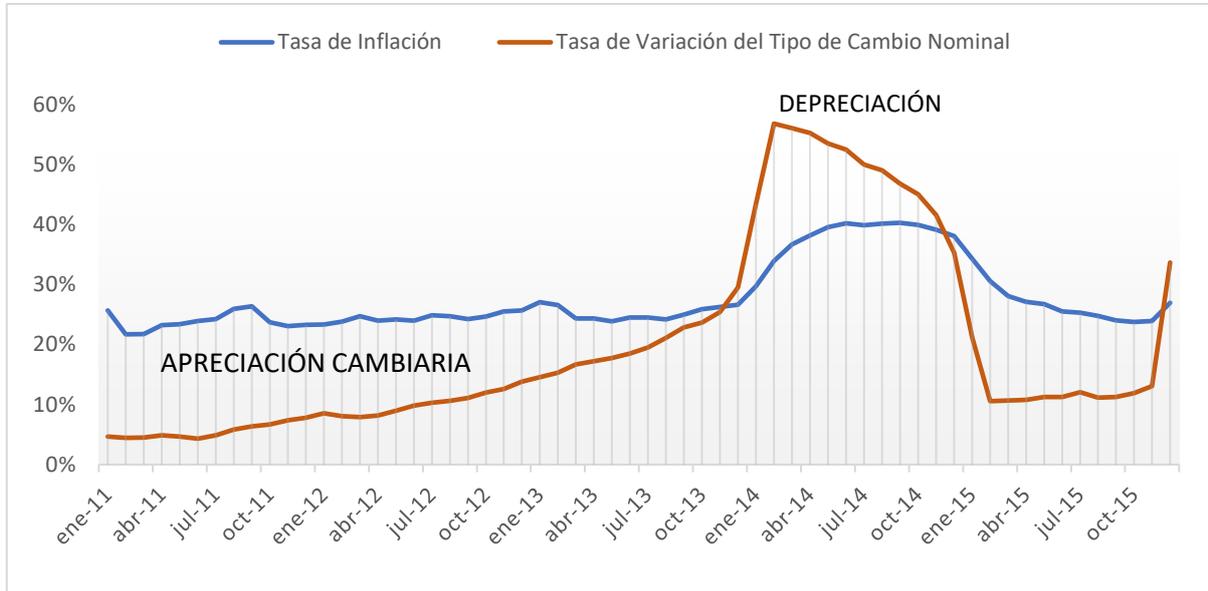
Gráfico 4. Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral y línea de tendencia (2004-2015).

Fuente: BCRA



Sin embargo, es pertinente destacar que, al analizar los estudios sobre las elasticidades del comercio exterior para el caso argentino, las cantidades exportadas e importadas no parecen responder a variaciones en los precios (e.g. tipo de cambio), por lo que las apreciaciones/depreciaciones tendrían un efecto reducido sobre el intercambio comercial, y más limitado aún sobre las exportaciones (Zack & Dalle, 2014). Igualmente, en este complejo contexto macroeconómico, y luego de haber profundizado las medidas para controlar la demanda de divisas, en los primeros meses de 2014 la tasa de devaluación mostró una fuerte aceleración, llegando al orden del 56% i.a. en marzo:

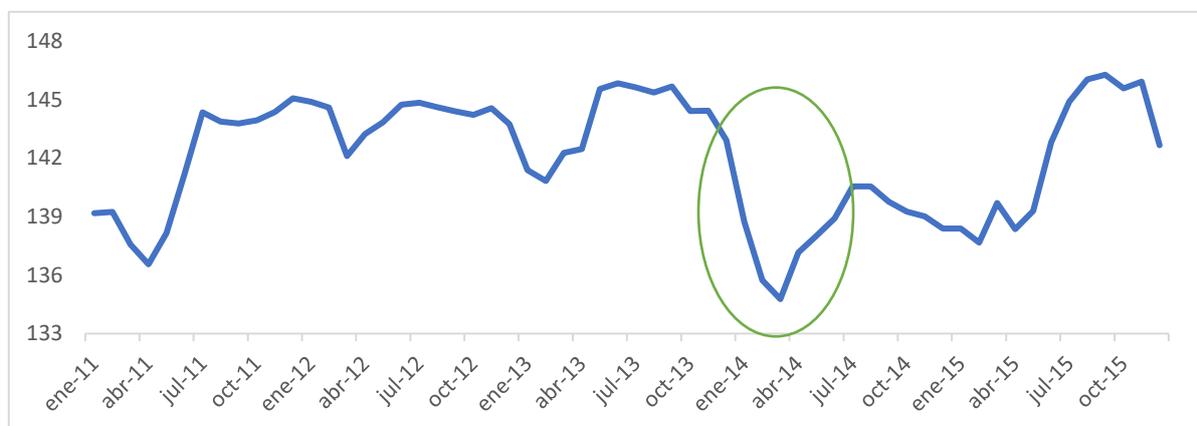
Gráfico 5. Tasa de Inflación y tasa de variación del Tipo de Cambio Nominal (Prom. Mensual) (2011-2015). Evolución i.a. Elaboración propia en base a BCRA, INDEC, Direc. Provincial de Estadísticas y Censos (San Luis), Direc. General de Estadísticas y Censos (C.A.B.A.)



Al retomar los aspectos teóricos que brindan los modelos de *Stop & Go*, tras la devaluación se observaría una fuerte aceleración de la tasa de inflación. En este sentido, cuando se analiza el impacto de la devaluación sobre la inflación en el año 2014, los resultados son los esperados: la inflación i.a. pasó de 26,6% en dic-2013 a su -por aquel entonces- máximo de 40,3% en sep-2014 (Gráfico 5). Si bien no es objetivo de este trabajo analizar los canales a partir de los cuales se evidencia esta estrecha relación, siguiendo los modelos de *Stop & Go* la misma podría deberse a un incremento en los precios internos de los bienes exportables -agrícolas para el caso argentino¹²-, como así también de los industriales -por el encarecimiento en los insumos importados-, o bien por las propias expectativas de los agentes, que incorporan la evolución del tipo de cambio como un factor que influye en el proceso de formación de precios. A su vez, en los modelos mencionados la devaluación tendría un impacto redistributivo muy fuerte, debido a que la inflación afectaría negativamente el poder adquisitivo de los asalariados, desencadenando así un proceso recesivo. En este sentido, al analizar el Gráfico 6 queda expuesta la brusca caída en el salario real:

¹² Entre “Productos Primarios” y “Manufacturas de origen agropecuario” representan entre un 50% y un 60% de las exportaciones totales. Fuente: INDEC.

Gráfico 6. Índice de Salario Real 2011-2015 (base oct-2002=100). Elaboración propia en base a INDEC, Dirección Provincial de Estadísticas y Censos (San Luis), Dirección General de Estadísticas y Censos (C.A.B.A.)



El inicio de la fase recesiva continuaría con un impacto negativo sobre el sector industrial: por un lado, la pérdida de poder adquisitivo de los asalariados reduciría la demanda de bienes de consumo industriales, en especial considerando que, en mayor medida, los bienes de consumo del sector agropecuario tienden a ser inelásticos respecto al ingreso. A su vez, como la industria requiere de insumos importados para continuar con el proceso productivo, un incremento en el tipo de cambio nominal deriva en un aumento directo en los costos de producción. Así, ante una demanda agregada que ya se encuentra deprimida, la actividad del sector industrial se vería particularmente afectada: efectivamente, al analizar los datos del Estimador Mensual Industrial (INDEC), la actividad del sector alcanza, en agosto de 2014, su mínimo en el período 2011-2015¹³. De esta manera, quedan expuestos los principales elementos que conforman la incipiente fase recesiva generada por la devaluación:

- Aceleración de la tasa de inflación
- Pérdida de poder adquisitivo de los salarios
- Caída en la demanda de bienes industriales

A través de los canales redistributivos mencionados, finalmente se denotará un impacto negativo sobre el nivel de Producto y de empleo de la economía¹⁴.

