

**LOS DESAFIOS PARA SOSTENER EL
CRECIMIENTO:
EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES
DE RESTRICCIÓN EXTERNA**

Rodrigo López y *Emiliano Sevilla

Documento de Trabajo Nº 32- Octubre de 2010





Director

Guillermo Wierzba

Investigadores

Jorge Gaggero
Claudio Golonbek
Romina Kupelian
Rodrigo López
Pablo Mareso
María Andrea Urturi
María Agustina Zelada
Guillermo Hang

Investigadores Invitados

Enrique Arceo
Mariano Borzel

Consejo Académico

Juan José Deu Peyres
Roberto Frenkel
Alfredo T. García
Matías Kulfas

Las opiniones vertidas en el trabajo son exclusivas de los autores y no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

* Los aportes cuya autoría corresponden al investigador, fueron realizados en el periodo enero-mayo del año 2008.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Índice

I. Introducción.....	4
II. La restricción externa en la tradición estructuralista.....	7
II.1. De Prebisch a Diamand.....	7
III. La restricción externa en la tradición keynesiana.....	13
III.1. De Keynes a Thirlwall.....	13
IV. El modelo de Thirlwall.....	17
IV.1. El modelo simple.....	17
IV.2. El modelo con flujo de capitales.....	20
IV.3. La controversia sobre el modelo de Thirlwall.....	22
IV.2. Algunos estudios para Brasil y Argentina.....	24
IV.2.1. Brasil.....	24
IV.2.2. Argentina.....	26
V. Restricción externa revisada y el crecimiento de Argentina 2003-2010.....	30
V.1. Deuda externa.....	31
V.2. Intereses, dividendos y remisión de utilidades.....	37
V.3. Términos de intercambio y tipo de cambio.....	41
V.4. Estructura productiva y perfil exportador.....	48
V.5. Enfoques de restricción externa con fragilidad financiera.....	52
VI. Conclusiones.....	59
VII. Referencias.....	64

I.- Introducción

Uno de los principales condicionantes del crecimiento en los países en desarrollo es la restricción de balance de pagos. Dada una necesidad de divisas que no puede ser satisfecha en la cuantía necesaria por los medios del comercio internacional, ni por el mercado internacional de capitales -que no siempre provee liquidez-, estas economías deben ajustar su cuenta corriente de manera más o menos súbita. El proceso se da a través de una reducción del gasto y el nivel de actividad internos, en función de la restricción externa.

Existe una importante literatura sobre la restricción de balance de pagos, siendo la obra del profesor Anthony Thirlwall la más conocida a nivel internacional. La tesis llamada "ley de Thirlwall" indica que la tasa de crecimiento del producto compatible con el balance de pagos es aquella que iguala a la tasa de crecimiento de las exportaciones dividida por la elasticidad ingreso de las importaciones.

Posteriores aportes se realizaron a esta tesis, algunos del propio autor, incluyendo otras cuentas del balance de pagos de modo de incorporar las nuevas realidades que enfrentaban los países en desarrollo.

La economía argentina ha experimentado a lo largo de los últimos cincuenta años episodios de crisis recurrentes, con bruscos cambios en los precios relativos, procesos inflacionarios, y desempleo de recursos productivos, arrojando como resultado un estancamiento en el largo plazo. Durante la segunda fase de industrialización por sustitución de importaciones el crecimiento del producto era jaqueado una y otra vez por los "cuellos de botella" en la obtención de divisas desde la balanza comercial. Una vasta literatura nacional dio cuenta de estas restricciones recurrentes del balance de pagos dando lugar a los ciclos conocidos como "*stop and go*" (pare y siga).

A partir de las reformas financieras impuestas por el gobierno de facto a fines de los años setenta, el capital financiero fue cobrando mayor relevancia en las crisis de balanza de pagos. Los procesos de creciente endeudamiento y las dinámicas propias del capital especulativo fueron desplazando la antigua preponderancia de la balanza comercial en el desenlace de las crisis. El estancamiento de los años ochenta, el estallido hiperinflacionario subsiguiente, y el colapso del régimen de “convertibilidad” en 2001 configuraron un pesado ciclo de retroceso en materia de desarrollo.

Tras la vigorosa recuperación de los años recientes, plasmada en tasas de crecimiento del producto cercanas al 9% anual, y ante el despliegue de la crisis internacional más importante desde la gran depresión de los años 30, la pregunta por el crecimiento argentino ha recobrado interés.

Creemos oportuno repasar los enfoques de restricción externa para poder dar respuesta a estos interrogantes. Para ello, el presente trabajo intenta contribuir a la comprensión de la utilidad de este tipo de modelos, resaltando la importancia de los trabajos de los investigadores locales en esta materia.

En la primera parte se presentan algunos aportes locales sobre la restricción externa, partiendo de las ideas de Raúl Prebisch y Marcelo Diamand. En la segunda parte se plantea un recorrido teórico en la tradición keynesiana para dar con el modelo de Anthony Thirlwall, explicando sus antecedentes, implicancias, críticas y versiones posteriores. Se acompaña la sección con una reseña sobre diferentes estudios realizados para la región, en particular, Brasil y Argentina. En la tercera parte se incorporan los aportes más recientes de los modelos de restricción externa contemplando su utilidad para comprender la situación argentina. Se realiza un análisis del balance de pagos de la Argentina de los últimos años teniendo en cuenta los novedosos aportes de los autores latinoamericanos que modificaron el modelo original de Thirlwall para captar las particularidades de la región. Así, se conjugan de manera original los conceptos de la restricción externa con los de fragilidad financiera, el rol de la IED, la estructura productiva y el perfil exportador.

Finalmente, se concluye el trabajo con algunas conclusiones y recomendaciones de política.

II.- La restricción externa en la tradición estructuralista

II. 1. De Prebisch a Diamand

América Latina cuenta con una larga trayectoria en el análisis de los problemas de la restricción externa. A diferencia de la corriente anglosajona, que planteó la restricción externa en el marco de la macroeconomía y el crecimiento, en la corriente latinoamericana se exploró dentro del campo del desarrollo, o, más bien, de sus problemas.¹ Ello permitió a los investigadores de la región incorporar otras variables, como las estructuras productivas, la diferenciación de sector primario y secundario, la distinción de bienes transables y no transables, y el vínculo de la periferia con los países centrales.

A su vez, a diferencia de lo ocurrido en el centro, donde las investigaciones de la restricción externa ocuparon un lugar muy restringido dentro de una rama de los enfoques “del lado de la demanda”, en la periferia participaron los autores más destacados.² La utilización de modelos con restricción externa para el estudio de la economía argentina tiene una extensa trayectoria: Prebisch, Olivera, Ferrer, Díaz Alejandro, Porto, Villanueva, Canitrot, Braun, Diamand, Brodersohn, entre otros.³ A pesar que estos trabajos tienen perspectivas y conclusiones de política distinta, comparten cierta caracterización de la economía argentina en tanto limitada por su incapacidad para hacerse de las divisas

¹ El trabajo considerado pionero de los modelos de doble brecha, Chenery y Bruno 1962, cuenta con una referencia textual a los modelos usados en Argentina:

“Algún tipo de análisis inter-industrial es requerido para determinar los efectos sectoriales de los programas de desarrollo que han sido delineados anteriormente en términos agregados. Empleamos un modelo de insumo-producto del tipo utilizado en los estudios sobre Italia, Holanda, Argentina y otros países para estos propósitos”

² Otras referencias sobre cuellos de botella para Europa son Kindleberger 1967 Cornwall 1977.

³ El desarrollo que tuvo el estudio de la restricción de balance de pagos en nuestro país constituye una especialización teórica poco conocida en los centrales. Según Hugo Notcheff (1995; 140):

“Es muy interesante destacar el hecho de que los economistas argentinos – especialmente Oscar Braun y Marcelo Diamand- hayan descrito una forma de “Enfermedad Holandesa” muchos años antes de que se produjese en Holanda el problema que fue definido por los economistas de los países desarrollados como enfermedad holandesa. Además, sólo a fines de los ochenta y principios de los noventa algunos de los economistas de los países desarrollados comenzaron a percibir las características de la industrialización latinoamericana como una forma de enfermedad holandesa casi dos décadas después de los trabajos pioneros de Braun y Diamand”.

necesarias para afrontar el desarrollo industrial en la segunda fase de la ISI (Industrialización por sustitución de importaciones). El *stop and go* (pare y siga)⁴ era reconocido y abordado, aunque después se pusiera hincapié en cuestiones redistributivas de las devaluaciones, la caída de los términos de intercambio, en la dominación imperialista, en la estructura productiva desequilibrada, o en las rigideces nominales.

Ya en sus primeros trabajos sobre el ciclo económico en la década del veinte, Raúl Prebisch⁵ había identificado la influencia de las economías de los países del centro sobre los de la periferia. Había advertido un comportamiento asimétrico en la crisis. Si bien ambos tipos de países padecían las consecuencias, no lo hacían de la misma manera. Mientras que el comercio exterior se desplomaba para todos, los países centrales gozaban de la afluencia de capitales, que eran repatriados. En cambio, los países periféricos, además de la merma de sus exportaciones, padecían una fuerte salida de capitales.

En los años cincuenta y sesenta, cuando Prebisch orientó sus investigaciones en el campo del desarrollo, pudo dar una respuesta teórica a otro hecho que venía constatando de manera empírica desde sus años primeros trabajos: la caída secular de los términos de intercambio. Prebisch observó que las elasticidades ingreso de las importaciones eran mayores en los países periféricos que en los países centrales. La estructura productiva y el perfil exportador de los países periféricos estaban determinados por el sector agropecuario, mientras que en los países centrales ese lugar era ocupado por la industria. La diferente dinámica asociada a los tipos de bienes, ponía en evidencia la política proteccionista y asimétrica que ejercen los Estados de los países centrales sobre los productos de los países periféricos. Un ejemplo lo constituyen los subsidios a los productos agrícolas.

El estudio de la restricción externa en Argentina gozó de un renovado impulso con los trabajos de Marcelo Diamand. Dicho autor, partía de la existencia de diferencias de

⁴ La frase en inglés se debe a que fueron los autores ingleses los que comenzaron a usarla para describir el lento crecimiento de Inglaterra en la posguerra.

⁵ Algunos antecedentes locales fueron Juan Bautista Alberdi y José Terry quienes identificaron las crisis de balanza de pagos ligadas a movimiento de capitales especulativos desde el último cuarto del siglo XIX.

productividad entre los distintos sectores de la producción, llegando a un esquema de *estructura productiva desequilibrada* (EPD) formada por un sector agropecuario que podía competir a precios internacionales, debido a su alta productividad natural, y un sector industrial (de menor productividad relativa) al cual le era imposible competir con tales costos en el mercado internacional. En ausencia de las mejores condiciones naturales que beneficiaban al sector agropecuario, ambos sectores serían capaces de competir internacionalmente a un mismo nivel cambiario, independientemente del delta entre sus productividades, entendiendo a este como aquél que iguala los precios internacionales con los locales.

El tipo de cambio se fijaría en un nivel cercano al del sector con ventajas comparativas (el agro en nuestro país). Pero a este tipo cambiario “pampeano” la industria no podría exportar. La solución planteada era fijar una estructura de tipos de cambio diferenciales, uno para cada sector en función de sus necesidades productivas puntuales, mediante la fijación de un tipo de cambio nominal complementado con controles a la exportación e importación, subsidios, impuestos, transferencias, reintegros y otros mecanismos destinados a llevar el cambio nominal a las necesidades puntuales de cada sector. Esto debería realizarse igualando el tipo de cambio nominal con el del sector originalmente competitivo, con el fin de que este obtenga la tasa media de ganancia en lugar de asegurarle un beneficio extraordinario. Esta política debía ser acompañada por una industrialización en aquellos bienes finales importados que consumían divisas sin ser imprescindibles para la industrialización. También propuso que se incentive una mayor producción en el agro, reduciéndole costos, pero sin brindarle transferencias gratuitas (ya que la devaluación sería acompañada por recesión) para aumentar la entrada de divisas. Con la aplicación de este esquema, se generaría un sendero de industrialización tendiente a resolver por sí mismo el problema de *estructura productiva desequilibrada*.

Diamand (1973) presenta la ecuación de la tasa de crecimiento del producto como función del cociente entre las exportaciones y el coeficiente de importaciones.⁶ No se trata solo de identificar la restricción del balance de pagos, sino explicarla. Por ello, pone el énfasis

⁶ Como se verá más adelante, esta es la llamada “ley de Thirlwall”, que toma esa expresión luego que Anthony Thirlwall publicara su artículo en 1979, es decir, posterior a los trabajos de Marcelo Diamand.

en la estructura productiva desequilibrada como causante de la restricción externa. No se trata de una simple relación de agregados macroeconómicos, sino que es preciso distinguir sectores, principalmente si se trata de países que llevan a cabo transformaciones, como fue el proceso de industrialización en Argentina. Diamand veía un elemento estructural en el comportamiento de la balanza comercial. La crisis no se debía a una circunstancial caída de las exportaciones, por algún elemento exógeno, como puede ser una crisis internacional, sino por el propio proceso de industrialización en la EPD, que parte con un coeficiente de importaciones que les cuesta reducir.⁷

Diamand reconocía que la CEPAL y los estructuralistas habían identificado la restricción externa, pero que al momento de hablar de la inversión “no tomaban en cuenta su propio diagnóstico”. Sobre este punto, también difiere con algunas versiones postkeynesianas que hablan de crecimiento sin nombrar la inversión, ni el nivel de utilización de la capacidad instalada. Diamand describe la deformación de todo el proceso de canalización del ahorro a la inversión, y ofrece una descripción de cómo se desarrolla durante las fases del ciclo.

El énfasis está puesto en el largo plazo, en la relación entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, (lo que Diamand llama “a la larga”), pero su fundamento es estructural. A diferencia de los modelos convencionales de crecimiento económico, habilita explicaciones para el corto plazo. Pero dichos movimientos cíclicos se deducen del elemento estructural, la EPD.

La salida de divisas se puede dar por dos vías: la balanza comercial o el movimiento de capitales. En la época de la llamada industrialización por sustitución de importaciones, la balanza comercial era determinante, pero Diamand ya advertía del movimiento de capitales.⁸ De todos modos, tenía un argumento cualitativo a favor del lado real. El gasto vía balanza comercial era peor que el de tipo financiero, porque era irreversible: “las

⁷ En Santos-Paulino y Thirlwall (2004) se estudia la influencia de liberalización en 22 países en desarrollo. Allí Thirlwall reconoce que el problema no es tanto la insuficiencia de exportaciones, sino el aumento de las importaciones.

⁸ Thirlwall en 1983 muestra que Prebisch (1950), Seers (1962) y Kaldor llegaron a conclusiones semejantes, y estimó que la contribución al crecimiento por parte del comercio fue menor a partir de los años noventa.

divisas gastadas no vuelven”, en cambio, la salida de capitales era momentánea y podía revertirse.