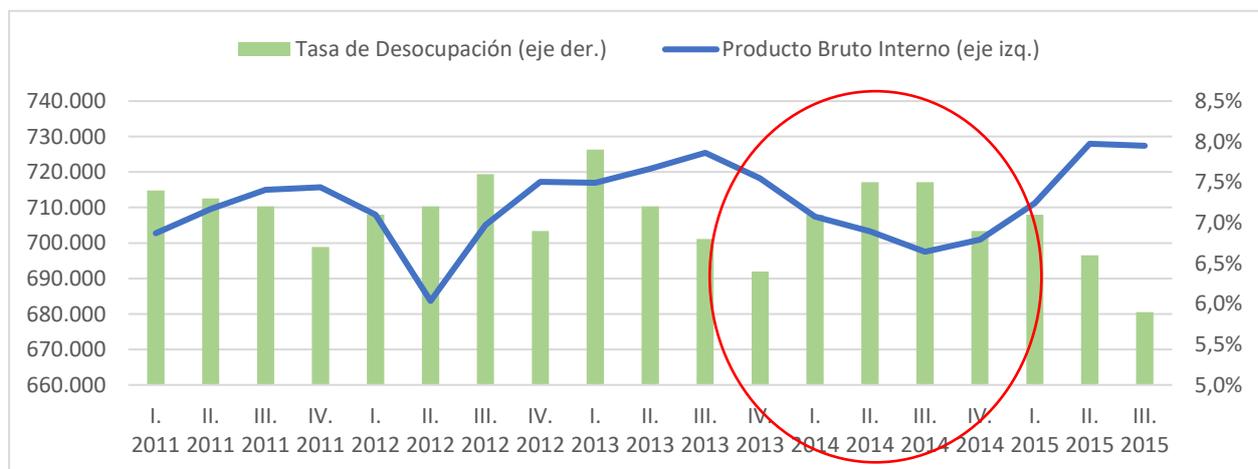
Cuando se analizan los efectos de la devaluación sobre el intercambio comercial (Gráfico 1), se observa que, durante el año recesivo de 2014, el resultado de balanza comercial cambia de

¹³ El Estimador Mensual Industrial (Serie desestacionalizada, base 2012= 100) llega a un mínimo de 95,8 en Agosto de 2014. Fuente: INDEC.

¹⁴ Sustentados por los trabajos teóricos y empíricos de Díaz Alejandro (1963) y Krugman & Taylor (1978).

signo y pasa a ser superavitario. En términos teóricos, suele pensarse que la devaluación genera un superávit comercial a través de 2 canales: por un lado, reduciendo importaciones, dado que la devaluación las encarece; por otro lado, vía exportaciones, dado que el aumento en el tipo de cambio mejora la competitividad externa de los bienes transables nacionales, motivando a una mayor producción de los mismos. Si bien este efecto “precio” puede cumplirse, hay que considerar que es particularmente la recesión económica la que reduce la demanda de bienes importados, ya sea por una caída en el consumo de bienes finales, como así también por la menor demanda de insumos por parte del sector industrial. En este sentido, la devaluación “soluciona” en el corto plazo el problema del estrangulamiento externo, dado que el resultado positivo de balanza comercial genera un alivio en términos de ingreso de divisas. Sin embargo, es menester denotar la perversidad del ajuste: el aumento del tipo de cambio genera las condiciones para un nuevo período de crecimiento económico, pero afectando negativamente los niveles de actividad y de empleo:

Gráfico 7. Producto Bruto Interno (en millones de \$ a precios de 2004) y tasa de Desocupación (2010-2015). Elaboración propia en base a INDEC.



Si bien las complicaciones de orden macroeconómico generadas por la restricción externa son contundentes, al analizar el período 2011-2015 de *punta a punta*, puede observarse que la evolución de la tasa de desempleo tiene cierta tendencia hacia la baja: al empezar el año 2011, la misma se situaba en el orden del 7,4%, mientras que al finalizar el mandato del gobierno kirchnerista, la tasa de desocupación ya había perforado el 6%. Así, podría afirmarse que el estancamiento en la actividad económica derivado de la restricción externa no impidió que el proceso de reducción del desempleo iniciado en los primeros años de la década se detuviera. Sin embargo, al analizar otras variables relevantes del mercado de trabajo, como lo es la tasa de subocupación, se denota que ésta no ha seguido el mismo comportamiento que la

desocupación: en la Tabla 3 se muestra la evolución trimestral de ambas variables para el período 2011-2015, siendo resaltados en rojo los 6 valores de mayor magnitud. En lo que respecta a la tasa de subocupación, 4 de estos 6 valores se ubican en trimestres de los últimos 2 años, mientras que para el caso de la tasa de desocupación ocurre lo inverso, y se pueden encontrar principalmente entre los primeros años (2011 y 2013). Esto podría indicarnos que el mercado laboral no resultó lo suficientemente efectivo a la hora de absorber nuevos trabajadores, por lo que la reducción del desempleo en el período analizado se podría haber efectivizado con empleos de menor calidad o carga horaria, incorporando así otro factor de inestabilidad a una economía convulsionada y vulnerable por la restricción externa (BID, 2016).

Tabla 3. Fuente: INDEC.

Trimestre	Desocupación	Subocupación
I. 2011	7,4%	8,2%
II. 2011	7,3%	8,4%
III. 2011	7,2%	8,8%
IV. 2011	6,7%	8,5%
I. 2012	7,1%	7,4%
II. 2012	7,2%	9,4%
III. 2012	7,6%	8,9%
IV. 2012	6,9%	9,0%
I. 2013	7,9%	8,0%
II. 2013	7,2%	9,7%
III. 2013	6,8%	8,7%
IV. 2013	6,4%	7,8%
I. 2014	7,1%	8,1%
II. 2014	7,5%	9,4%
III. 2014	7,5%	9,2%
IV. 2014	6,9%	9,1%
I. 2015	7,1%	7,6%
II. 2015	6,6%	9,1%
III. 2015	5,9%	8,6%

4. 2016-2019: Stop and ¡Crash!

4.1. Apertura comercial y financiera, ¿para atenuar la restricción externa?

Con el cambio de gobierno tras el triunfo de Cambiemos en diciembre de 2015, la estrategia ante los inconvenientes generados por la restricción externa tuvo un giro rotundo, que se refleja al enumerar las principales medidas anunciadas en sus primeros meses:

- Eliminación de las restricciones cambiarias¹⁵.
- Eliminación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación.
- Pago a los bonistas *holdouts*¹⁶, permitiendo a la Argentina ingresar nuevamente al mercado de crédito internacional.
- Reducción y/o eliminación de las retenciones a las exportaciones.

En línea con el nuevo enfoque de la política económica, estas medidas implican una liberalización de la economía, con mayor apertura, tanto comercial como financiera. En un contexto de escasez de divisas, con su demanda contenida por las restricciones cambiarias, ¿es este un camino viable para aliviar la restricción externa? ¿de dónde se obtendrían las divisas para financiar mayores egresos por pago de importaciones, por giro de utilidades y dividendos, o bien por formación de activos externos?

En términos teóricos, la eliminación de las restricciones cambiarias implicaría, instantáneamente, un salto en el tipo de cambio nominal; efectivamente, en febrero de 2016 la tasa de devaluación fue del 70%. Dada la vasta bibliografía teórica y empírica acerca del impacto contractivo de la devaluación (Díaz Alejandro, 1963; Krugman & Taylor, 1978), y teniendo en cuenta lo ocurrido en enero del 2014, puede intuirse que, tras la salida del *cepo cambiario*, se aceleraría la inflación. Sin embargo, según el marco teórico de los nuevos funcionarios del gobierno, el *pass through* de tipo de cambio a precios sería bajo o nulo:

“Muchos economistas dan por sentado que hay una transmisión directa de cambios en el precio de la divisa extranjera a los precios locales. Y obviamente hay una correlación. Pero esta correlación se analiza sin pensar en la restricción presupuestaria o analizar la causalidad. Por eso a muchos les ha resultado sorprendente el bajo pass through de la reciente unificación cambiaria. Pero a mí no me resulta sorprendente cuando incorporo en la ecuación una política monetaria muy restrictiva.” (Sturzenegger, El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria, 2016).

De esta manera, dado el bajo impacto sobre la tasa de inflación, el aumento en el tipo de cambio nominal no tendría los mismos efectos contractivos que suponen los modelos de *Stop & Go*. Por el contrario, podría intuirse que el marco teórico en el que las políticas económicas se

¹⁵ Ver Apéndice: Principales modificaciones en las restricciones cambiarias (2011-2019).

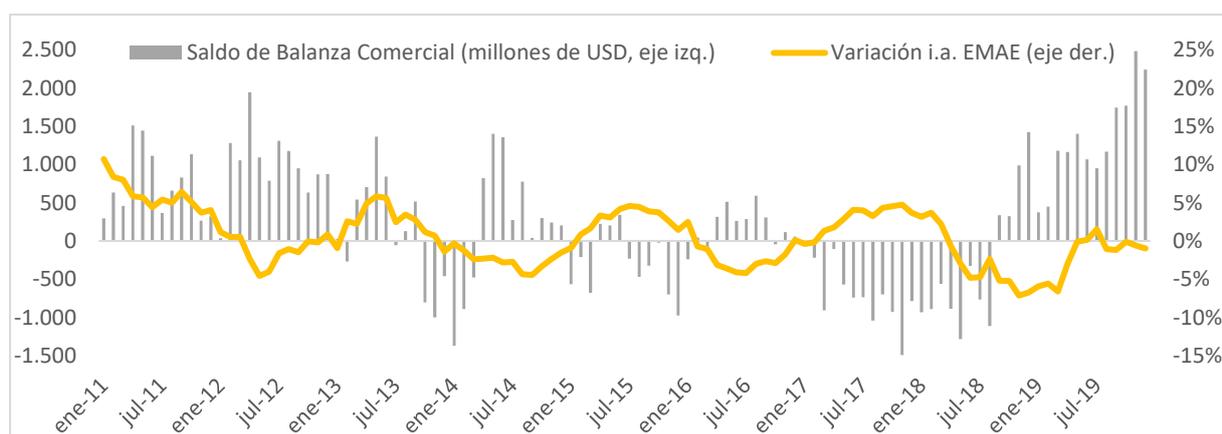
¹⁶ También conocidos como *fondos buitres*, “son inversores especializados en comprar deuda en estado de default a una fracción baja de su precio en los mercados secundarios, para luego litigar contra el país emisor de la deuda en la jurisdicción bajo cuya ley esa deuda fue emitida” (Guzmán, 2016:612). El 30 de mayo de 2016 el Congreso Nacional derogó, a través de la Ley N°: 27.249, la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano (Guzmán, 2018).

implementaron consideraría a la devaluación como expansiva. Como ejemplo de ello, en marzo de 2016 se anunció que el BCRA comenzaba a trabajar en una transición hacia un esquema de metas de inflación¹⁷: una de las características principales de dicho esquema es la ausencia de un objetivo particular de tipo de cambio, determinándose al fin y al cabo por los mecanismos de mercado bajo un régimen de libre flotación cambiaria, (Agénor & Pereira da Silva, 2019). En adición, según Libman (2017), la literatura de metas de inflación considera que la devaluación finalmente tendría efectos expansivos sobre la economía, a pesar de los impactos sobre la tasa de inflación.

Teniendo en cuenta estas consideraciones teóricas, corresponde analizar a continuación los datos. En primer lugar, contrariamente a lo afirmado por el expresidente del BCRA, la tasa de inflación i.a. sufrió una fuerte aceleración: pasó de 23,9% en noviembre de 2015 a un 47,1% al cabo de 6 meses (junio 2016). En este sentido, la correlación entre la evolución del tipo de cambio y la inflación resulta significativa, quedando lejos del “bajo *pass through*” planteado por los responsables de la política económica. Una vez acelerada la inflación, si los salarios nominales no acompañan dicha evolución, indefectiblemente disminuirá su poder adquisitivo: en este sentido, en función de lo esperado, el Índice de Salario Real denota una caída del 12% en el mismo período¹⁸.

Gráfico 8. Saldo de Balanza Comercial y tasa de variación i.a del EMAE (2006-2019).

Elaboración propia en base a INDEC.



¹⁷ Anunciado oficialmente el 26 de septiembre de 2016, estableciendo metas de inflación de entre 12% a 17% para el año 2017, 8% a 12% para el año 2018 y 3,5% a 6,5% para el año 2019. El 28 de diciembre de 2017 se “recalibraron” las metas de inflación: para el año 2018 la meta de inflación pasó a ser de 15% y para 2019 de 10%. En junio de 2018 recibió otra actualización, de 17% para 2019.

¹⁸ En la Sección 3.2 se observan los gráficos correspondientes a la evolución de la tasa de devaluación i.a. y de la tasa de inflación (Gráfico 11), como así también de la evolución del salario real (Gráfico 12).

En este sentido, durante el año 2016 se refleja la fase *stop* de la economía: en junio el EMAE muestra una caída i.a. del 4,1%. Así, con la fase recesiva, la balanza comercial vuelve a ser superavitaria, pero no traccionada por un incremento en las exportaciones, sino que responde principalmente a una caída en las importaciones:

Tabla 4. Tasa de crecimiento anual de Exportaciones e Importaciones y tasa de crecimiento i.a. del PBI (2011-2019). Elaboración propia en base a INDEC.

Año	Exportaciones		Importaciones		PBI
2011	22%	<	30%	↑	6,0%
2012	-4%	>	-8%	↓	-1,0%
2013	-5%	<	10%	↑	2,4%
2014	-10%	>	-12%	↓	-2,5%
2015	-17%	<	-8%	↑	2,7%
2016	2%	>	-7%	↓	-2,1%
2017	1%	<	20%	↑	2,8%
2018	5%	>	-2%	↓	-2,6%
2019	5%	>	-25%	↓	-2,0%

En principio, según los modelos de *Stop & Go*, con la fase recesiva (*stop*) se generarían las condiciones para una reactivación económica: el ingreso de divisas por el superávit de balanza comercial aliviaría la restricción externa. Sin embargo, en esta ocasión no resultó suficiente para compensar el déficit de cuenta corriente de la Balanza de Pagos, debido a los mayores egresos de divisas asociados a la remisión de utilidades y dividendos. En este punto, la diferencia respecto al período 2011-2015 radicó en la forma en que se financió dicho déficit: como muestra la Tabla 5, en 2015 el déficit en la cuenta financiera era explicado por los pasivos relacionados a la inversión directa y a los activos de reserva, justamente para compensar el egreso de divisas¹⁹. En contraposición, durante el año 2016 son los ingresos por inversión en cartera -compuesta principalmente por pasivos netos incurridos bajo títulos de deuda por parte del Gobierno General- los que financian el déficit de cuenta corriente²⁰.

¹⁹ Según la metodología del Balance de Pagos, la inversión directa “refleja el objetivo de una empresa residente en una economía de establecer un interés duradero en una empresa residente en otra economía” (INDEC, 2018:37).

²⁰ Según la metodología del Balance de Pagos, se define a los títulos de deuda como “valores negociables que incorporan un derecho crediticio en sentido estricto, permitiendo al emisor financiar inversiones a través de su colocación en el mercado de capitales.” (INDEC, 2018:40). A su vez, se consideran los títulos de deuda del Gobierno General como los “stocks de títulos públicos emitidos por la Administración central y los Gobiernos provinciales en manos de no residentes” (INDEC, 2018:61).