A su vez, a diferencia de modelos que incorporan flujos de capitales (Thirlwall y Hussein; 1982), Diamand desestimaba la posibilidad de sacar provecho de los mismos. El ingreso de capitales puede financiar por años el déficit, pero al poco tiempo provoca una fuerte salida de capitales. En Brasil, Bresser Pereira (Besser Pereira y Nakano, 2003; Bresser Pereira y Gala, 2008) ha orientado sus investigaciones criticando el peligro de apreciación cambiaria al sustituir ahorro nacional por ahorro externo. En aquél país surgió otra contribución importante al estudio de la restricción externa a través de los trabajos de Edmar Bacha quien modelizó el problema distinguiendo entre la brecha interno y la externo (1984), a las que luego agregó el sector público (1990 y 1992).

En años posteriores fueron apareciendo nuevos modelos que retomaron la tradición de la restricción externa, incorporando nuevas problemáticas. Ya en los años ochentas, ante los problemas del peso de la deuda externa, algunos autores de la región fueron adaptando los antiguos modelos de restricción externa. Así, Diamand y Crovetto (1988) presentaron un trabajo analítico, siguiendo parte de los trabajos Bacha, donde los movimientos de capitales y los pagos de intereses de la deuda se incorporan agravando las dificultades en el sector externo. Sin embargo, mantiene algunas diferencias.⁹ Sobre el movimiento de capitales, Bacha los hace responder al stock de capital, mientras que Diamand y Crovetto a “la capacidad de repago en divisas, tal lo perciben los acreedores”.

La salida de capitales no es explicada por la tasa de interés, sino por la expectativa de devaluación. Un trabajo clásico en este sentido es Frenkel (1982). En esta línea, Frenkel (1988), Fanelli y Chisari (1989), y demás investigadores del CEDES, contribuyeron a mostrar que los déficit fiscales no eran los causantes de los desequilibrios del balance de pagos, sino a la inversa: la restricción externa generaba los déficit fiscales.

⁹ En Bacha no aparece el problema de los precios relativos internacionales distintos, típicos de las EPD, ni está el problema de la exportación de industria. En Bacha es exógeno, se debe a la demanda mundial, a las X, es exógeno y circunstancial. En cambio en Diamand es endógeno, por la industrialización. Bacha deja afuera el coeficiente de insumos, y se queda solo con el coeficiente de bienes de capital. En cambio Diamand toma todo junto, así ve la coyuntura, nivel de actividad y crecimiento.

Durante los años noventa, las políticas de apertura, privatizaciones y ajuste fiscal emanadas del “Consenso de Washington” fueron acompañadas por visiones ortodoxas de la economía. Los estudios de la restricción externa volvieron de manera renovada cuando la Argentina experimentó la crisis del fin de la convertibilidad. Nicolini¹⁰ (2003) presenta un modelo que retoma algunos de las características del *stop and go*, pero acentuando el problema de la sostenibilidad ante el peso de la deuda. Las exportaciones no crecerían lo requerido para garantizar los equilibrios dado que el sector agropecuario no invierte su ahorro y los países industriales subsidian dicho sector. En Nicolini¹¹ (2005 y 2007¹²) el modelo es mucho más detallado, aborda el ciclo económico, incorpora el stock de reservas, los efectos de la devaluación, y cómo influye la distribución del ingreso en el empeoramiento del ciclo al no canalizar el nuevo ahorro a la inversión (sector agropecuario y sectores de mayores ingresos).¹³

¹⁰ Nicolini-Llosa, José Luis. “Growth and foreign debt; a simple model for Argentina”. AAEP, agosto 2003.

¹¹ Nicolini-Llosa, José Luis “Crecimiento cíclico y balance de pagos en Argentina, 1945-2005” Academia Nacional de Ciencias Económicas, Octubre 2005.

¹² Nicolini-Llosa, José Luis. “Dual Equilibrium, and Growth Cycle in Argentina”. AAEP. Noviembre 2007.

¹³ Otros trabajos recientes que se aproximan a la temática de la restricción externa son Crovetto-López (2005) que incorpora la inflación al modelo de Thirlwall; Asiain (2008) que presenta una explicación de la interdependencia entre la brecha interna y externa, y Barone; Descalzi; Días Caferata; Mattheus (2008) que dentro de la brecha interna destacan la solvencia fiscal requerida ante el peso de los compromisos de la deuda externa.

III. La restricción externa en la tradición keynesiana

III.1. De Keynes a Thirlwall

Los modelos de crecimiento con restricción en el balance de pagos han ganado un interés especial a partir de los trabajos de Anthony Thirlwall (1979), profesor de la Universidad de Kent, Inglaterra. Thirlwall reconoce influencias que se remontan a los primeros trabajos de Roy Harrod (1933). En rigor, puede distinguirse un recorrido dentro de la tradición keynesiana encontrando los aportes necesarios para la construcción de esta corriente.

Sin pretender una revisión taxativa y exhaustiva del corpus teórico de los modelos de restricción externa, nos abocaremos a ofrecer un sucinto relato cronológico, identificando las contribuciones más importantes en esta corriente de pensamiento.¹⁴ El sentido está puesto en destacar los fundamentos teóricos que involucran estos abordajes.

El primer antecedente se encuentra en John Maynard Keynes (1929). El propio fundador de la corriente keynesiana es quién se anticipó a los problemas de la restricción externa. Keynes debe gran parte de su reconocimiento al concepto de demanda efectiva, dando con él sustento teórico a las políticas expansionistas de muchos gobiernos tras la crisis del treinta¹⁵. Pero también realizó una contribución a la idea de restricción de divisas al advertir sobre el costo de las reparaciones impuestas a Alemania al final de la primera guerra mundial¹⁶. Le corresponde el mérito de haber señalado que éste “problema de la transferencia” sería mucho mayor que el estimado por las potencias vencedoras. La causa era que no sólo se requería incrementar el ahorro (y posponer el consumo y la inversión) por el monto de las reparaciones, sino que las reparaciones, al tener que ser pagadas en divisas, involucraban un esfuerzo mucho mayor para conseguir un superávit externo de esa magnitud en tan corto plazo. Para el autor de *La Teoría General*, ello no podría producirse sin reducir la actividad (y por tanto los ingresos, el consumo y la inversión), para disminuir las importaciones. De esa manera, al costo directo de las

¹⁴ Las raíces inglesas del enfoque de balanza de pagos bien podrían rastrearse en los mercantilistas, dada la importancia que otorgaban al superávit comercial para evaluar el desempeño de la economía de un país. Pero para los fines de este trabajo nos centraremos en los autores modernos.

¹⁵ Keynes, John Maynard. *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultural Económica, 1993 (primera edición en inglés 1936).

¹⁶ Keynes, John Maynard. *The German Transfer Problem*. *Economic Journal* 39, March 1929.

reparaciones debía incorporársele el indirecto de la contracción general del ingreso para poder transformarlo a divisas.

Keynes no continuó esa línea de investigación¹⁷. Su colega Roy Harrod, quien está asociado a los primeros modelos de crecimiento económico modernos,¹⁸ siguiendo un enfoque keynesiano, dio el siguiente paso al estudiar las dinámicas del comercio exterior. En “*International Economics*” (Harrod, 1933) Thirlwall encuentra los antecedentes para su teoría.¹⁹ Harrod señala que la balanza de pagos impone una restricción al crecimiento de tal manera que una economía no puede crecer más allá del tope permitido por la disponibilidad de moneda extranjera. Esta tesis, perdida en un temprano libro del autor, fue eclipsada por la propia corriente keynesiana, más preocupada por explicar el funcionamiento de la absorción interna.²⁰ Incluso, el propio Harrod se dedicó a llevar las tesis keynesianas a la teoría del crecimiento económico, en torno al ahorro y la inversión en una economía cerrada. Así, esta observación quedó olvidada hasta ser rescatada por Thirlwall en 1979. No obstante, otros aportes tuvieron que ser realizados.

Los modelos de crecimiento restringido por el sector externo pertenecen a la familia de los modelos “tirados por la demanda”. Esta corriente asociada a Keynes y los postkeynesianos implica una crítica a la célebre “Ley de Say”, cuyo sentido suele expresarse en la frase “la oferta crea su propia demanda”. Estos enfoques de demanda necesitan explicar la dinámica de la demanda sobre una oferta dada, usualmente presentada en torno a “dotaciones factoriales”. Vernoord (1949) sugirió que los factores de producción, capital y trabajo y el incremento de la productividad eran elásticos con respecto a la demanda. De esta manera, las limitaciones de oferta son plausibles de ser salvadas una y otra vez en función de la demanda. Este punto se vuelve fundamental para los modelos de crecimiento del lado de la demanda, y por definición para los modelos liderados por las exportaciones

¹⁷ Se trata de un trabajo de análisis sobre aquella coyuntura política.

¹⁸ Su trabajo considerado fundante de la teoría del crecimiento económico moderno es “*Essay In Dynamics Theory*” de 1939, publicado tres años después de *La Teoría General*.

¹⁹ Cabe aclarar que Thirlwall redescubrió el texto de Harrod después de haber planteado su modelo en 1979.

²⁰ Las referencias a los mercantilistas en la Teoría General están más asociadas a la teoría monetaria y al rol del estado que al propio resultado del balance de pagos.

Durante la segunda posguerra, la corriente keynesiana ya se había consolidado en el centro del pensamiento económico. A decir verdad, la versión que primó no fue demasiado fiel al pensamiento original de Keynes y los postkeynesianos. En la literatura se conoce como “síntesis neoclásica”, expresada teóricamente en la admisión del “caso keynesiano” como caso particular y por ende compatible (pero subordinado), con la teoría neoclásica. El modelo IS-LM de John Hicks presentado en “Keynes y los clásicos: una posible interpretación” de 1937 es la partida de nacimiento de tal corriente, apenas un año después de la Teoría General de Keynes.

No obstante, es el mismo Hicks quien realiza un aporte importante. La síntesis neoclásica había vuelto moneda corriente algunos elementos keynesianos. Los libros de texto como el de Paul Samuelson ya reproducían propensiones marginales a consumir, multiplicadores del producto y aceleradores de la inversión. En este sentido, Hicks introduce en 1950 un tipo especial de multiplicador, conocido con el extravagante nombre de “supermultiplicador de Hicks”.²¹ Allí, la inversión se vuelve endógena, y lo determinante es el sector externo, al ser el verdadero componente autónomo de la demanda. Así, los efectos sobre el crecimiento que desplegarían los distintos componentes de la demanda no serían los mismos. Hicks abrió la demanda agregada.

Por su parte, en materia de crecimiento económico, Nicholas Kaldor rompió con la caja negra del producto agregado, para destacar la particularidad que significaba el sector industrial.²² Ello se condice con la experiencia histórica, donde los países industrializados mostraron un ingreso per cápita mayor. Efectivamente, uno de sus “hechos estilizados” más importantes es que los países que crecen más rápido son aquellos donde la participación de la industria en el PBI es mayor.

²¹ John Hicks. *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, Oxford University Press, 1950

²² El trabajo de Kaldor se dio en el marco de la llamada “escuela de Cambridge”, donde autores postkeynesianos venían realizando importantes críticas al modelo de crecimiento neoclásico. Dicho debate fue conocido como “la controversia del capital” o bien, “de los dos Cambridge”, destacándose la crítica de Joan Robinson a la función de producción agregada a partir del cuestionamiento a la unidad de medida del capital. Kaldor fue uno de los principales protagonistas en la controversia, publicando *papers* ya clásicos en la literatura del crecimiento económico. La identificación de “hechos estilizados”, hoy tan popularizada, se debe a él. Entre ellos estaba la estrecha relación entre el crecimiento del producto per cápita y la actividad industrial.

Los aportes teóricos de Kaldor para dar cuenta de dicha evidencia empírica surgieron al incorporar rendimientos crecientes en ciertos sectores. Si bien Adam Smith basó su explicación de la riqueza de las naciones en el rendimiento creciente que significaba la división del trabajo, luego de la “revolución marginalista”, el interés por el crecimiento se había perdido en pos del “equilibrio general”, donde nada podía moverse por mucho tiempo²³. El análisis estático, en el marco de competencia perfecta, llevó a perder la posibilidad de los rendimientos crecientes. Irónicamente, estos “neoclásicos” tomaron de David Ricardo la idea de los rendimientos decrecientes en la agricultura, propia de un factor fijo como la tierra, pero la extendieron a todas las actividades económicas, desde el momento que en el corto plazo siempre habrá un factor productivo fijo. Cuando a mediados del siglo XX volvió el interés por el crecimiento, saltaron sobre el tapete los escollos escondidos bajo la alfombra neoclásica.²⁴ Entonces sí, habría actividades con rendimientos crecientes, como ser la industria manufacturera, y otras con rendimientos decrecientes, como la agricultura y la minería.

La contribución de Kaldor que interesa destacar aquí es su explicación sobre esta superioridad de la industria manufacturera, pues es allí donde introduce las exportaciones. Un rápido crecimiento de las exportaciones y del producto puede llevar a un círculo virtuoso de crecimiento. Un rápido aumento de las exportaciones provocará un rápido crecimiento del producto, y gracias al incremento de la competitividad vía mejora en la productividad, ello implicará un nuevo aumento de las exportaciones.

Entonces, no sería indistinto que el crecimiento se de en cualquier sector, sino que lo aconsejable sería que fuera a través del industrial.²⁵ Así como Hicks abrió la demanda, Kaldor abrió la oferta.

²³ De hecho, los cambios de equilibrio son instantáneos.

²⁴ Es justo citar la labor de Sraffa en este cometido, pues sus críticas a las funciones neoclásicas son de los años 1925 y 1926.

²⁵ El reconocimiento de sectores más que de un producto agregado tiene su antecedente en Carlos Marx, con su clásica distinción entre sector I y sector II. Las implicancias que dicha apertura traía fueron trabajadas por otros autores desde entonces, partiendo desde los críticos obligados de Marx hasta la consolidación del modelo de Piero Sraffa. En el camino, un hito con aplicaciones prácticas significó el esquema insumo-producto de Wassily Leontieff, usado hasta el día de hoy en las oficinas de cuentas nacionales de la mayoría de los países para estimar los impactos de cambios de demanda a través de las intrincadas relaciones interindustriales.

Finalmente, en 1979 el profesor Thirlwall estudiando la economía internacional de los países desarrollados durante el *Bretton Woods*, dio con la regla de crecimiento que señala la existencia de una tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de la balanza de pagos, luego conocida como “ley de Thirlwall”.

IV. El modelo de Thirlwall

IV.1. El modelo simple

El trabajo original de 1979 presenta la versión más sencilla, pues solo incluye las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios. Para llegar a la tasa de crecimiento compatible con la restricción externa, Thirlwall define el comportamiento de dichas cuentas a partir de las elasticidades precio e ingreso. Luego, tomando la condición de equilibrio donde las exportaciones han de ser igual a las importaciones, da con la tasa de crecimiento consistente.

La condición de equilibrio es:

$$P_d X = P_f M E \quad (1)$$

donde X es la cantidad de exportaciones, P_d es el precio de las exportaciones en moneda nacional, M es la cantidad de importaciones, P_f es el precio de las importaciones en moneda extranjera y E es el tipo de cambio medido como el precio en moneda nacional de la moneda extranjera.