Tabla 5. Balanza de Pagos (en millones de dólares) 2015-2016. Fuente: INDEC

Balanza de Pagos	2015	2016
1. Cuenta corriente	-17.622	-15.105
1.A Bienes y servicios	-6.600	-4.035
1.B Ingreso primario (Renta)	-12.105	-12.192
1.C. Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	1.083	1.123
2. Cuenta de capital	52	366
Capacidad/Necesidad de financiamiento	-17.570	-14.739
3. Cuenta financiera	-18.498	-13.964
3.1 Inversión directa	-10.884	-1.474
3.2 Inversión de cartera	-437	-35.255
3.3 Instrumentos financieros derivados	-25	222
3.4 Otra inversión	-2.246	8.232
3.5 Activos de reserva	-4.906	14.311
Errores y omisiones netos	-928	775

De esta manera, la financiación del déficit de cuenta corriente con inversión en cartera compensa la necesidad de divisas, pero no soluciona el problema inicial de generación genuina de las mismas. Incluso, el endeudamiento externo incrementa a futuro el pago de intereses de la deuda, adicionando una carga sobre la cuenta corriente. En este sentido, el crecimiento en el stock de reservas internacionales del BCRA en el año 2016 se explica simplemente por el mayor endeudamiento en moneda extranjera por parte del Gobierno General²¹. Al comparar esta situación con la del período 2011-2015, vemos que se sustituye un instrumento de financiamiento (reservas internacionales del BCRA), por otro (endeudamiento en moneda extranjera). La ausencia de políticas que solucionen de raíz, o que, por lo menos, no agraven la restricción externa, no parece responder a errores puntuales de política económica, sino que más bien respondería al marco teórico de los nuevos funcionarios del gobierno, al no considerar a la escasez de divisas como un problema a atacar:

Recordemos que la mayoría de los analistas consideraba que la normalización cambiaria no podría lograrse de la manera en que se produjo. Por el contrario, nosotros estábamos convencidos de que sí era posible, porque durante la década previa los argentinos habían acumulado una gran cantidad de activos externos, con lo cual existía una suerte de oferta excedente de dólares en el portafolio de los agentes, en tanto estos agentes percibieran un cambio en el clima de inversión. (Sturzenegger, Los primeros 100 días de un Banco Central que vuelve a ocuparse de sus objetivos primordiales, 2016).

²¹ La Deuda Pública Externa pasó de 13,9% (en % del PBI) en 2015 a 17,7% en 2016. Fuente: Informes Trimestrales de la Deuda – Ministerio de Economía.

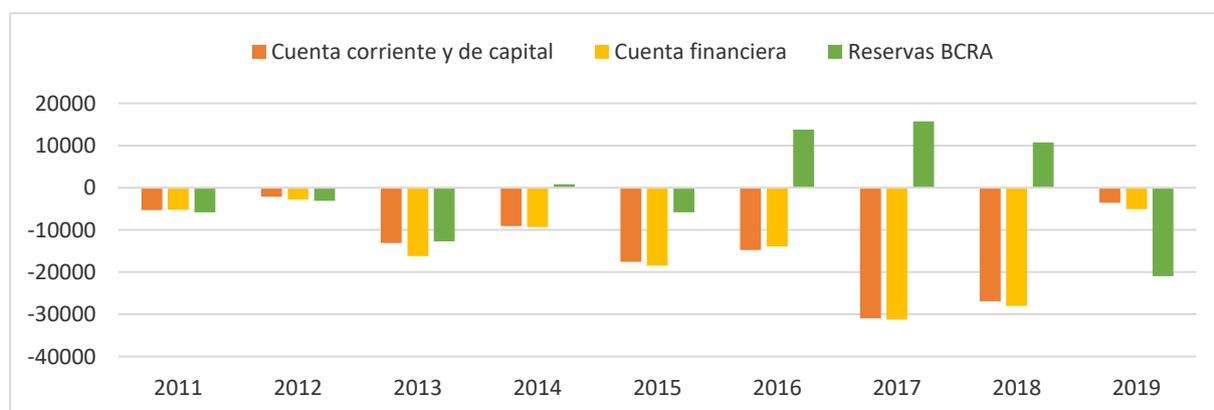
Si bien pueden existir argumentos relacionados a las dificultades que implican las políticas de restricciones cambiarias -particularmente en términos del impacto de las brechas cambiarias significativas entre el tipo de cambio oficial y el no-oficial²²-, en un contexto de escasez de divisas la eliminación *de cuajo* de las restricciones cambiarias no sería una solución adecuada, dado que incorpora un nuevo factor de vulnerabilidad a la restricción externa:

El conjunto de iniciativas de flexibilización y desregulación del mercado cambiario generó las condiciones de posibilidad para el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento y valorización financiera. La desaparición de un entramado de regulaciones llamadas a morigerar el impacto de los movimientos de capitales sobre las variables económicas locales aumentó exponencialmente la vulnerabilidad de la economía argentina a los shocks externos. (BCRA, 2020:11).

4.2. Vuelta al FMI e inicios del *Crash* económico

La reactivación económica durante el año 2017 implicó, tal como caracteriza a la economía del país, un crecimiento significativo en las importaciones -por encima de las exportaciones-, generando nuevamente un déficit en el Balance Comercial (Tabla 4 y Gráfico 8). De esta manera, se debilita nuevamente el resultado de cuenta corriente, duplicándose su déficit respecto del año anterior (Gráfico 9). Las fuentes de financiamiento de dicho déficit se atribuyen, tal como ocurrió en el año 2016, a un incremento del pasivo por inversión de cartera, que se explica nuevamente por el endeudamiento en moneda extranjera por parte del Gobierno.

Gráfico 9. Balanza de Pagos (en millones de USD), 2011-2019. Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.



²² Libman (2017).

Si los ingresos de divisas por endeudamiento no se destinan para financiar inversión productiva -con el objetivo de incrementar las exportaciones en el mediano plazo y promover un ingreso genuino de dólares para repagar de la deuda-, su sostenibilidad comienza a ponerse en duda. Al hablar de sostenibilidad de la deuda, la definición más utilizada refiere a la “*capacidad de mantener estable el ratio de la deuda sobre el producto*” (Guzmán, 2016:613). Sin embargo, este concepto suele diferir de la definición de sostenibilidad por parte del FMI, dado que su “*variable central para juzgar la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda es el resultado fiscal primario. Además, el curso de políticas con mayor capacidad para asegurar la sostenibilidad incluye los ajustes fiscales como el elemento principal.*” (Guzmán, 2016:613).

En este sentido, ya sea por factores internos -la menor confianza sobre el rumbo de la economía en general y la sostenibilidad de la deuda en particular²³- como así también por factores externos -contexto internacional de suba de tasas de interés y devaluación de monedas en países emergentes²⁴-, en junio de 2018 se anuncia el acuerdo Argentina-FMI, en donde se establece un préstamo Stand-By por 50.000 millones de USD con una duración de 36 meses²⁵. Los ejes principales del acuerdo se basaron en la reducción del déficit fiscal y en fortalecer la autonomía del Banco Central. Como medida para respaldarlo, el 26 de septiembre de 2018 el BCRA anunció que no aumentaría la base monetaria hasta junio de 2019, abandonando con ello el esquema de metas de inflación, y pasando así a un esquema de control de Agregados Monetarios²⁶.

Ahora bien, tras el acuerdo con el FMI, el déficit de cuenta corriente no fue corregido; por el contrario, teniendo en cuenta el resultado de Balanza de Pagos para el año 2018 (Gráfico 9), pareciera indicar que el préstamo fue utilizado justamente para financiar dicho déficit. Para peor, en 2018 se suma un componente adicional al déficit de cuenta corriente, que es el pago de los intereses de la deuda y de las rentas por inversión en cartera que se habían efectivizado

²³ El Índice de Confianza del Consumidor (respecto de la situación macroeconómica) publicado por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, caen interanualmente en mayo de 2018 un 19,1%.

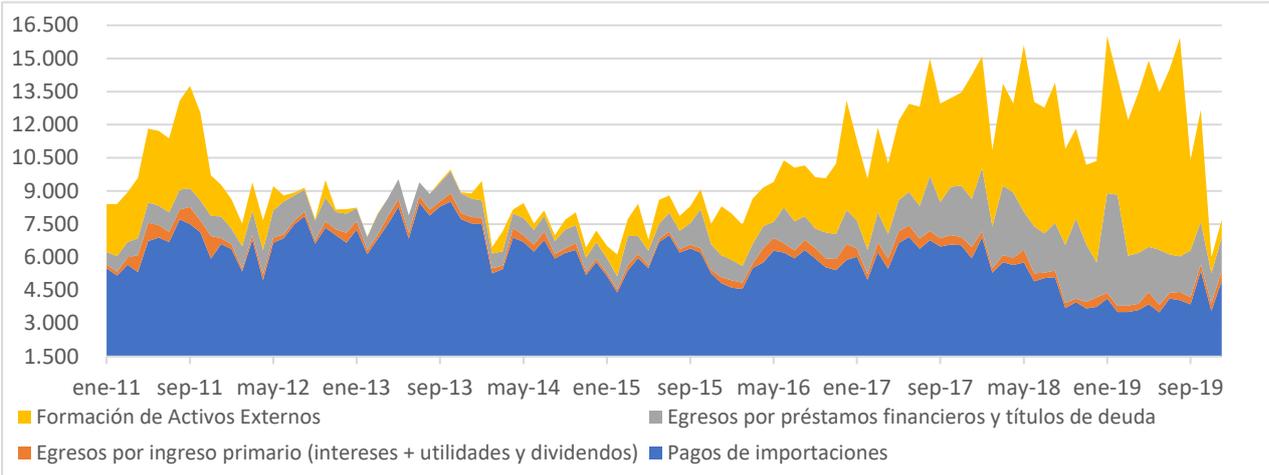
²⁴ Según el Informe de Política Monetaria de octubre de 2018, “*las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales de las economías emergentes continuaron deteriorándose durante el tercer trimestre del año (...). Entre los principales factores explicativos se cuentan la suba de tasas de interés y la expectativa de menor estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), junto con nuevas señales de tensiones comerciales entre algunas de las economías de mayor porte. Todos estos elementos llevaron a una salida de capitales de países emergentes, a un aumento de las primas de riesgo soberano, y a una depreciación de sus monedas.*” (BCRA, 2018:7).

²⁵ Comunicado de Prensa N° 18/245, FMI.

²⁶ Según el Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina (2018), “*con el objetivo de establecer un compromiso más concreto y potente con la estabilidad de precios en el corto plazo que fuera fácilmente verificable por el público, se estableció como ancla nominal la meta de no incrementar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019.*” (BCRA, 2018:12)

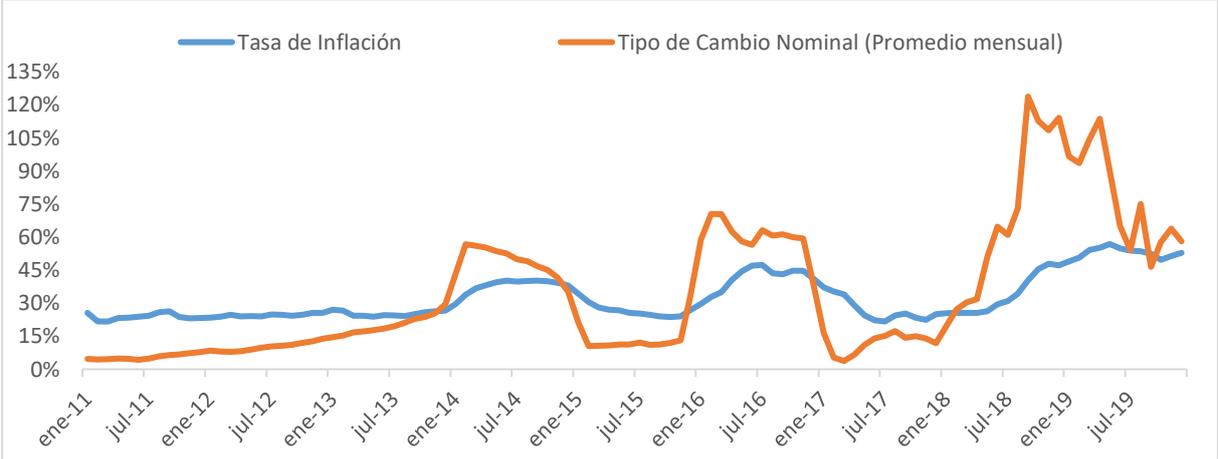
durante los dos años anteriores. De esta manera, tras el acuerdo con el FMI los egresos de divisas por Formación de Activos Externos y por pago de intereses de préstamos financieros y títulos de deuda se incrementaron significativamente:

Gráfico 10. Egresos de divisas en el Mercado de Cambios (en millones de USD, 2011-2019). Elaboración propia en base a BCRA.



En un contexto de libre flotación del tipo de cambio y una creciente demanda de divisas, la tasa de devaluación i.a. llegó en septiembre de 2018 a su máximo en todo el período 2011-2019, y durante más de seis meses osciló en torno al 100%. En este contexto, y teniendo en cuenta lo ocurrido tanto en 2014 como en 2016, era esperable que la inflación también sufra una fuerte aceleración: para mayo de 2019 la misma alcanzó su máximo en todo el período (56,8% i.a.), lejos de anclarse a la evolución 0% de la base monetaria.

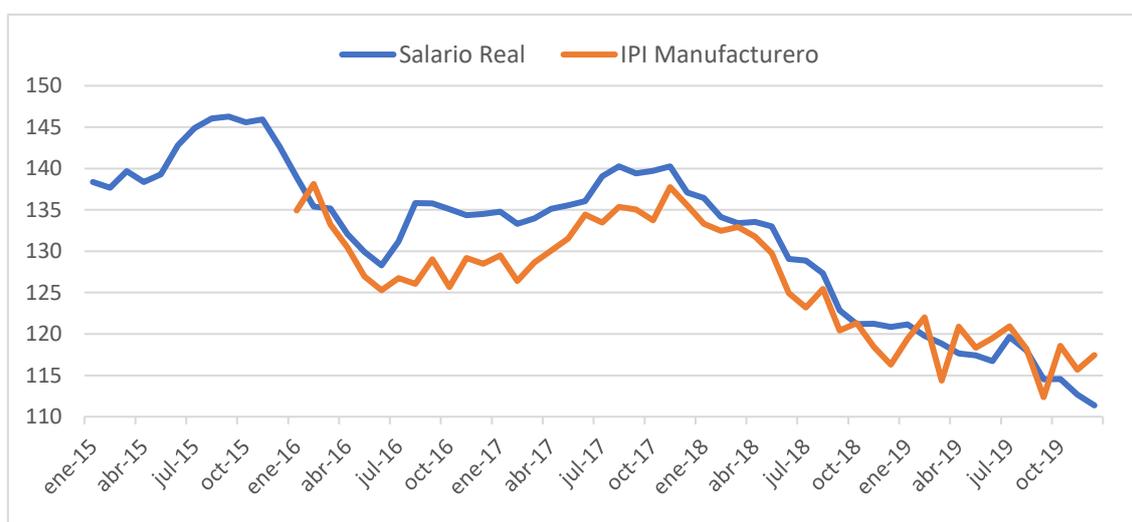
Gráfico 11. Tasa de inflación y tasa de variación del Tipo de Cambio Nominal (Prom. Mensual). Evolución i.a., 2011-2019. Elaboración propia en base a BCRA, INDEC, Direc. Provincial de Estadísticas y Censos (San Luis), Direc. General de Estadísticas y Censos (C.A.B.A.)



Acompañando a la evolución del tipo de cambio y de la tasa de inflación, vale la pena destacar que la tasa de interés de política monetaria también sufrió una fuerte aceleración, llegando a un máximo de 86% en septiembre de 2019²⁷. Este comportamiento responde a que, a medida que aumenta la probabilidad de que las deudas no puedan ser canceladas en los plazos establecidos, se incrementa tanto la prima de riesgo cambiario como también la prima de riesgo país. De esta manera, se motiva al alza a la tasa de interés de referencia con el objetivo de descomprimir la creciente demanda de moneda extranjera para atesoramiento, y continuar atrayendo del exterior los capitales necesarios para continuar con el financiamiento de los déficits de cuenta corriente²⁸ (Frenkel, 2003).