Tomando tasas de crecimiento quedaría la siguiente expresión:

$$p_d + x = p_f + m + e \quad (2)$$

La tasa de crecimiento de las exportaciones es:

$$x = \eta(p_d - p_f - e) + \varepsilon z \quad (3)$$

donde η es la elasticidad precio de las exportaciones siendo $\eta < 0$, ε la elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones, y z la tasa de crecimiento del ingreso del resto del mundo.

La función de las importaciones es:

$$M = B(P_f E / P_d) \psi Y \pi \quad (4)$$

donde ψ (< 0) es la elasticidad precio de la demanda de importaciones, Y es el ingreso nacional, π (> 0) es la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones, y B una constante.

En tasas de crecimiento tenemos:

$$m = \psi(p_f + e - p_d) + \pi y \quad (5)$$

Sustituyendo las ecuaciones de tasas de exportaciones e importaciones en la ecuación de condición de equilibrio obtenemos:

$$y_B = \frac{[(1 + \eta + \psi)(p_d - p_f - e) + \varepsilon z]}{\pi} \quad (6)$$

De la lectura de la ecuación (6) se deduce que la tasa de crecimiento consistente con el equilibrio de la balanza de pagos será mayor si:

- 1) mejoran en los términos de intercambio reales $(p_d - p_f - e) > 0$
- 2) se produce una devaluación $(e > 0)$.²⁶
- 3) se reduce π , la elasticidad ingreso de las importaciones o “apetito de importaciones”.

Si suponemos que los precios relativos, medidos en una moneda común, se mantienen constantes, la ecuación (6) se reduce a:

$$y_B = \frac{\varepsilon(z)}{\pi} \quad (7)$$

O bien

$$y_B = \frac{x}{\pi} \quad (8)$$

Esta es la llamada “Ley de Thirlwall”²⁷: la tasa de crecimiento del producto compatible con el equilibrio de balance de pagos se determina por el cociente entre la tasa de crecimiento de sus exportaciones y la elasticidad ingreso de sus importaciones.

²⁶ Sin embargo, según Thirlwall, una devaluación de una vez y para siempre no puede poner a un país en una trayectoria de crecimiento más alta consistente con el equilibrio de la balanza de pagos de manera permanente, dado que en el período posterior a la devaluación e vuelve a ser igual a cero. De llevarse a cabo una devaluación continua, la transmisión a los precios internos anularía las ventajas del tipo de cambio. Cuanto más rápido crezcan los precios de un país en relación a otro, medidos en una moneda común, la tasa de crecimiento de equilibrio de balanza de pagos de ese país disminuirá siempre que la suma de las elasticidades precio (negativas) sea mayor que la unidad, es decir: $(1 + \eta + \psi) < 0$ (siempre que la suma de las elasticidades precio sea mayor que la unidad).

IV.2. El modelo de Thirlwall con flujo de capitales

Thirlwall y Hussain presenta en 1982 el primer modelo extendido incorporando otros componentes de la balanza de pagos. Incluyen el flujo neto de capitales para compensar el exceso de importaciones constituido por los bienes intermedios y de capital necesarios para impulsar la producción, reflejando de mejor manera la situación de los países dependientes.²⁸

Agregamos los capitales a la ecuación (1) de la siguiente manera:

$$P_d X + C = P_f ME \quad (9)$$

donde $C > 0$ es flujo de capital medidos en moneda nacional. Esta es una identidad, pues la balanza de pagos debe estar en equilibrio. Pasando a tasas de variación y sustituyendo, obtenemos la tasa de crecimiento consistente con la balanza de pagos con flujos de capitales:

$$y_{BT} = \frac{[(p_d - p_f - e) + (\theta\eta + \psi)(p_d - p_f - e) + \theta\epsilon z + (1 - \theta)(c - p_d)]}{\pi} \quad (10)$$

donde θ es el parámetro que mide la participación de las exportaciones en los ingresos totales que financian las importaciones y $(1 - \theta)$ es la participación de los flujos de capital

²⁷ El propio Thirlwall comenta sobre la etimología de dicha expresión: "...afirmé muy pomposamente que casi podría establecerse como una ley fundamental que la tasa de crecimiento de un país se aproximará a la razón entre su tasa de crecimiento de exportaciones y su elasticidad ingreso de la demanda de importaciones..." "Desde entonces, este resultado se ha conocido en la literatura como la Ley de Thirlwall: ¡no tan poderosa como $e = mc^2$!, pero sí un pronosticador poderoso del desempeño del crecimiento entre países". *Op. cit.* p. 100.

²⁸ Aquí Thirlwall se refiere a los "bottlenecks" (cuellos de botella) en el mercado de divisas, expresión ya utilizada por los economistas latinoamericanos.

en los ingresos totales. El primer término es el efecto términos de intercambio puro sobre el crecimiento del ingreso real. El segundo término es el efecto volumen de las variaciones de los precios relativos. El tercer término es el efecto de cambios exógenos del crecimiento del ingreso del exterior y el cuarto término es el efecto del crecimiento de los flujos de capital reales que financian el crecimiento que excede a la tasa de crecimiento consistente con el equilibrio.

En caso de efecto nulo en los precios, tenemos la regla simple con flujo de capitales

$$y_{BTS} = \frac{\theta \varepsilon z + (1 - \theta)c}{\pi} \quad (11)$$

Los estudios se realizaron sobre economías desarrolladas llegando a resultados satisfactorios en términos de semejanzas entre la tasa empírica y la tasa estimada por el modelo. Aunque pronto algunas críticas y réplicas dieron densidad a un copioso debate.

Con entrada de capitales, un país en desarrollo puede crecer a pesar de su déficit de cuenta corriente. Es decir, puede crecer más rápido que lo permitido por la regla simple de Thirlwall. Se espera que los países con crecimiento mayor al de la regla simple, tengan una tasa de crecimiento de ingreso real de capitales mayor que la tasa de crecimiento del volumen de exportaciones, y al revés.

El modelo simple puede no ser bueno para el corto plazo, porque fue concebido para explicar el largo plazo. En el corto plazo pueden fluctuar los precios y el tipo de cambio, pero no en el largo plazo. A su vez, en el corto plazo los países pueden financiar sus déficit con entrada de flujos financieros, pero no pueden hacerlo por siempre. Según Thirlwall y McCombie (1997), los déficits arriba de cierto porcentaje del PBI dan señales a la comunidad financiera internacional que fuerza a los países a ajustar.

Pero el año de publicación de este modelo extendido (1982) coincidió con la crisis de la deuda en México y el comienzo de la década perdida en América Latina. Durante esos años se puso de manifiesto, una vez más, que los países de la región estaban obligados a restringir su crecimiento. Los capitales financieros operaron en provecho de las economías sino más bien todo lo contrario.

IV.3. La controversia sobre el modelo de Thirlwall

El modelo de Thirlwall fue bien aceptado en el ámbito académico, al juzgar por la cantidad de publicaciones y líneas de investigación abiertas en centros heterodoxos por todo el mundo. No obstante, recibió algunas críticas, tanto en cuestiones teóricas como metodológicas y empíricas.

McGregor y Swales (1985) rechazaron el supuesto de neutralidad de los precios relativos, e indicaron que se podría llegar al mismo resultado a partir de restricciones de oferta.²⁹ Según sus estimaciones, los precios relativos tendrían efectos estadísticamente significativos (McGregor y Swales; 1991).³⁰ Pero en Bairam (1988) la postura de Thirlwall se vio fortalecida al mostrar empíricamente, a través de datos de panel, que las elasticidades precio no eran estadísticamente significativas. McCombie (1992) y McCombie y Thirlwall (1994) defendieron la tesis de que los precios relativos se mantienen constantes en el largo plazo.

Desde una perspectiva neoclásica, Paul Krugman (1989) presentó un modelo invirtiendo los ajustes de Thirlwall. Concretamente, las elasticidades ingreso pasaron a ser variables para asegurar la convergencia en la tasa de crecimiento de los países.

²⁹ Ello los lleva a plantear, irónicamente, que se trataría de “un modelo restringido por la demanda sin ninguna restricción de demanda”.

³⁰ También objetaron que las ecuaciones de exportaciones e importaciones no reflejaban la naturaleza oligopólica del mercado. Habilitaron así la posibilidad de pensar en otras situaciones, como la de competencia imperfecta. Para Thirlwall, tales cuestiones quedan exógenas al modelo.

Tal vez, la crítica más interesante provino desde el interior de la propia corriente keynesiana, Jamee Moudud (2000) criticó a Thirlwall el haber soslayado un elemento esencial en los modelos de crecimiento keynesianos, como ser el nivel de utilización de la capacidad instalada. Así, como Harrod respecto de Keynes, Thirlwall constituiría un modelo estático desde el momento que el equilibrio asumido entre demanda y oferta agregada define un nivel, más que un patrón de producto.³¹ Por eso, el crecimiento tiene lugar sólo a través del crecimiento de la demanda exógena. Moudud advierte que en cambio, en Harrod, hay un *feedback* entre el nivel de utilización de la capacidad instalada y la inversión. Para Moudud, en el ajuste rápido o de corto plazo, el equilibrio se da entre demanda y oferta agregada mientras que en el ajuste lento o de largo plazo se da entre la capacidad de utilización actual y la normal. Además, señala que los mecanismos usados para estabilizar los ciclos son distintos. En el ciclo de corto plazo, la deuda retarda las desviaciones del crecimiento actual, mientras que para el largo plazo, la estabilidad se da a través de la interacción entre capitales fijos y circulantes. Para Moudud, la teoría del crecimiento de Thirlwall es vaga ya que no diferencia entre distintos niveles de utilización de la capacidad. Sostiene que esto es habitual en los modelos postkeynesianos que asumen el largo plazo como sumas de cortos, donde la subutilización de la capacidad en el corto plazo deviene un fenómeno de largo plazo. Estos modelos parten del equilibrio de corto plazo de la identidad de las cuentas nacionales, y asumen desequilibrios permanentes en el largo plazo, siendo la demanda la variable fundamental. En cambio, en los clásicos, el largo plazo es un proceso “dinámico y turbulento” en el que la movilidad entre capitales termina evitando los excesos de demanda y de tasas de utilización en las diferentes industrias.

En definitiva, como tantas controversias, luego de unos años el debate llegó a un punto de esterilidad donde las partes ya habían saturado sus argumentaciones sin ceder reconocimiento alguno al contrincante. De todos modos ello no implica que no haya sido fructífero para esta corriente, pues desde entonces los trabajos de restricción externa se han multiplicado y extendido por diversas academias del mundo.

³¹ En igual sentido, pero en relación a la inconsistencia de querer explicar el crecimiento a través del balance de pagos asumiendo estado estacionario Pugno (1988).

IV.4. Los estudios del modelo de Thirlwall para Brasil y Argentina

El modelo de Thirlwall fue ensayado originariamente para países desarrollados³². Pero luego, fueron apareciendo numerosos trabajos para países de América Latina, como ser Moreno-Brid (1999) Moreno-Brid y Pérez (1999) López y Cruz (2000), Holland, Vilela y Canuto (2002) Pacheco López (2004) Thirlwall (2004) Marquez Aldana (2006) Velasco (2006). Para el caso de Argentina, se cuenta con López y Cruz (2002), Hollando, Vilela y Canuto (2002) Caparro (2006) y Fugarolas Álvarez-Ude; Matesanz Gómez (2007), Pacheco-López y Thirlwall (2006). Cada uno utiliza distintos métodos de estimación.

IV.4.1. Brasil

El caso de Brasil ha sido estimado en varias oportunidades. Apareció en varios trabajos de panel, dentro de las economías en desarrollo, pero también fue objeto de numerosas investigaciones específicas. El primer trabajo donde apareció una estimación para la economía brasilera fue en Thirlwall y Hussain (1982), donde los autores realizan una estimación para 20 países incluyendo los flujos financieros y los precios relativos. Allí, la tasa de crecimiento compatible con la balanza de pagos de Brasil dio 4%, debiéndose según los autores, más a los efectos de los flujos de capitales que a los precios relativos.³³

Entre las investigaciones más cercanas en el tiempo, sobresalen las de Campos Vieira, Marcio Holland, Ramos Carvalho, Tadeu Lima, Santos Paulino, Porcile, Curado, Bahry, entre otros. Gonzaga Jayme JR.(2003) realiza un análisis para Brasil usando técnicas de cointegración y vector de corrección de errores (VEC) para ver la relación entre corto plazo y largo plazo, (el análisis de cointegración fue rechazado para el corto plazo). Se cumple la regla de Thirlwall para los años 1955-1998. Fabrício de Asis Campos Vieira (2007) estimó el modelo extendido de Thirlwall-Hussain obteniendo como resultado una

³² Como se ha visto, los críticos más importantes fueron Jamee Moudud quien cuestionó elementos teóricos y Peter McGegror y J.K Swales quienes criticaron elementos empíricos y de medición.

³³ Años después, los autores brasileños continuaron desarrollando implicancias de la ley de Thirlwall a tal punto que han comenzado a aparecer trabajos en coautoría entre el propio Thirlwall y economistas brasileños.

tasa de crecimiento de 4,66%, y un valor de la elasticidad ingreso de las importaciones de 2,62.³⁴

De Fabricio de Assis C. Vieira e Márcio Holland (2008) estimaron el modelo de Thirlwall (1979) y el de Moreno-Bridg (2003) para Brasil. El resultado al que llegaron fue que Brasil tuvo una seria restricción externa durante el período 1971-2005, y que los flujos de capitales contribuyeron a explicar el crecimiento durante ese período. La estimación del modelo con flujo de capitales arrojó una tasa de crecimiento más alta que la observada, de donde los autores infieren que Brasil no aprovechó al máximo la liquidez internacional.

Veridiana Ramos Carvalho y Gilberto Tadeu Lima (2005) sostienen que en los noventa, el cambio de estrategia en la política económica brasilera, provocó un cambio estructural en la elasticidad ingreso de las importaciones de ese país, llevando a una menor tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de balance de pagos. La economía brasilera pasó de crecer 6,8% entre 1932-1980, a crecer 2,2% en 1981-2004. En base a las teorías estructuralistas, los autores argumentaron que el cambio estructural de los noventa, con sus reformas liberalizantes, generó una estructura de especialización que empeoró las condiciones de equilibrio externo. La especialización en sector intensivo en recursos naturales, en detrimento de los sectores intensivos en tecnología y capital, hicieron que el crecimiento del producto fuera modesto durante el período 1990-2004.

Veridiana Ramos da Silva Carvalho y Giberto Tadeu Lima estudiaron la restricción externa de Brasil integrando la versión de Thirlwall con la estructuralista latinoamericana, es decir, a partir de la estructura productiva. Realizaron una prueba de quiebre estructural para ver la influencia de la apertura, y la elasticidad ingreso de las importaciones pasó de 1,22 entre 1930-1993 a 4,46 entre 1994-2004.