La fuerte aceleración de la inflación impactó negativamente en el poder adquisitivo de los salarios, dado que los mismos no pudieron incrementarse en términos nominales a la misma velocidad. En este sentido, en los años 2018 y 2019, se acrecienta la caída del salario real (Gráfico 12). En este contexto, se reflejaría un menor nivel de consumo, afectando por lo tanto la demanda de bienes industriales; sumado al aumento en el costo de los insumos importados, el sector industrial sufriría las consecuencias del pésimo desempeño macroeconómico.

Gráfico 12: Índice de Salario Real 2015-2019 (base oct-2002=100) e Índice de Producción Industrial Manufacturero 2016-2019 (serie desestacionalizada). Elaboración propia en base a INDEC, Direc. Provincial de Estadísticas y Censos (San Luis), Direc. General de Estadísticas y Censos (C.A.B.A.)



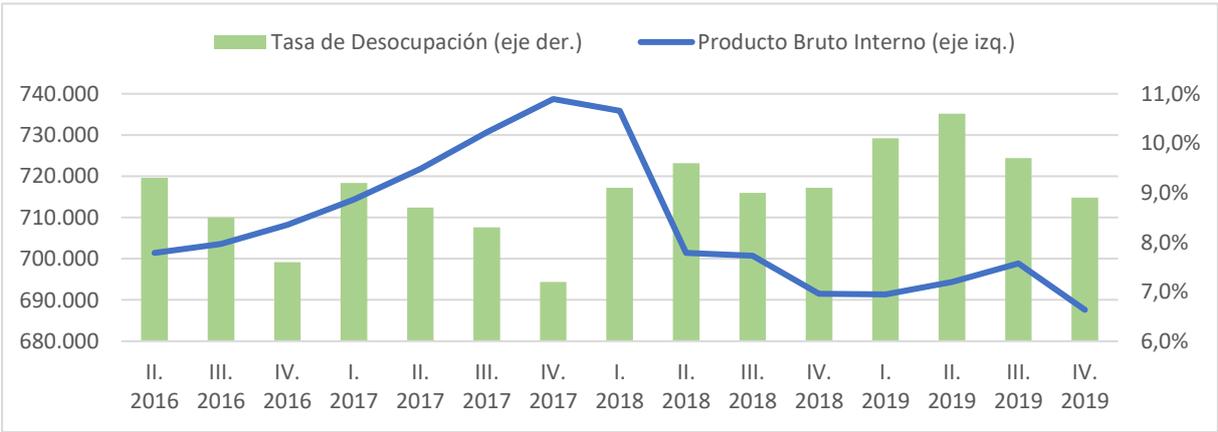
²⁷ Fuente: BCRA

²⁸ Durante los primeros dos años del gobierno se permitió la entrada de capitales especulativos que, bajo un esquema de *carry trade* (bicicleta financiera), buscaron valorizar su capital en la economía doméstica, permitiendo elevadas ganancias financieras en moneda extranjera, operando a través de instrumentos financieros como las Letras del Banco Central (LEBAC) (Barrera & Bona, 2018).

Al analizar la evolución de la serie desestacionalizada del Índice de Producción Industrial Manufacturero, efectivamente se observa que, desde noviembre de 2017, la actividad industrial se resiente y cae continuamente hasta el fin del período analizado, llegando en septiembre de 2019 al valor más bajo de toda la serie, observándose un comportamiento similar al reflejado por el salario real.

El impacto en la actividad económica, observable en el Gráfico 8 a través de la evolución del EMAE, tuvo un correlato directo en el saldo de Balanza Comercial, que a partir de septiembre de 2018 comienza a presentar un resultado positivo, incrementándose su saldo hasta el fin del período analizado. Esta mejora en el resultado de balanza comercial no ocurrió vía mayores exportaciones, sino que es explicada por una fuerte contracción de las importaciones, que disminuyen un 25% en 2019. De esta manera, vuelve a denotarse el efecto perverso que se esconde detrás de la mejora del saldo de balanza comercial. A su vez, es menester remarcar cómo -nuevamente- el efecto precio (incremento en el tipo de cambio) no resultó suficiente para incrementar la competitividad de las exportaciones y desincentivar las importaciones, sino que estas últimas se reducen en asociación directa con la recesión económica. En adición, tal como era de esperarse, el mercado de trabajo también fue severamente afectado; en todo el período 2016-2019 se incrementa tanto la tasa de desocupación como la de subocupación, que pasan de 9,3% y 11,2% en el segundo trimestre de 2016 a 10,6% y 13,1% en el segundo trimestre de 2019, respectivamente.

Gráfico 13. Producto Bruto Interno (en millones de \$ a precios de 2004) y tasa de Desocupación (2016-2019). Elaboración propia en base a INDEC²⁹.



²⁹ Los datos de tasa de desocupación y subocupación correspondientes al I trimestre de 2016 no fueron publicados por el mencionado instituto.

Tras la derrota del gobierno en las elecciones primarias de agosto de 2019, y sabiendo que cambiaría el rumbo de la política económica, los mercados financieros mostraron una fuerte volatilidad, impactando en la demanda de divisas y presionando nuevamente al alza el tipo de cambio³⁰. Dada la insostenibilidad de esta situación, el 1 de septiembre el BCRA anunció la implementación de un límite mensual a la compra de dólares para las personas humanas, mientras que se prohibió a las personas jurídicas a comprar dólares con motivo de atesoramiento. Así, la reincorporación de las regulaciones cambiarias tenía como objetivo proteger la estabilidad para que la economía pueda transitar con menor incertidumbre el proceso electoral³¹. Una vez efectivizada la derrota -y el triunfo del Frente de Todos- en las elecciones generales de octubre de 2019, el BCRA continuó endureciendo las restricciones cambiarias, a fin de evitar que la creciente demanda de divisas propia de la convulsión electoral afecte el stock de reservas internacionales.

Con la mega-devaluación, el cambio de paradigma político-económico, y la vuelta de las restricciones cambiarias, es menester recordar lo planteado por Schvarzer & Tavonanska (2008):

En conclusión, las promesas que auguraban que los ciclos de stop and go serían superados mediante la apertura y la entrada de capitales no se cumplieron; la experiencia argentina muestra que el resultado fue tan solo una prolongación de las fases alcistas al costo de desembocar en crisis de mayor magnitud. En otras palabras, se reemplazó el stop and go por el mucho más penoso go and crush. (Schvarzer & Tavonanska, 2008:8-9)

Lo planteado por los autores tiene muchos puntos en común con lo analizado en este trabajo sobre la experiencia económica del gobierno de Cambiemos. El período 2016-2019 significó el financiamiento de los déficits de cuenta corriente a través de la afluencia de capitales del exterior, ya sea por medio del mercado internacional de crédito, como así también a través de préstamos con organismos multilaterales de crédito (FMI). A su vez, el “final del cuento” también es similar: la crisis económica de los años 2018-2019 se inicia con una mega-devaluación, y resultó de tal magnitud que fue imperiosa la necesidad de un cambio rotundo en la política económica, expresado al fin y al cabo con la derrota electoral de 2019 y la

³⁰ En línea con la desconfianza mencionada, el Relevamiento de Expectativas de Mercado indica que “*las previsiones de los analistas del mercado para el nivel de inflación para los próximos 12 meses se ubicó en 48,3% i.a. (+18,1 p.p. respecto del relevamiento previo)*” (BCRA, 2019:3). A su vez, en dicho relevamiento se previó una variación del PBI de -2,5% para 2019, con una caída de 1,1p.p. respecto del pronóstico de julio de 2019.

³¹ Conferencia de Prensa de Guido Sandleris (expresidente del BCRA entre septiembre de 2018 y diciembre de 2019), 02-09-2019: <https://www.youtube.com/watch?v=9liloTgGnSY>

reimplementación de las regulaciones cambiarias. Ahora bien, mediante la experiencia del desempeño macroeconómico en el período 2016-2019 existe una diferencia no menor respecto a lo planteado por los autores en la anterior cita: en los inicios del nuevo modelo económico, la salida del cepo cambiario con su consecuente devaluación generó una aceleración de la tasa de inflación, que afectó negativamente el poder adquisitivo de los salarios e implicó una contracción en la actividad económica. De esta manera, el ciclo de afluencia de capitales del exterior no se inició, a diferencia de lo planteado por los autores, con una fase expansiva, sino que más bien en 2016 se denota primeramente una fase recesiva *-stop-* de la economía. Así, puede definirse al ciclo económico del último período analizado, no como un ciclo de *Go & Crash*, sino más bien como uno nuevo llamado de *Stop & Crash*.