Loureiro Araújo dos Santos, Tadeu Lima y Ramos da Silva Carvalho (2005) utilizaron el método de cointegración para estimar la regla simple de Thirlwall (1979) y el modelo

³⁴ Por su parte, el modelo con regla simple arrojó un crecimiento de 4,53% con términos de intercambio el extendido un coeficiente de elasticidad de importaciones de 2,95, acercándose más al real, de 3,2.

extendido de Moreno-Brid (2003) para Brasil. En el período 1948-2004, la elasticidad ingreso de las importaciones dio 1,71, para el modelo de Thirlwall y 1,8 para el modelo de Moreno-Brid.

Por su parte, Azevedo Araujo y Tadeu Lima (2007) midieron la “ley de Thirlwall” a partir de un abordaje “macrodinámico multisectorial Pasinettiano”. Allí demostraron que el crecimiento del ingreso per cápita fue directamente proporcional al crecimiento de las exportaciones, siendo aquella proporción inversamente relacionada con las elasticidades ingreso sectoriales de las importaciones ponderadas por la participación de cada sector en el total. La elasticidad ingreso de las importaciones fue de 1,21, pero sufrió cambios en el análisis por subperíodos, arrojando un valor de 4,28 para el intervalo 1991-2004.

Rocha Gouvea y Tadeu Lima (2009) ensayaron un estudio multisectorial con datos del COMTRADE (*United Nations Commodity Trade Statistics Database*) para los años 1962-2006. En el análisis multisectorial, encontraron que para tres sectores los términos de intercambio son significativos.

IV.4.2. Argentina

Al igual que en Brasil, las primeras estimaciones de la ley de Thirlwall para la economía argentina comenzaron como parte de los estudios de panel donde compartía un lugar entre decenas de países en desarrollo. Luego fueron apareciendo investigaciones específicas.

Senhadji (1998) trabajó con 66 países y obtuvo para la Argentina un crecimiento del producto de 1,21% para el período 1960-1993. López G y Cruz B. (2000) presentaron una estimación de la regla de Thirlwall para América Latina utilizando el método de cointegración. Para Argentina, la elasticidad ingreso de las importaciones arrojó un valor de 2,8 para el período 1965-1996. Por su parte, Perraton (2003) trabajó con una muestra

de 51 países, y la estimación de la elasticidad ingreso de las importaciones para la Argentina fue de 3,01 para el período 1973-1995.

David Matesanz Gómez; Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude, y Eduardo Candauap realizan estimaciones para las economías argentina y mexicana para el período 1968-2003 y subperíodos. La elasticidad ingreso de las importaciones en Argentina arrojó distintos valores, según el subperíodo tomado. Por ejemplo: 4,87 para 1990-2000; 1,3 para 1980-2003, 3,02 para 1980-2000; y 3,87 para 1990-2003.

Hollando, Vilela Vieira y Canuto (2004) llevaron a cabo una estimación para distintos países de América Latina, también usando el método de cointegración. Para Argentina, la elasticidad ingreso de las importaciones, para el período 1969-2000, dio 2,8; mientras que la tasa de crecimiento compatible con la restricción externa obtenido fue de 2,26%. Según ellos, Argentina tenía una baja elasticidad ingreso de importaciones y un bajo crecimiento del producto. Pero el período iniciado en 2003 quedó fuera de aquel estudio, y estaría mostrando lo contrario, una mayor elasticidad ingreso de las importaciones y un elevado crecimiento del producto.

Pacheco-López y Thirlwall (2006) realizaron una estimación para un conjunto de países en desarrollo, incluyendo la Argentina. La metodología consistió en comparar el valor estimado de la elasticidad-ingreso de las importaciones con el coeficiente teórico de la elasticidad-ingreso de las importaciones, es decir, el coeficiente que iguala la tasa de crecimiento del ingreso observada con a estimada. Para la Argentina, el coeficiente de la elasticidad ingreso de las importaciones para el período 1977-2002 dio un valor de 3,66; la tasa de crecimiento de las exportaciones 6,07%, y la tasa de crecimiento de ingreso compatible con el equilibrio de la balanza de pagos arrojó un valor de 1,66%. Los autores realizaron trece regresiones móviles a través de los distintos subperíodos, y comprobaron que para la Argentina la elasticidad-ingreso de las importaciones fue tomando valores más elevados a medida que avanza la serie de tiempo. Concluyeron que la única alternativa era reducir el crecimiento para ajustar la demanda de importaciones al crecimiento de las exportaciones. Cabe notar que el último dato relevado es de 2002, por lo que la recomendación de política (reducir el crecimiento a causa de una baja

performance de las exportaciones) quedó desactualizada ante el proceso de crecimiento seguido a partir del año 2003.

La lista de trabajos que incluyen a la Argentina dentro de un conjunto de países no es menor. Moreno-Brid (1999 y 2001) Moreno Brid y Pérez (1999), López y Cruz (2000), Holland, Vilela y Canuto (2002), Fuji (2003) y Pacheco-López y Thirlwall (2004) en su validación de la Ley de Thirlwall para Argentina asumieron que tanto los términos de intercambio como los flujos de capital permanecen constantes en el largo plazo. Sin embargo, en Argentina el tipo de cambio es una variable esencial, como sostiene el trabajo de Fugarolas y Matesanz (2007). Allí se obtienen distintos valores de elasticidad ingreso de las importaciones (m), tasa de crecimiento del producto según ley de Thirlwall (y_b), y producto observado (y) según el subperíodo:

Cuadro 1: Elasticidad ingreso de las importaciones, tasa de crecimiento del producto y regla de Thirlwall para Argentina, según períodos seleccionados

Período	Elasticidad Ingreso Importaciones (m)	Tasa de crecimiento compatible con el balance de pagos (y_b)	Tasa de crecimiento observada (y)
1968-2003	4,81	2,01	1,72
1968-2000	4,81	1,98	2,06
1980-2003	3,75	1,39	0,91
1980-2000	3,54	1,29	1,41

Fuente: Fugarolas y Matesanz (2007).

El autor observa que los países, por momentos, crecieron más de lo permitido, pero luego tuvieron que ajustar de forma brusca. En Argentina, durante el período anterior a 2003 disminuyó la elasticidad ingreso de las importaciones, pero las exportaciones crecieron a un ritmo muy inferior, lo que redujo el crecimiento de la actividad económica compatible con la balanza de pagos.

Sin duda, la especialización es la responsable de los resultados agregados. En el caso argentino se ha observado una reprimarización del patrón exportador desde principios de los ochenta, que se intensificó en el plan de convertibilidad. Dicho patrón no ha permitido acelerar las exportaciones del país, presionando sobre la posición externa del mismo y limitando, aún más, el ya lento crecimiento de la economía durante ese periodo. El estudio termina para el año 2003, y no incorpora la nueva situación de crecimiento alto y sostenido iniciado en aquel año.

Cabe destacar el estudio de Capraro R (2007), ya que se dedica específicamente al caso de Argentina. Realiza sus estimaciones para los años 1970-2003 y subperíodos, a través de métodos de cointegración. El autor confirmó la regla de Thirlwall obteniendo una tasa estimada del producto de 2% con una tasa de crecimiento real del 1,9%.

Los distintos estudios realizados para testear la regla de Thirlwall para los países de América Latina, confirman dicha regla. Los investigadores han recurrido a distintos métodos de estimación, así como a distintos modelos, incorporando las variantes que el trabajo originario de Thirlwall (1979) dejaba fuera del análisis. La experiencia indica que la regla simple de Thirlwall es una buena herramienta para predecir el crecimiento del producto en el largo plazo, aunque no para el corto plazo, debido a la incidencia de variables como el movimiento de capitales. A su vez, los estudios muestran que el aporte de estos es despreciable en el largo plazo, ya que alternan entre entradas y salidas que se terminan neteando. Varios estudios testearon la influencia de los flujos de capitales teniendo en cuenta la política de liberalización llevada a cabo en la región en los años noventa. El resultado confirma que el ahorro externo no contribuye a elevar el crecimiento del producto en el largo plazo.

V. Restricción externa revisada y el crecimiento de Argentina 2003-2010

Como se ha visto, las estimaciones de la ley de Thirlwall para la economía argentina arrojan tasas anuales de crecimiento compatibles con el balance de pagos en torno al 2%. Dichos estudios trabajan con series de tiempo que incorporan información de décadas pasadas, lo cual debe tenerse en cuenta a la hora de sacar conclusiones apresuradas sobre los últimos 7 años, y lo que es plausible de esperar para el futuro.

El período 2003-2010 se caracteriza por tasas de crecimiento sostenibles en torno al 9% anual (salvo el año 2009 debido a las consecuencias de la crisis internacional). En suma, el promedio es notablemente superior al predicho por los modelos que incorporan en una misma serie de tiempo información vieja. Hay evidencia para sostener que a partir de 2003 hubo cambios estructurales en el comportamiento del balance de pagos de la economía argentina. De ser cierto, cabe preguntarse si se está ante un cambio en la tasa de crecimiento compatible con la restricción externa.

En la presente sección se dará cuenta de aquellas novedades, incorporando, a su vez, los cambios que fueron haciendo investigadores de la región al modelo de Thirlwall, para captar las nuevas realidades de los países latinoamericanos.

En los últimos años, principalmente en Brasil y México, han aparecido trabajos que continúan la línea de investigación de la restricción externa incorporando aspectos de la tradición estructuralista al modelo de Thirlwall. Así, el modelo es modificado al incluir la deuda externa (Moreno-Brid 1998-1999); los términos de intercambio y el tipo de cambio (López Cruz, 2000); la estructura industrial de los países en desarrollo y su patrón de exportaciones (Loria, 2003); el efecto neto de los intereses, dividendos y beneficios (Ferreira y Canuto); la fragilidad financiera (Porcile, Curado y Bahry 2003; Nelson Barbosa Filho, 2007; y Frenkel y Taylor, 2006).

V.1. Deuda externa

El modelo extendido de Thirlwall y Hussain incorpora el capital financiero, pero ignora las potenciales complicaciones introducidas por la acumulación de deuda externa. Se trata de un proceso que ha jaqueado crecimientos que en principio parecían fuertes. Para subsanar este inconveniente, Moreno-Brid (2003) modifica el modelo incorporando la deuda externa. La historia de los países de América Latina muestra que los capitales pueden entrar para financiar déficit de balance de pagos, pero a costa de acumular una creciente deuda externa.

“Pero, como la historia de América Latina fatalmente muestra, el capital extranjero podría estar fluyendo regularmente, ayudando a financiar expansiones económicas a corto plazo, y podría estar, al mismo tiempo, alimentando una acumulación de deuda externa a una velocidad que inevitablemente estallará en una crisis de tipo de cambio y traería una brusca interrupción a la actividad económica”.³⁵

Moreno-Brid introduce simples restricciones en la evolución de ciertos agregados macroeconómicos para controlar la expansión de la deuda externa³⁶. El equilibrio de largo plazo queda redefinido de suerte de mantener constante el ratio de déficit de cuenta corriente con el ingreso.

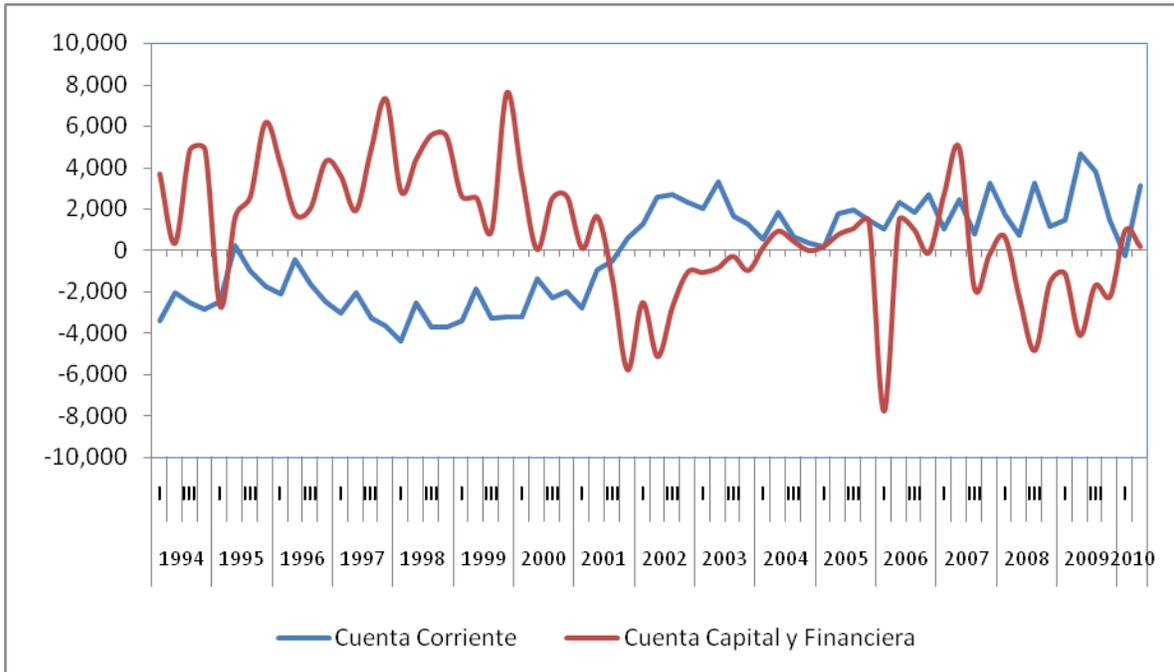
Se supone que la comunidad financiera internacional ve los ratios cuenta corriente sobre PBI y deuda externa sobre PBI como factores que pueden afectar la posibilidad de recibir nuevos créditos o inversiones. Los países donde estos ratios se acercan rápidamente a niveles críticos, tienden a experimentar dificultades crecientes para atraer capitales. En tal caso, los gobiernos, conformes o no, más rápido o más lento, aplicarán políticas fiscales y monetarias austeras para reducir la demanda agregada.³⁷

³⁵ Moreno Brid, *op. cit.*

³⁶ El autor no incluye todos los componentes del balance de pagos en beneficio de la parsimonia del modelo.