5. Conclusiones

Mediante el análisis realizado en este trabajo se denota la estrecha relación que ha tenido el fenómeno de la escasez de dólares con el comportamiento macroeconómico argentino en el período 2011-2019, pudiendo identificar tanto los factores estructurales de la economía nacional, como también aquellos factores coyunturales -tales como el contexto internacional o las propias políticas económicas- que recrudecen o alivian la restricción externa. Así, se pueden extraer diversas conclusiones en torno al fenómeno analizado.

En primer lugar, resulta significativa la estrecha relación entre la evolución de la actividad económica y el nivel de importaciones, debido a la mayor demanda de bienes de consumo final e insumos para la producción. Esta fuerte asociación es la que, en períodos de auge, genera los primeros inconvenientes relacionados a la escasez de divisas, dado que, en el corto plazo, las exportaciones resultan inelásticas tanto a los precios como al ingreso.

En segundo lugar, a lo largo de todo el período se observa una alta correlación entre los cambios en la variación del tipo de cambio y la tasa de inflación. En este sentido, la aceleración de la inflación suele afectar negativamente al poder adquisitivo de los salarios, reduciendo la demanda de bienes de consumo -particularmente manufactureros-. Así, el sector industrial se debilita, teniendo en cuenta a su vez que, tras la devaluación, se incrementan los costos de producción asociados a los insumos importados. De esta manera, se generan las condiciones para el inicio de una fase recesiva -afectando al mercado de trabajo vía incrementos en la tasa de desempleo-, demostrando que las tesis sobre las devaluaciones contractivas siguen vigentes.

Por otro lado, merece la pena destacar cómo la coyuntura -nacional e internacional- puede profundizar o aliviar la restricción externa. Por ejemplo, suele afirmarse que el auge en el precio de los *commodities* durante la primera década del siglo XXI ha permitido un ingreso mayor de divisas por exportaciones, con lo cual implicaría, en principio, un alivio de la restricción externa. Si bien dicha afirmación puede ser atinada, en muchas ocasiones se omiten en el análisis el impacto negativo de otros sucesos: tal es el caso de la crisis internacional de 2008-2009. Particularmente, este evento disruptivo afectó la restricción externa en términos de huída de capitales, que fluyeron hacia las casas matrices de los países afectados por la crisis, incorporando así una presión adicional sobre la demanda de divisas. En relación con este punto, a medida que la economía se encuentre más abierta en términos comerciales y financieros, se vuelve más vulnerable ante los diversos shocks externos, tal como ocurrió con el modelo económico de liberalización financiera que se impulsó a partir del año 2016.

Otra de las conclusiones que se pueden extraer resulta en cómo el marco teórico de los responsables de la política económica influye sobre las medidas adoptadas. Si teóricamente se considera a la devaluación como contractiva, las políticas buscarán evitar llegar a dicha situación, por lo que se prioriza la utilización de instrumentos para contener la demanda de divisas; un ejemplo de ello es la implementación de las restricciones cambiarias en el año 2011, aunque esto no haya implicado una solución efectiva al problema de fondo. Por el contrario, si se tiene en cuenta un marco teórico en donde la libre flotación del tipo de cambio es condición necesaria para lograr ciertos objetivos de política monetaria, o bien si se considera que la apertura de la cuenta financiera aliviará la restricción externa vía ingreso de divisas, las políticas tenderán hacia una mayor liberalización y, por lo tanto, se evitarán las regulaciones cambiarias, tal como efectivamente ocurrió a partir del nuevo gobierno en el año 2016. Sin embargo, con el análisis realizado en este trabajo, puede afirmarse que la apertura de la cuenta financiera y el endeudamiento externo no hacen más que agravar la restricción externa, trasladándola y agravándola en el futuro a través del repago del capital y de los intereses de la deuda. A su vez, la vulnerabilidad del modelo de liberalización se acrecienta cuando el ingreso de capitales del exterior tiene objetivos meramente especulativos y no se utiliza para financiar inversiones productivas. De este modo, la inminente pérdida de confianza en la sostenibilidad del modelo acrecienta tarde o temprano la huída de capitales, presionando fuertemente sobre la demanda de divisas, y culminando por lo tanto en bruscas devaluaciones y en un cambio rotundo en el modelo político-económico, tal como afirmara Marcelo Diamand, en “*El péndulo argentino, ¿hasta cuándo?*”, de 1983. Así, el comportamiento de las variables macroeconómicas del

período 2011-2015 se asemejaría a un típico ciclo de *Stop & Go*, mientras que, para el período 2016-2019, se observa un cambio de rumbo en las políticas económicas que, con la recesión inicial de 2016, y la mega-devaluación en 2018-2019, acaba reflejándose un ciclo novedoso al que podríamos llamar de *Stop & Crash*.

Anexo metodológico

Para la realización del presente trabajo se efectuó un análisis descriptivo de un conjunto de variables. Para ello, se confeccionaron gráficos y tablas a partir de datos provistos por fuentes oficiales, tales como el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Sin embargo, es menester hacer algunas aclaraciones.

Como bien es sabido, los datos del Índice de Precios al Consumidor provistos por el INDEC entre 2007-2015 no resultan confiables; a su vez, el mencionado instituto no ha publicado los datos del año 2016. En este sentido, los datos del período 2011-2016 son reemplazados y estimados de la siguiente manera: para el período enero2011-junio2012 se utilizan los datos del IPC San Luis. Luego, para el período julio2012-diciembre2016 se realiza un empalme con los datos del IPC CABA. Finalmente, a partir de enero2017 se realiza un nuevo empalme a partir de los datos del IPC Nacional publicados por el INDEC.

En este sentido, tampoco existe una publicación oficial acerca de la evolución del salario real. Así, para analizar dicha variable, se confeccionó un índice de salario real base oct2012=100, utilizando como insumos el Coeficiente de Variación Salarial publicado por el INDEC, y el Índice de Precios de elaboración propia detallado en el párrafo anterior.

Por último, a lo largo de todo el trabajo se incluyen fuentes oficiales en relación a las políticas económicas (monetarias, cambiarias, regulaciones, entre otras) que se relacionan directamente con el fenómeno de la restricción externa.

Apéndice: Principales modificaciones en las restricciones cambiarias (2011-2019)

- ❖ **28/10/2011:** Comunicación “A” 5239 BCRA: *Las entidades autorizadas a operar en cambios deberán consultar y registrar todas las operaciones de venta de moneda extranjera a realizar con sus clientes alcanzadas por el “Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias” implementado por la Administración Federal de Ingresos Públicos a través de la Resolución General 3210/2011, que indicará si la operación resulta “Validada” o “Con inconsistencias”.*
- ❖ **10/01/2012:** Resolución General AFIP N° 3252/2012: Se establece la creación del sistema de Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI), con el objetivo de regular el ingreso de productos importados
- ❖ **15/06/2012:** Comunicación “A” 5318 BCRA: Se elimina la opción de compra de dólares para ahorro, justificándose la operación para importaciones, turismo, compra de inmuebles y otros destinos.
- ❖ **31/08/2012:** Resolución General AFIP N° 3378/2012: Se establece un régimen de percepción (recargo) del 15% a los consumos en dólares con tarjeta de crédito en el exterior, implicando un pago a cuenta del Impuesto sobre Bienes Personales y Ganancias.
- ❖ **02/12/2013:** Resolución General AFIP N° 3550/2013: Se eleva el importe de la percepción a los consumos en dólares con tarjeta de crédito en el exterior al 35%.
- ❖ **27/01/2014:** Comunicación “A” 5526 BCRA: Se vuelve a permitir la compra de dólares en concepto de atesoramiento, estableciéndose un límite inferior de \$7200 de ingresos mensuales para la adquisición de dólares, y un límite superior equivalente a USD 2000, en el que sólo puede adquirirse el 20% del ingreso mensual.
- ❖ **16/12/2015:** Resolución General AFIP N° 3819/2015 y Comunicación “A” 5850: Se deja sin efecto el “Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias”
- ❖ **17/12/2015:** Comunicación “A” 5850 BCRA: Se dispone “*dejar sin efecto la consulta y registro de las operaciones cambiarias en el “Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias” de la Administración Federal de Ingresos Públicos derogando la Comunicación “A” 5245 y sus complementarias*”. Mediante esta comunicación, se habilita el acceso al mercado local de cambios para la compra de divisas para un fin no especificado, con un límite de 2.000.000 de USD mensuales, y se reduce el plazo mínimo de permanencia para los nuevos endeudamientos de carácter financiero, de 365 a 120 días.

- ❖ **22/12/2015:** Resolución General AFIP N° 3823/2015: Se elimina el sistema de DJAI y se reemplaza por el “Sistema Integral de Monitoreo de las Importaciones” (SIMI).
- ❖ **05/05/2016:** Comunicación “A” 5963 BCRA: Se eleva límite a la compra de divisas para cualquier fin a 5.000.000 de USD mensuales.
- ❖ **08/08/2016:** Comunicación “A” 6037 BCRA: Se elimina el límite a la compra de moneda extranjera para cualquier fin.
- ❖ **01/09/2019:** Comunicación “A” 6770 BCRA: Se establece, para las personas humanas, un límite de compra mensual de USD 10.000, mientras que para las personas jurídicas se prohíbe la compra de moneda extranjera para atesoramiento.
- ❖ **28/10/2019:** Comunicación “A” 6815 BCRA. Se reduce el límite de compra mensual de dólares a USD 200 mensuales para atesoramiento y gastos en el exterior.

Referencias bibliográficas

- Abeles, M. (2009). *El impacto de la crisis internacional en la economía argentina*. C.A.B.A.: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, "Teorías económicas y políticas públicas frente a la crisis global", Revista de Trabajo, N°7,.
- Agénor, P.-R., & Pereira da Silva, L. (2019). *Integrated inflation targeting: Another perspective from the developing world*. Bank for International Settlements (BIS).
- Aronskind, R. (2015). Políticas económicas y crisis externa. Historia y actualidad. *en "Integración productiva, restricción externa y desarrollo"*, Fundación Fiedrich Ebert.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2016). *Empleos para crecer*. Biblioteca Felipe Herrera.
- Barrera, M. A., & Bona, L. M. (2018). *La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018)*. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión, Vol. 26(2).
- BCRA. (2011). *Informe al Honorable Congreso de la Nación. Año 2011*. C.A.B.A.: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA.
- BCRA. (2018). *Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina*. C.A.B.A.: BCRA.
- BCRA. (2018). *Informe de Política Monetaria - Octubre de 2018*. C.A.B.A.: BCRA.
- BCRA. (2019). *Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) / Agosto 2019*. C.A.B.A.: BCRA.
- BCRA. (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. BCRA.

- Bekerman, M., Dulcich, F., & Vázquez, D. (2015). *Restricción externa al crecimiento de Argentina: El rol de las manufacturas industriales*. Revista Problemas del Desarrollo, 183(46).
- Belgrano, M. (1802). Memoria sobre el establecimiento de fábricas de curtiembre en el Virreinato. *Consulado de Buenos Aires*.
- Belozerovsky, N. (1970). *Devaluación, deuda extranjera y el proceso de ajuste*. Económica, 16, 21-29.
- Braun, O., & Joy, L. (1968). *A Model of Economic Stagnation - A Case Study of the Argentine Economy*. The Economic Journal, Vol. 78, N° 312, pp. 868-887.
- Canitrot, A. (1975). *La experiencia populista de redistribución de ingresos*. Desarrollo Económico, Vol. 15, N° 59, pp.331-351.
- Diamand, M. (1972). *La estructura productiva desequilibrada Argentina y el tipo de cambio*. Buenos Aires: Desarrollo Económico, Vol. 12, N° 45, IDES.
- Diamand, M. (1983). *El péndulo argentino: ¿hasta cuando?* Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1963). *A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect*. The Journal of Political Economy, Vol. 71, N° 6, pp. 577-580.
- Ferrer, A. (1963). *Devaluación, Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial en la Argentina*. Desarrollo Económico, Vol. 2, N° 4.
- Frenkel, R. (2003). *Tres décadas de América Latina en la globalización financiera*. Revista de la CEPAL, N°80.
- Gallo, M. E. (2014). *Restricción externa de la economía y restricciones sociopolíticas al desarrollo: las limitaciones del régimen de acumulación actual*. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad Nacional de Mar del Plata.
- Gerchunoff, P. (2006). *Requiem para el stop and go... ¿Requiem para el stop and go?* Fundación PENT, Universidad Torcuato Di Tella.
- Guzmán, M. (2016). Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos. *Rev. Jur. UPR 611, N°3*.
- Guzmán, M. (2018). *Análisis de la resolución del default de Argentina de 2001*. Rev. de Economía Política de Buenos Aires, Vol. 17.
- Heymann, D., & Ramos, A. (2015). Crecimiento, sustentabilidad externa y distribución del ingreso: algunas notas. en *"Integración Productiva, restricción externa y desarrollo"*, Fundación Fiedrich Ebert.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa*. Buenos Aires: Metodología INDEC, N°23.
- Krugman, P., & Taylor, L. (1978). *Contractionary Effects of Devaluation*. Journal of International Economics, vol. 8, N° 3, pp. 445-456.

- Kulfas, M., & Zack, G. (2018). *Pensar la Economía Argentina: Por una macroeconomía compatible con el desarrollo*. C.A.B.A.: Siglo Veintiuno Editores Argentina S.A.
- Libman, E. (2017). *La relación entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio negro en América Latina*. C.A.B.A.: Cuadernos de Economía.
- Libman, E. (2017). *Una nota sobre la devaluación contractiva bajo un esquema de metas de inflación*. EL TRIMESTRE ECONÓMICO, vol. LXXXIV (4), núm. 336, pp. 869-898.
- Manzanelli, P., Barrera, M., Belloni, P., & Basualdo, E. (2014). *Devaluación y restricción externa. Los dilemas de la coyuntura económica actual*. Proyecto PICT 2013-1775, Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica.
- Prebisch, R. (1950). *Crecimiento, desequilibrio y disparidades: interpretación del proceso de desarrollo*. Estudio Económico de América Latina, CEPAL.
- Schvarzer, J., & Tavonanska, A. (2008). *Modelos macroeconómicos en la Argentina: del "stop and go" al "go and crush"*. Ciudad de Buenos Aires: Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina.
- Sidrauski, M. (1968). *Devaluación, inflación y desempleo*. *Económica*, 14, 79-107, UNLP.
- Singer, H. W. (1950). *U.S. foreign investment in underdeveloped areas, the distribution of gains between investing and borrowing countries*. *American Economic Review*, American Economic Association.
- Sturzenegger, F. (2016). El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria. *Academia Nacional de Ciencias Económicas*. Buenos Aires.
- Sturzenegger, F. (2016). Los primeros 100 días de un Banco Central que vuelve a ocuparse de sus objetivos primordiales. *Bloomberg Argentina Summit*.
- Thirlwall, A. (2011). *The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences*. *PSL Quarterly Review*, 64 (259): 429-438.
- Villanueva, J. (1964). *Problemas de Industrialización con Restricciones en el Sector Externo*. *Desarrollo Económico*, Vol. 4, N° 14/15, IDES.
- Wainer, A. (2021). *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*. C.A.B.A.: Siglo Veintiuno Editores S.A.
- Zack, G., & Dalle, D. (2014). *Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿una limitación para el crecimiento?* CEI, *Revista Argentina de Economía Internacional*, N°3.