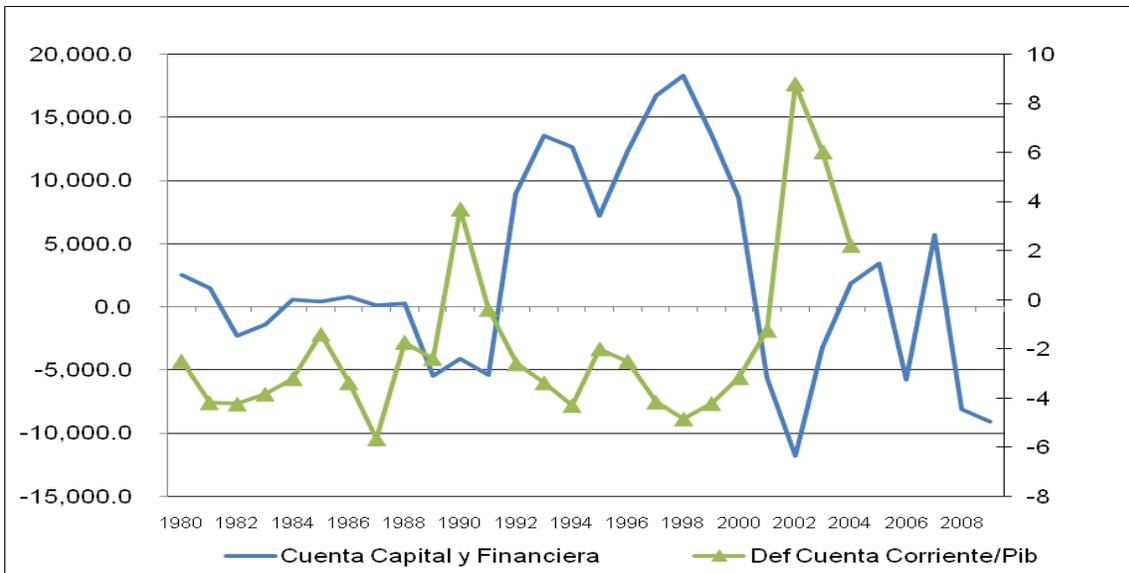
³⁷ Trabajos empíricos de León-Ledesma 1999 para España y Moreno-Brid Perez 1999 para América Central.

Gráfico N°1: Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera 1994-2010, datos trimestrales, en millones de dólares.



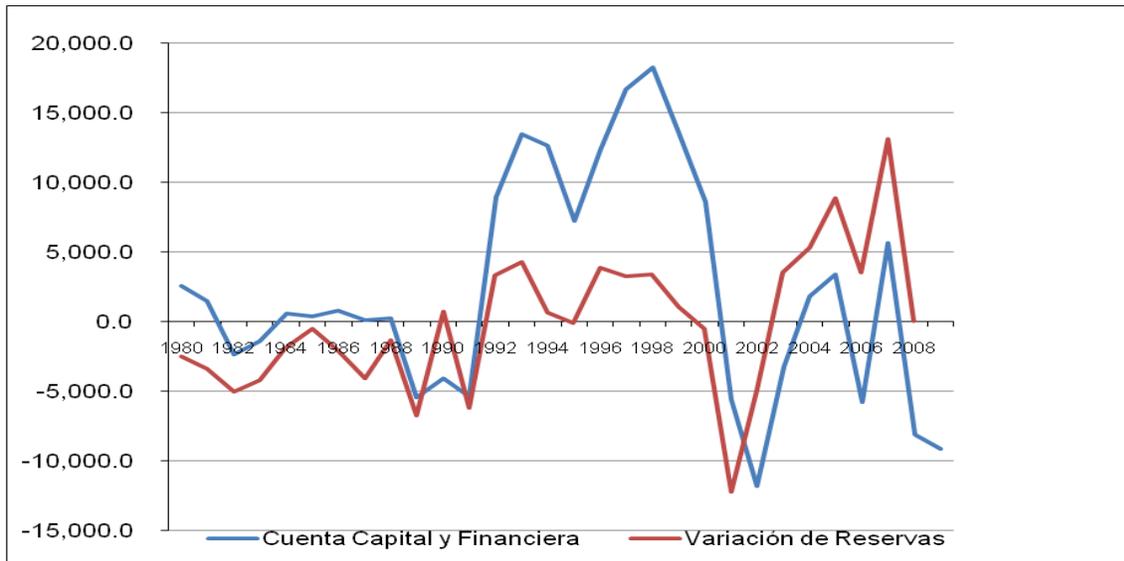
Fuente: Indec.

Gráfico N° 2: Cuenta Capital y Financiera y Déficit cuenta corriente/ PBI 1980-2009, datos anuales, en millones de dólares.



Fuente: Indec

Gráfico N° 3: Cuenta Capital y Financiera y Variación de reservas 1980-2009, datos anuales, en millones de dólares.



Fuente: Indec.

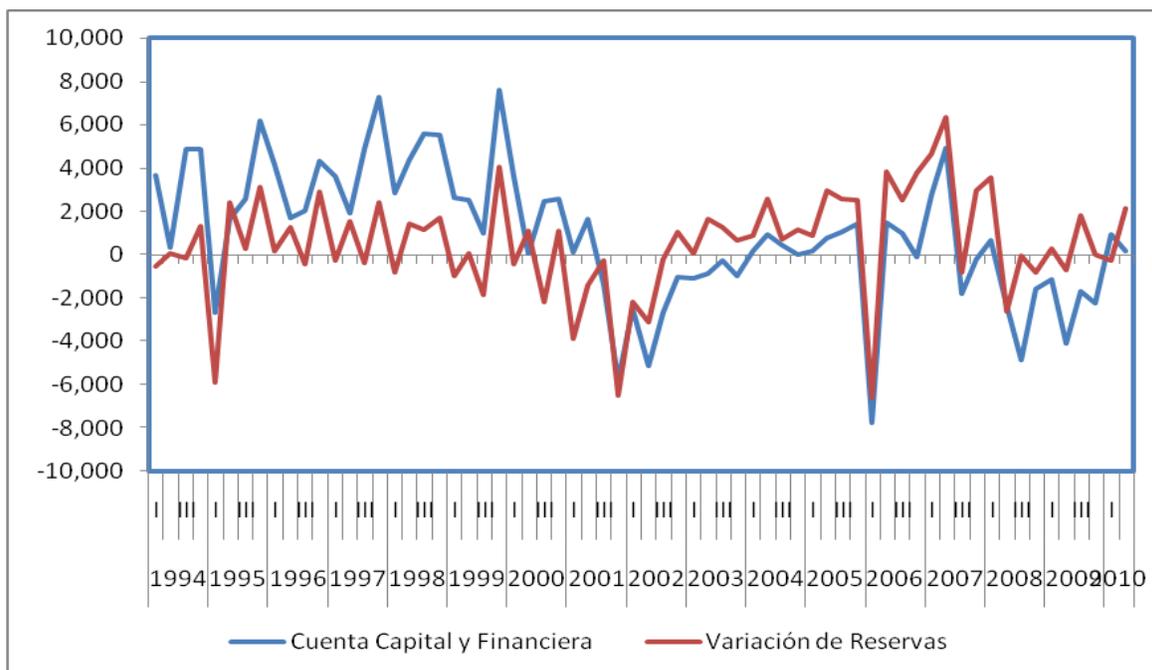
En Argentina, durante las décadas del ochenta y del noventa hubo déficit de cuenta corriente sobre el PBI, pero con escasa entrada de capitales en los ochenta, y gran entrada de capitales en los noventa. Cabe notar que la segunda expansión económica de lo noventa (1996-1998), -a diferencia de la primera- fue impulsada por el ingreso de capitales dirigidos al sector público (Damill, Frenkel, Maurizio; 2002).

En principio, podría decirse que el indicador de alarma de los mercados no fue tan inmediato. Tras las repercusiones en 1995 de la crisis mexicana, recién en los últimos años de la convertibilidad, al iniciarse la recesión en 1998 (tras la crisis rusa y la posterior devaluación del real en 1999), cambió definitivamente la tendencia del flujo de capitales. Podría decirse que el nivel crítico de déficit de cuenta corriente ha operado al llegar al 5% del producto. No obstante, vuelve a ser preciso notar la letanía de dicho comportamiento, demandando casi cuatro años el proceso de ajuste.

Las dudas sobre este tipo de explicación del movimiento de capitales para Argentina se hacen más evidentes cuando se analiza el período iniciado en 2003. Tras el ajuste

externo de la salida de la convertibilidad, se evidencia una situación de superávit de cuenta corriente, acompañado de una cuenta capital y financiera errática. Al primer tramo en *default*, le sigue el de recuperación, donde se aprovechó a cancelar de manera anticipada la deuda con el FMI. Cuando los capitales comenzaban a entrar, la crisis financiera internacional hizo su primera aparición en 2007 (crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos). Desde entonces, la cuenta corriente no ha descendido a valores negativos, sin embargo los capitales han mostrado un comportamiento de fuga. De vuelta, el indicador déficit cuenta corriente sobre PBI no parece ser el determinante para entender el comportamiento de los mercados. Desde 2003, se ha visto una cuenta corriente superavitaria, que ha sostenido la fuga desde 2007. Como puede verse en el gráfico N°4, en los años de la convertibilidad la entrada de capitales era mayor a la variación de reservas, mientras que en el período siguiente, sucede a la inversa: la variación positiva de reservas es superior a la cuenta capital y financiera. En suma, el movimiento de capitales del período iniciado en 2003, no ha desplegado la figura de “una entrada para después salir”, como en los noventa, sino que fue más bien, reticente a la entrada desde los comienzos. Queda claro que el proceso de crecimiento se dio a instancias del ahorro nacional y no del ahorro externo. Esto debe ser tenido en cuenta para dilucidar el carácter de la fuga de capitales.

Gráfico N° 4: Cuenta Capital y Financiera y Variación de Reservas, 1994-2010, datos trimestrales, en millones de dólares.



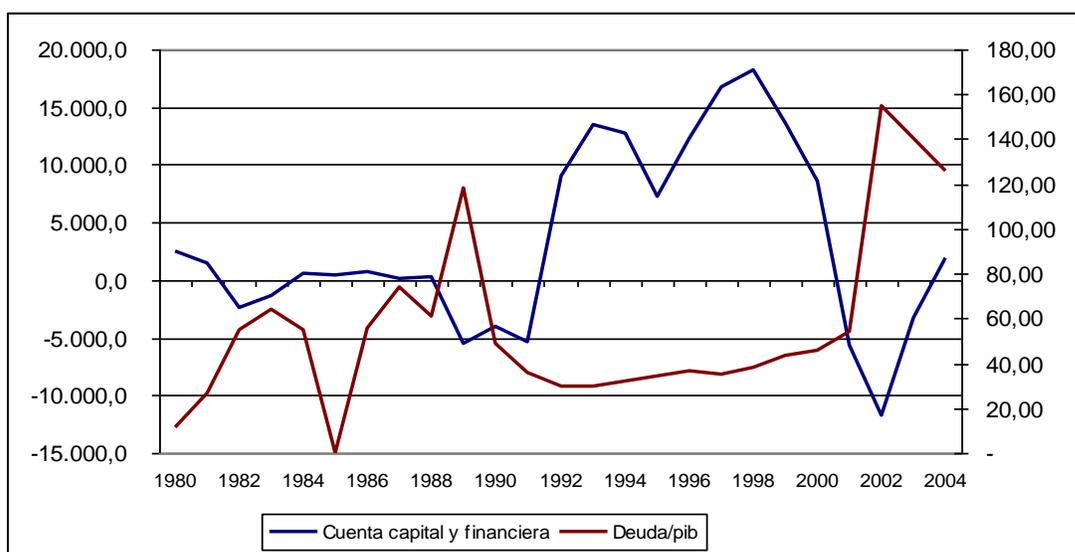
Fuente: Indec

Otro indicador es la razón deuda sobre PIB. Se sostiene que, ante determinado ratio de los compromisos externos sobre el nivel de ingreso del país, los inversores pueden advertir una debilidad de la economía haciendo insostenible el endeudamiento. Pero en el caso de Argentina, el nivel de deuda sobre PIB fue creciente durante la convertibilidad, por encima del 30%, sin que ello afectara el comportamiento especulativo. Recién parece ser que al superar el 40% se pudo evidenciar un cambio de tendencia en la cuenta capital y financiera,³⁸ llegando a ser negativa al pasar la barrera del 50% de deuda/PBI. Tras nuevos endeudamientos como el “megacange” y los “préstamos patrióticos” se produce la salida de la convertibilidad a través de una fuerte devaluación, recesión con una caída anual del PIB del orden del 11%, *default* de la deuda y pesificación (nuevo endeudamiento público) superando el indicador el 150% (deuda/PIB). A partir de allí, se realiza un proceso de desendeudamiento, con una renegociación destacada por una quita

³⁸ Cabe aclarar que se toma la cuenta como un agregado. Al interior de la misma hay un notable comportamiento de fuga de capitales. Ver Gaggero, Jorge; Casparrino, Claudio; Libman, Emiliano (2007). La fuga de capitales, Historia, presente, y perspectivas. CEFID-AR, Documento de trabajo N° 14, mayo.

importante de deuda (cercana al 74%) y el posterior pago anticipado del total de la deuda con el FMI, quedando un remanente pequeño de la deuda en *default* que fue renegociado en 2010. A pesar de ello, el valor del indicador sigue siendo superior al de la convertibilidad (como consecuencia de ella y su salida). Sin embargo, se han registrado durante algunos años movimientos positivos en la cuenta capital y financiera. Ello indicaría que tampoco sería el indicador de deuda/PBI el determinante para definir el comportamiento del movimiento de los capitales. En todo caso, es la política de la gestión de la deuda la que da pautas de su viabilidad a los mercados. Pero aun, a pesar de ello, las salidas de capitales desde 2007 se dieron bajo el mismo esquema de desendeudamiento. Una vez más, este indicador muestra limitaciones para entender el movimiento de capitales.³⁹

Gráfico N° 5: Cuenta Capital y Financiera y Deuda/PBI 1980-2005, datos anuales, en millones de dólares.



Fuente: Indec.

El gráfico de variación de reservas (gráfico N°3) muestra su resultado negativo durante los ochenta, siendo en los noventa y en el modelo actual positiva, salvo durante el hiato de la crisis de la convertibilidad. Una diferencia marcada de la variación positiva de divisas en

³⁹ Estados Unidos e Inglaterra tiene razones deuda/PBI que duplican o triplican los valores de economías que han sufrido abruptas salidas de capitales.

estos dos períodos es que durante la convertibilidad la cuenta corriente era negativa y las divisas eran provistas por la cuenta capital y financiera. En cambio, en el período de postconvertibilidad, la variación de reservas positiva es lograda a pesar de que no acompaña la cuenta capital y financiera, sino que es provista por la cuenta corriente. Lo que puede verse, es que si la variación de reservas se torna negativa, la cuenta capital y financiera también lo hace. Esta característica del resultado del balance de pagos del modelo iniciado en 2003, indica que el desempeño normal del modelo arroja *superávit* de balance de pagos a través de *superávit* de cuenta corriente, pero ante shocks como la última crisis financiera internacional, el balance de pagos puede tornarse negativo si ocurre una salida de capitales contundente.

Al incorporar la fragilidad financiera, cambios en las condiciones financieras internacionales pueden llevar a crisis de divisas, y de esa manera, causar variaciones en el tipo de cambio y afectar el crecimiento, independientemente del desempeño de la balanza comercial. Como muestra la bibliografía revisada, desde la liberalización financiera mundial de mediados de los setenta, la gran movilidad de capitales llevó a que la restricción de balance de pagos operase por la cuenta capital y financiera, más que por la cuenta corriente. En este marco, el nivel de reservas considerado seguro por el sector privado, y la tasa de crecimiento de las exportaciones superior a la tasa de interés de las deudas, se tornan variables fundamentales.

Barbosa Filho (2002) identifica cinco tipos de shock que afectan un ratio deseado de liquidez (reservas/Deuda) y obligan a la economía a aumentar sus exportaciones netas. Estos son: entrada de capitales en préstamo; ingreso de capitales; aumento de los pagos de intereses de deuda; reducción de la IED o aumento de su remisión de utilidades; y una reducción de las transferencias unilaterales. Sus incidencias para Argentina se analizan en el apartado siguiente.

V.2. Intereses, dividendos y remisión de utilidades

Alex Luiz Ferreira y Otaviano Canuto (2003) introducen el efecto neto de los intereses, dividendos y beneficios de la cuenta corriente en los países en desarrollo. Para estos

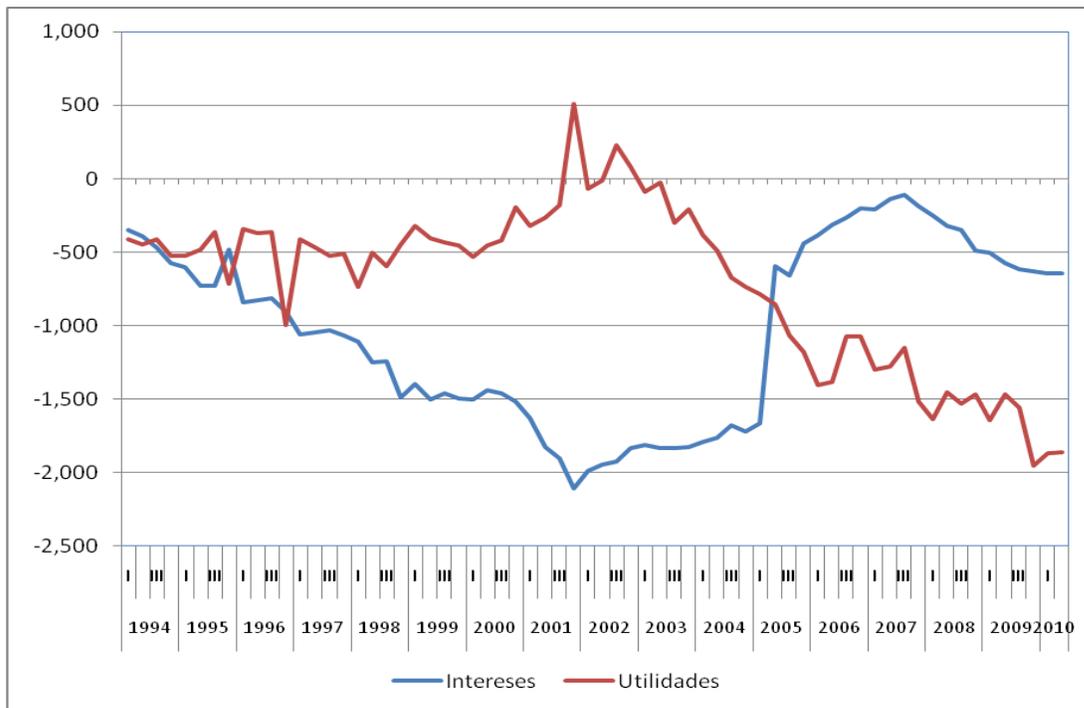
autores, la regla financiera simple es más aconsejable para mediciones empíricas porque toma el efecto a ambos lados, ingresos y gastos. McCombie (1993) sostiene que el modelo extendido es problemático por el efecto intertemporal del movimiento de capitales. Elliot y Rhodd critican a Thirlwall y Hussain (1982) pues, agregando sólo los capitales no alcanza, ya que habría que incorporar también los pagos de servicios de la deuda. Como se ha planteado, Moreno-Brid propuso la restricción de mantener un déficit de cuenta corriente en relación al PBI. Pero como fuera señalado, este ratio es arbitrario. Es fijado por los mercados financieros internacionales en su consideración coyuntural sobre el monto aceptable para ser financiado. Dichas expectativas lo hacen de difícil testeo.

En Thirlwall-Hussain (1982) se plantea una cualidad benéfica de los capitales financieros, incluso Hussain (1999) sostiene que África ha podido tener déficit en cuenta corriente financiándose por entradas de capitales, y que puede crecer aun más por esta vía. En cambio Ferreira y Canuto dicen que los capitales que entran pueden generar mayor restricción, porque por otro lado, se van capitales por intereses y remisiones de utilidades. En Brasil, la entrada de capitales de los setentas se revirtió en los ochentas. El stock de obligaciones externas causó un enorme déficit estructural en la cuenta corriente. Como en esa época no ingresaban capitales, la mejora en la cuenta comercial fue contrarrestada por intereses y remisión de utilidades. En los noventas, se recurrió a una política monetaria dura para seducir capitales, pero de ese modo se desequilibró la cuenta corriente.

En su estimación obtiene buenos resultados para la regla simple, y aun mejores para la regla simple financiera. En cambio, con Thirlwall y Hussain 1982 y Elliot y Rhodd 1999 los resultados son malos porque los capitales se mueven para ambas direcciones.

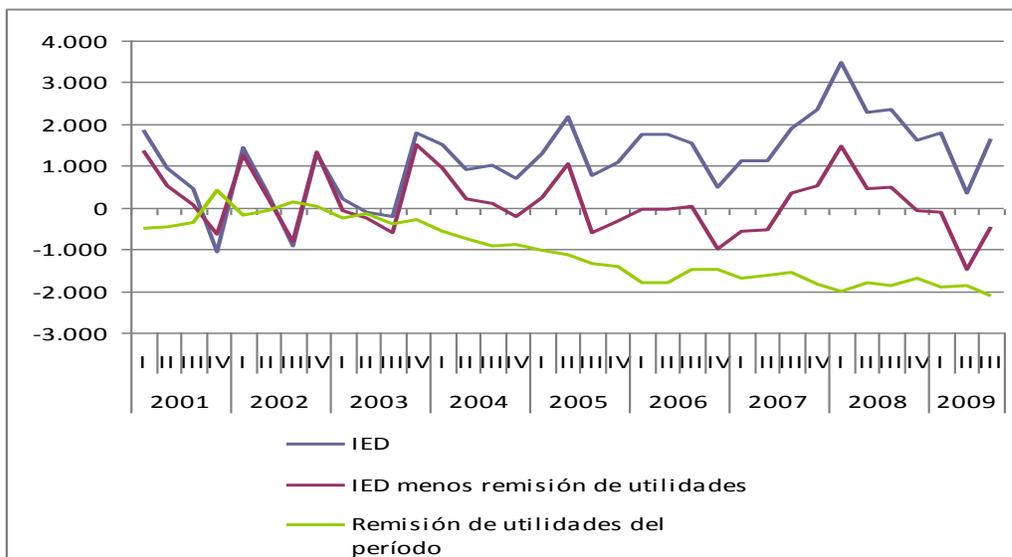
La entrada de capitales puede relajar la restricción, pero a la vez puede profundizarla si aumenta las importaciones. De este modo, el país estaría siendo financiado para comprarle al extranjero. Además, dicha deuda genera pagos de intereses y remisión de utilidades en caso de que las empresas que aprovecharon las inversiones fueron extranjeras.

Gráfico N° 6: Intereses y Utilidades 1994-2010, datos trimestrales, en millones de dólares.



Fuente: Indec.

Gráfico N° 7: IED y remisión de utilidades 2001-2009, datos trimestrales, en millones de dólares.



Fuente: Indec.

Como puede verse en el gráfico N° 5, tanto los intereses como la remisión de utilidades tienden a permanecer en valores negativos a lo largo de todo el período. Pero durante los últimos años de la convertibilidad, se observa que las utilidades disminuyen al son de la recesión, mientras que los intereses ascienden hasta la colisión del *default*. Allí cambia la tendencia, y con la recuperación del nivel de actividad, las empresas extranjeras vuelven a girar utilidades a sus casas matrices. En cambio, los intereses se reducen por la política de desendeudamiento adoptada. A causa de ello, por primera vez las salidas por utilidades y dividendos superan de forma marcada a la salida por intereses. Cabe señalar que a partir de 2008, el volumen de intereses comienza a ganar terreno nuevamente. En tal sentido, el gobierno resolvió una nueva renegociación que aleja los plazos de vencimiento en los próximos años, lo cual no es poco tratándose de años de crisis financiera a nivel mundial. Resta ver qué sucederá con las utilidades, aunque cabe destacar que el comportamiento de las empresas transnacionales durante la crisis mantuvo su política hacia la salida de estos capitales.

La IED (inversión extranjera directa) aumentó durante el proceso de crecimiento. Los capitales entraron con finalidades bien específicas, buscando las ventajas en actividades extractivas de recursos naturales asociados al proceso exportador que les ofrecía este modelo (Sacrosky, 2006). Pero el comportamiento respecto a la reinversión de utilidades en el país no ha cambiado. Estas empresas siguen girando a sus países de origen el 75% de lo ganado en Argentina. Ello significa valores en torno a los u\$s 1.800 millones por trimestre, a lo que habría que sumar lo fugado por los “precios de transferencia”.

La IED tiene un comportamiento prácticamente neutral a lo largo del período. Si bien registra un ingreso de capitales, al deducirle los montos por remisión de utilidades, los resultados se tornan deficitarios en algunos trimestres. Un hecho agravante tiene que ver con la evolución dispar de ambas variables. Mientras la serie de ingresos de IED muestra un comportamiento errático (forma de serrucho) la remisión de utilidades muestra una tendencia constante, y cabe decir, con pendiente descendente. Esto se explica por el carácter de las acciones que hay detrás: mientras la IED significa una decisión de inversión que ha de ser tomada en un momento en el tiempo, y no implica réplica en el futuro, la remisión de utilidades tiene que ver con una práctica mas o menos automática

llevada a cabo por las firmas de capital extranjero radicadas hasta el presente. Eso último indica que, a medida que aumenta la extranjerización de la economía, la remisión de utilidades será cada vez mayor, independientemente se tomen nuevas decisiones de entrada de IED. Extrapolando el ejemplo de Keynes, de pagarle a algunos para que hagan pozos para que otros los tapen al día siguiente (con el objeto de reactivar la economía), en el plano de los apremios en el balance de pagos, algunos pueden verse tentados a fomentar cualquier proyecto de IED, con el solo fin de garantizar entrada de divisas en el presente, de modo de cerrar parte de la brecha del balance de pagos.

V.3.1. Términos de intercambio y tipo de cambio

López Cruz (2000) realiza un trabajo para Argentina, Brasil, Colombia y México donde levanta el supuesto de términos de intercambio y tipo de cambio real. Sostiene que una característica de América Latina es que sus países tienen un coeficiente de inversión-importación más alto que el promedio; una gran elasticidad ingreso de demanda de alimentos, y una baja elasticidad de oferta de producción agropecuaria. Cuando hay crecimiento aumenta la inversión, lo cual hace subir la demanda de importaciones. A su vez, se produce un desequilibrio entre la oferta y la demanda de alimentos, que en algunos países lleva a un aumento de su importación.⁴⁰ A la inversa, una caída de la actividad provoca una declinación más que proporcional de la inversión y se restablece el equilibrio.

En América Latina, el tipo de cambio ha tenido una notable fluctuación. Pero en los últimos años también ha mostrado una tendencia positiva, por lo cual, torna difícil hablar de un equilibrio de tipo de cambio de largo plazo. En Thirlwall (1979) los términos de intercambio y el tipo de cambio pueden fluctuar en el corto plazo, pero en el largo permanecen estables. Ello se debe a que tenía en mente a los países centrales.

Pero lo que se advierte, es que en Argentina el balance comercial y el tipo de cambio se mueven de manera opuesta. Un balance deficitario suele estar acompañado de un tipo de

⁴⁰ Kaldor Chile CEPAL.

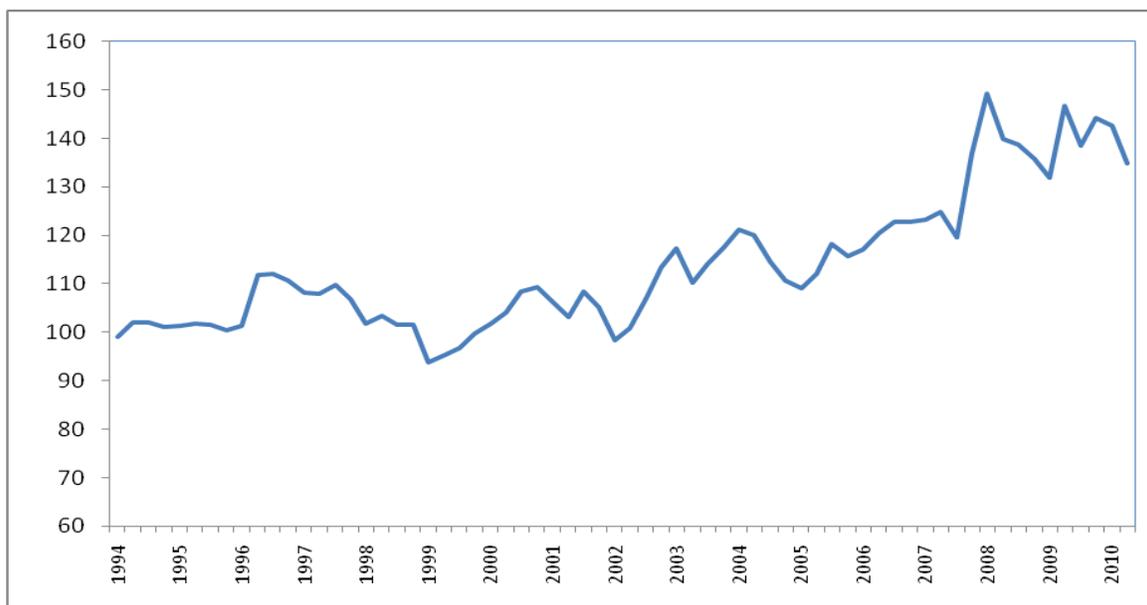
cambio real apreciado. La relación es fuerte para el largo plazo, aunque no necesariamente año a año.

López Cruz muestra que el balance comercial está asociado positivamente con el ingreso mundial, y negativamente con el ingreso doméstico. Para Argentina, identifica una asociación positiva con el tipo de cambio. Mientras cumple la condición Marshall-Lerner, el producto aparece negativamente asociado con el tipo de cambio real. La respuesta es, que el impacto de un tipo de cambio real más alto tiene efectos perjudiciales sobre la demanda agregada. La devaluación suele ser una de las políticas más comunes para elevar el tipo de cambio real. Dicha devaluación deprime la demanda doméstica. Puede provocar incertidumbre sobre los precios y el tipo de cambio en el futuro, lo cual podría demorar algunas inversiones.

Para López Cruz, esto se da cuando hay una fuerte devaluación con inflación después de un período de estabilidad, y cuando el cambio de escenario provoca expectativas desfavorables. Además, las empresas pueden vérselas mal tras una devaluación, por ejemplo si tienen deudas y sube la tasa de interés. Finalmente, la devaluación eleva los precios de oferta de los bienes de capital importados, lo que reduce la expectativa del beneficio esperado. Además, deprime el consumo, los ricos pueden disminuir el ahorro y consumir, pero los asalariados no pueden ajustar totalmente el salario a la inflación pasada el consumo por trabajador bajará, y tendrá lugar un corrimiento de salarios a beneficios. Los partidarios de la devaluación dicen que la caída dura poco y que después hay una recuperación. Pero López Cruz es pesimista, y sostiene que esto no está garantizado.

La conclusión es que el tipo de cambio real competitivo es favorable. Pero hay que tener en cuenta en qué sectores y ramas de la economía el tipo de cambio real funciona. El autor sugiere que debe estar acompañado por una política de demanda que compense la caída en los salarios.

Gráfico N° 8: Índice Términos de Intercambio 1994-2010, datos trimestrales, 1993=100.



Fuente: Indec.

Observando el gráfico N°7, lo primero que se advierte es que los términos de intercambio no son constantes, sino que dibujan una tendencia, la cual, a diferencia de lo que ocurría durante el siglo pasado, es positiva. Dicho crecimiento se inicia en 1992, y cobra un renovado impulso en 2007. La demanda de exportaciones primarias es jalonada por el proceso de crecimiento de China de los últimos años. No obstante, la crisis financiera ha mostrado que dichos *commodities* pueden ser objeto de especulación. Aunque ello no implique un cambio permanente en la tendencia, puede traer consecuencias no esperadas, como habilitar un conflicto distributivo en el medio local, a instancia de los buenos nuevos precios; o el posterior acomodamiento a la baja, lo que puede interpretarse de manera exagerada como un “desplome” y renovar el conflicto, no ya por expectativas de riqueza sino por temor a pérdida de ella.

En Thirlwall (1979) se asume que el tipo recambio real no afecta el crecimiento en el largo plazo, pero como vimos en los autores latinoamericanos, en el corto plazo juega un rol central en los ritmos del *stop and go*.⁴¹ Lo que se comprueba al analizar la salida de la

⁴¹ Las de valuaciones y sus efectos han sido especialmente estudiada por los economistas latinoamericanos.

convertibilidad a través de una fuerte devaluación. En las versiones que incorporan fragilidad financiera el tipo de cambio real influye en el crecimiento y en la inflación. Según Barbosa-Filho, el tipo de cambio real puede ser un instrumento importante para aumentar el crecimiento a través de cambios temporarios, pero con efectos suficientemente largos en los precios relativos entre bienes transables y no transables

En Thirlwall (1979) se asume que las elasticidades del comercio exterior son constantes. Pero en realidad, la experiencia muestra que pueden experimentar cambios estructurales en el largo plazo, tal como señalaban algunos autores latinoamericanos. Las estructuras lejos de ser inmutables estaban llamadas a ser transformadas por la política. Por ejemplo, en Diamand (1973) la política económica puede (y debe) cambiar las elasticidades precio e ingreso de exportaciones y de las importaciones. Las experiencias recientes de los tigres asiáticos y China así lo confirman.

Según Woo (2005), el precio relativo relevante para entender el cambio estructural asociado con el crecimiento de las exportaciones no es el de exportaciones contra las importaciones (los transables), sino el de transables y no transables producidos domésticamente. Disponiendo subsidios a las exportaciones y aranceles a las importaciones, los términos de intercambio se mantienen, pero cambian los precios relativos de los transables respecto de los no transables.

El mismo razonamiento puede aplicarse al tipo de cambio. Siguiendo a Frenkel y Taylor, se puede sostener una política cambiaria para promover la producción del sector transable sin crear una gran diferencia entre los términos de intercambio del país. Cambios en el tipo de cambio pueden alterar los precios relativos entre los sectores transables y no transables igual que la política de aranceles y subsidios.

En Woo y Frenkel y Taylor el nivel del tipo de cambio real determina las elasticidades precio e ingreso de los flujos comerciales. O sea, incluso si asumimos que la tasa de cambio del tipo de cambio real es cero en el largo plazo (Thirlwall), su nivel sigue siendo importante porque afecta los precios relativos entre la producción doméstica de

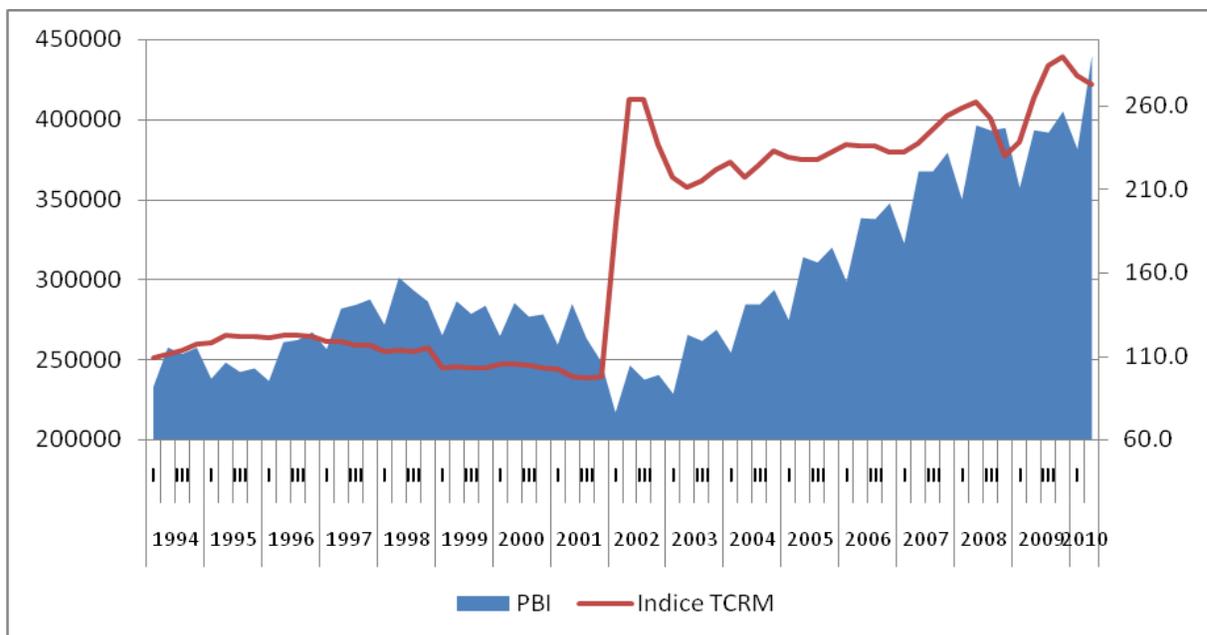
transables, y de esta manera puede afectar la estructura y la tasa de crecimiento de la economía. El modelo de Thirlwall no podía dar cuenta de esto porque tomaba las elasticidades del comercio internacional como inmutables, y porque no distinguía la producción doméstica en dos bienes, como sí es habitual en los autores latinoamericanos. De este modo, a través del tipo de cambio puede aliviarse la restricción de balance de pagos aumentando la elasticidad ingreso de las exportaciones o reduciendo la elasticidad ingreso de las importaciones.

Thirlwall sostiene que el tipo de cambio no puede ser una variable de política en el largo plazo. Pero los autores latinoamericanos han argumentado que en el corto plazo el tipo de cambio puede ayudar a promover el cambio estructural. O sea, un manejo temporario del tipo de cambio que repercuta sobre el sector transable puede ser suficiente para alterar de manera permanente la restricción de balance de pagos.

A su vez, Frenkel y Taylor señalan que hay una asimetría en el manejo del tipo de cambio. Este no se puede administrar indefinidamente hacia abajo, porque el país carece del manejo de la divisa y tarde o temprano el stock de reservas se termina acabando. En cambio, sí es posible administrarlo hacia arriba (atendiendo a posibilidad de inflación) porque se cuenta con el manejo de la moneda local.⁴²

⁴² Como demuestra Frenkel (2007), dado que el incremento del dinero generado por la adquisición de divisa puede ser esterilizado con operaciones de mercado abierto, el costo de sostener un piso para el tipo de cambio es la diferencia entre el interés ganado sobre los activos externos y la tasa de interés pagada por los bonos domésticos.

Gráfico N° 9: PBI (eje izquierdo) e Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (eje derecho), datos trimestrales, en millones de pesos a precios de 1993 y tipo de cambio promedio trimestral.



Fuente: Indec y BCRA (elaboración propia)

Los períodos de crecimiento durante la convertibilidad y durante el modelo iniciado en 2002-2003 contaron con dos regímenes cambiarios distintos, el primero de tipo de cambio fijo y el segundo “libre pero administrado” (“flotación sucia”). Evidentemente, en el primer caso, la autoridad monetaria fijó el tipo de cambio y aceptó los resultados (por diez años), mientras que en el segundo, hubo una política manifiesta de manejar el tipo de cambio a través de las intervenciones del estado en el mercado cambiario, según la coyuntura.

Los valores que ha tomado el tipo de cambio en cada período suelen caracterizarse como bajo en el primero y alto en el segundo. Pero cabe recordar que antes de lanzar la convertibilidad se realizó una devaluación que puso al tipo de cambio a un nivel “alto”. El nuevo signo monetario (el peso en reemplazo del austral), y su paridad 1 a 1 con el dólar, impuso la imagen de paridad. Las políticas que apuntalaban esta convertibilidad, como ser la prohibición al BCRA de financiar al gobierno, o de operar como prestamista de última instancia, constituyeron los eslabones más pesados del ancla cambiaria. El tipo de cambio se fue apreciando con la entrada de capitales, y el resultado en la balanza

comercial no tardó en hacerse sentir. De aquí en más, el crecimiento con tipo de cambio bajo estuvo apuntalado por el endeudamiento externo, lo que lo caracteriza como “no genuino”. Dicha acepción da cuenta de la pérdida de riqueza que significaron los cuatro años consecutivos de recesión de la salida de la convertibilidad.

En el período posterior, la devaluación del peso fue seguida de un acomodamiento de la paridad en torno a los \$3. Desde entonces, fue aumentando progresivamente hasta atravesar la crisis financiera internacional donde la política cambiaria pareció titubear, siendo justificado por la autoridad monetaria como una táctica para desorientar a los especuladores. En tal coyuntura, el tipo de cambio experimentó por momentos leves retrasos, aunque sin salir de los límites de la banda cambiaria preestablecida. Algunos analistas vieron aquí una inconsistencia en la política cambiaria que podía dar malas señales al mercado. En igual sentido, pero con otros argumentos, se expresaron algunos agentes económicos a los que beneficiaba un tipo de cambio alto (exportadores agropecuarios o grandes industriales que deseaban volver a beneficiarse de una devaluación que reduzca los salarios reales).

Sin duda el cambio de paridad a la salida de la convertibilidad tuvo consecuencias sobre la actividad económica. Al principio, tal como lo pronosticaban los autores de la ISI, la devaluación fue recesiva al disminuir el poder de compra del mercado interno, (recordemos que en 2002 el PIB cayó 11%). A partir de allí, se consolida la recuperación con tasas de crecimiento notables, de 9%, y sostenidas, durante 6 años, interrumpida en 2009 por las repercusiones de la crisis internacional⁴³. El tipo de cambio elevado, no solo apuntaló a la balanza comercial sino que protegió a buena parte de la industria nacional que contó con un nuevo margen de costos salariales y precio local de la competencia importada.

La política cambiaria del período no debe ser tomada de manera agregada. El gobierno buscó afectar los precios relativos de distintos sectores. Por años, no se permitieron

⁴³ Las estimaciones para 2010 (ya transcurridos los primeros tres trimestres) pronostican el retorno a tasas de crecimiento cercanas al 9%.

ajustes de las tarifas de las empresas de servicios, las cuales no pudieron acompañar el proceso inflacionario de la devaluación de 2002.⁴⁴ Algunas exportaciones, principalmente agropecuarias, fueron objeto de retenciones que en la práctica significaron un tipo de cambio más bajo para dicho sector que para el resto de la economía.

En suma, los precios relativos de los transables y no transables fueron modificados según una política deliberada, a instancias de conducir el proceso de crecimiento sostenido, tratando de incentivar la producción interna sin que un proceso inflacionario dificulte la política de distribución más equitativa del ingreso.

V. 4. Estructura productiva y perfil exportador

Para Loria (2003), debido a la estructura productiva de los países en desarrollo y su patrón de exportaciones (materias primas y productos con poco valor agregado), estos tendrán mayor elasticidad ingreso de importaciones que los países desarrollados. Mientras, los países desarrollados tendrá mayor elasticidad ingreso de exportaciones que los países en desarrollo. Como vimos, estas ideas estaban ya en Prebisch (1950) y los estructuralistas. Es la base que modelizará Thirlwall en 1979.⁴⁵

Loria analiza el caso de México, incorporando los pagos de servicio de deuda y el tipo de cambio. Sigue la hipótesis de Richards-Elliot and Rhodd (1999) sobre que el crecimiento depende de estas variables y la cuenta corriente. Advierte que desde 1982-1988 el déficit de la cuenta corriente es provocado por el pago de intereses de deuda. Un país con lento crecimiento puede ser ayudado con ingreso de capitales, pero luego, estos se irían como pago de intereses de deuda.

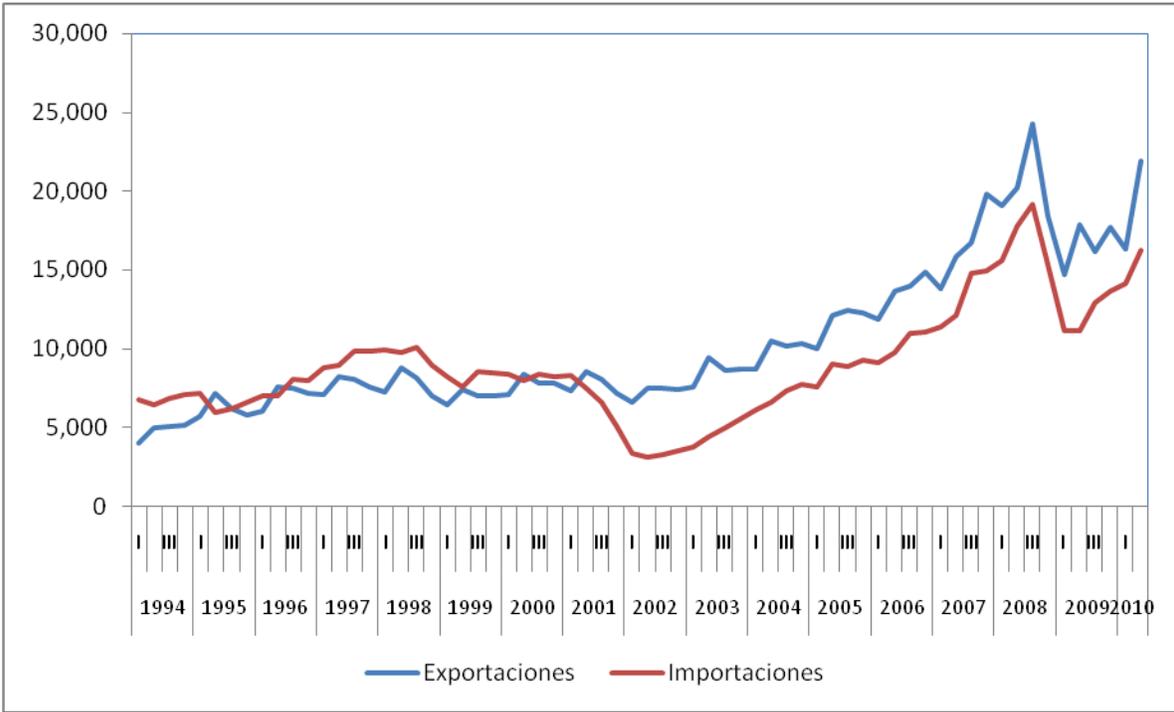
⁴⁴ Pero dichas empresas había gozado de cierta exclusividad en la convertibilidad al permitírseles aumentos de sus tarifas en función de la inflación en Estados Unidos, cuando el resto de la sociedad tenía prohibido por ley la indexación de contratos y la economía era deflacionaria.

⁴⁵ Para un abordaje teórico con múltiples sectores ver Ricardo Azevedo Araujo and Gilberto Tadeu Lima.

Según Loria, la ecuación original de Thirlwall sobreestima el crecimiento del producto. Los tres factores que dejó afuera Thirlwall son cruciales para explicar el crecimiento. Loria muestra que en los ochentas la economía mexicana fue forzada a tener superávit comercial para pagar los intereses de la deuda.

Por su parte, para Carvalho, la pérdida del dinamismo en la economía brasilera desde los ochenta se debió al desempeño de los flujos de capitales y el tipo de cambio. El quiebre estructural de los años noventa cambió la elasticidad ingreso de las importaciones provocando una tasa de crecimiento más baja. Fueron las reformas del Consenso de Washington las que provocaron un cambio estructural de especialización empeorado el equilibrio externo.

Gráfico N° 10: Exportaciones e Importaciones 1994-2009, datos trimestrales, en millones de dólares.



Fuente: Indec.

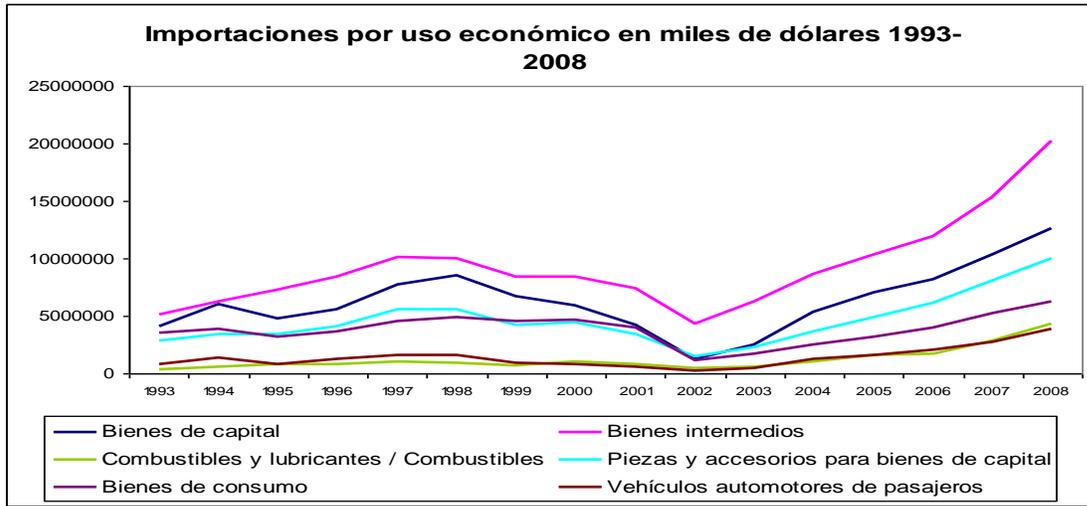
En Argentina, una diferencia clara entre la convertibilidad y el período subsiguiente, es el resultado de la balanza comercial, que pasa de ser deficitaria a ser superavitaria. Las importaciones siguen en buena medida el patrón predicho por los autores argentinos, siendo muy sensibles al producto. A la salida de la convertibilidad, el *superávit* comercial es conseguido principalmente por la fuerte caída de las importaciones en la etapa recesiva, mientras las exportaciones atraviesan la crisis sin grandes sobresaltos. Una vez iniciado el proceso de recuperación, las importaciones crecen a mayor ritmo que las exportaciones, reduciendo el *superávit*. Los años de alto crecimiento no revirtieron el resultado comercial gracias a un repunte de las exportaciones que se consolidan en el nuevo modelo.

El perfil exportador sigue centrado en productos primarios y manufactureros de origen agropecuario, pero a diferencia de lo postulado por los autores de la ISI, la producción agropecuaria logró sortear los límites de productividad liberando los saldos exportables del consumo interno.⁴⁶

Por su parte, las importaciones presentan un comportamiento pro-cíclico y una composición fuertemente orientada a los bienes intermedios y bienes de capital necesarios para el proceso productivo, tal como lo describían los autores de la ISI. En el gráfico de importaciones por uso económico (gráficos N° 11 y 12), puede verse que a diferencia de los noventa, piezas de bienes de capital superan el monto de bienes de consumo. A su vez, se observa en los últimos años que los bienes intermedios tienen mayor pendiente positiva que los bienes de consumo, lo que implica un mayor coeficiente de importación de ese rubro. En Argentina, la gran mayoría de las importaciones se relacionan con el proceso productivo. Si tomamos el promedio 1993-2001 contra el promedio 2003-2008, vemos un cambio en la composición, donde los bienes de consumo pasan de representar el 17,3% al 11,5%.

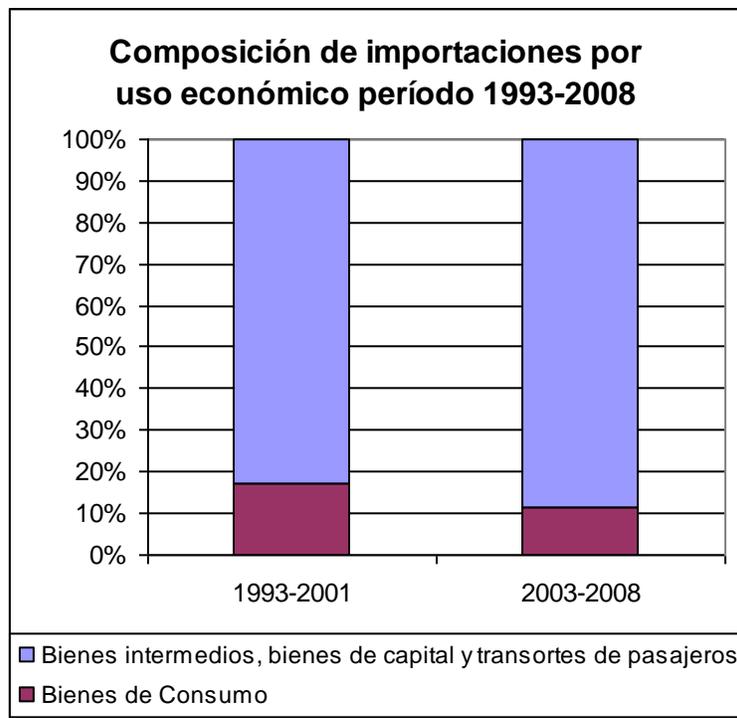
⁴⁶ Evidentemente se alcanzó en algunos productos, como en la soja, pero no en otros, como la carne vacuna.

Gráfico N° 11: Importaciones por uso económico 1993-2008, en miles de dólares.



Fuente: Indec.

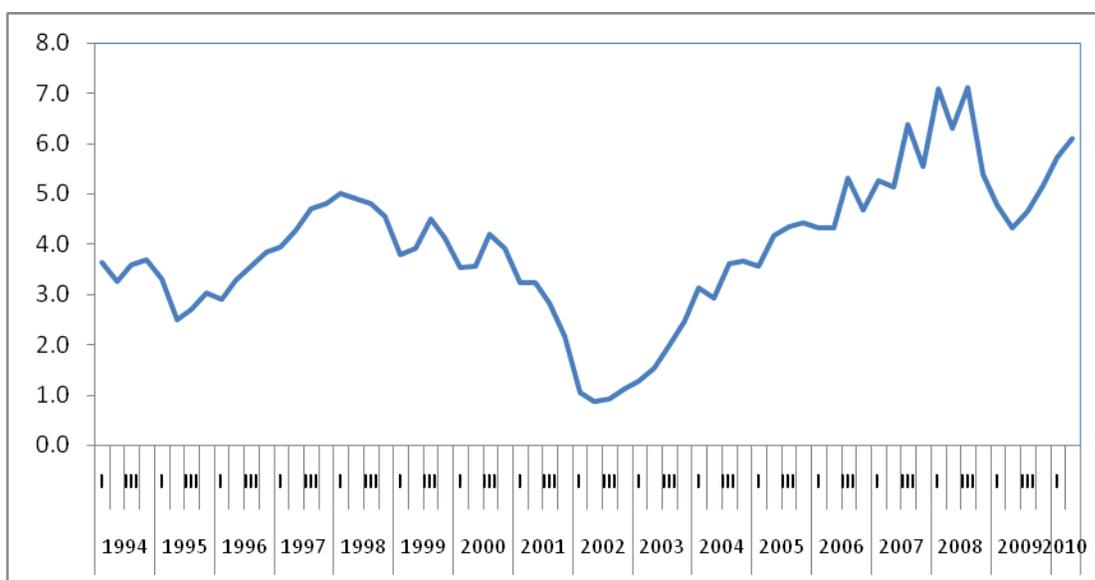
Gráfico N° 12: Importaciones de Bienes de Consumo y Bienes Intermedios, de capital y automotores de pasajeros, comparación 1993-2001 con 2003-2008.



Fuente: Indec.

En el gráfico N°13 de tasa de inversión de equipos durables importados en valores trimestrales, puede verse el carácter exógeno de la crisis. En los noventa, antes del desplome de la variable, hay una caída tendencial. En cambio, durante la última crisis financiera internacional, cayó de manera abrupta sin relación a cómo venía evolucionando la serie, lo que muestra el carácter exógeno. De paso, en el gráfico se puede observar la recuperación iniciada en 2009, afianzada en 2010.

Gráfico N° 13: Tasa de inversión equipos durables importados 1993-2009, datos trimestrales.



Fuente: Indec.

V. 5. Enfoques de restricción externa con fragilidad financiera

Trabajos como Porcile, Curado y Bahry (2003), Nelson Barbosa, y Frenkel y Taylor (2006) combinan dos vertientes del pensamiento económico moderno, la literatura del crecimiento con restricción de balance de pagos y la literatura minskyana para una economía abierta. El crecimiento de un país está determinado por el crecimiento del mundo, pero en el corto plazo pueden desviarse desde el momento que los flujos de capitales pueden afectar el balance de pagos independientemente del flujo de comercio. Como señalamos, las versiones más recientes de la restricción externa se focalizan en el

vínculo entre los desbalances de cuenta corriente, la acumulación de deuda externa, las reservas internacionales y fragilidad financiera.

V.5.2. Movimiento de capitales especulativos

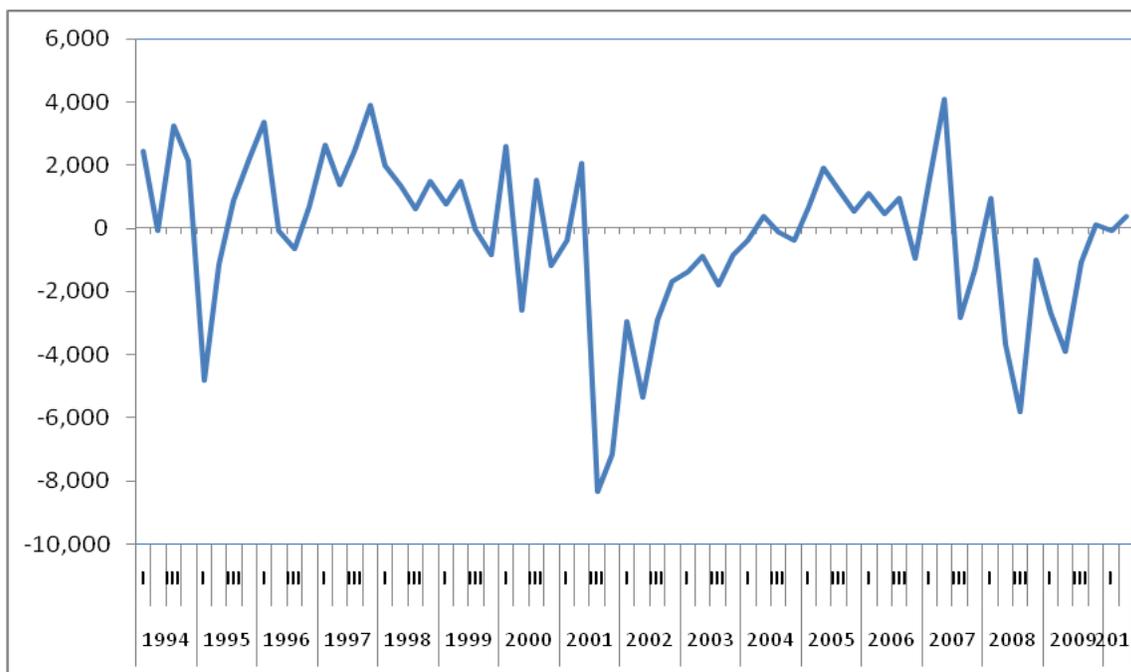
Durante el régimen de convertibilidad, los capitales entraban al país como deuda para mantener la paridad cambiaria y su déficit de cuenta corriente crónico. Según muestran Damill, Frenkel y Maurizio (2002), los movimientos de capitales tuvieron un papel dominante en la dinámica macroeconómica de corto plazo, a través de su impacto en la tasa de interés, la cantidad de dinero y el crédito.

Tras la devaluación, no hubo prácticamente ingreso de capitales, aunque lentamente fue cambiando la tendencia, llegando a arrojar trimestres con saldos positivos en los años 2004 y 2005.⁴⁷ En el año 2007, retomó la tendencia a la entrada de capitales, llegando en el segundo trimestre al valor cercano a los 5.000 millones de dólares. Pero en el tercer trimestre de 2007 estalla la crisis de *subprime* en los Estados Unidos (Arceo, Golonbek, Kupelian, 2009), y desde entonces se experimentan situaciones de fuerte salida de capitales (Gaggero, Kupelian, Zelada, 2010).

Este último movimiento se debió principalmente al comportamiento del Sector Privado No Financiero. De 2006 hasta la fecha, salieron por Activos de Otras Inversiones del Sector Privado Financiero más de 40.000 millones de dólares.

⁴⁷ La única vez que salieron capitales desde la crisis fue cuando se pagó por adelantado al FMI la totalidad de la deuda con el organismo. La diferencia es obvia, en una situación la salida es decidida, programada y ejecutada por el gobierno; en la otra es el mercado quien decide.

Gráfico N° 14: Flujo de capitales SPNF 1994-2010, datos trimestrales, en millones de dólares.



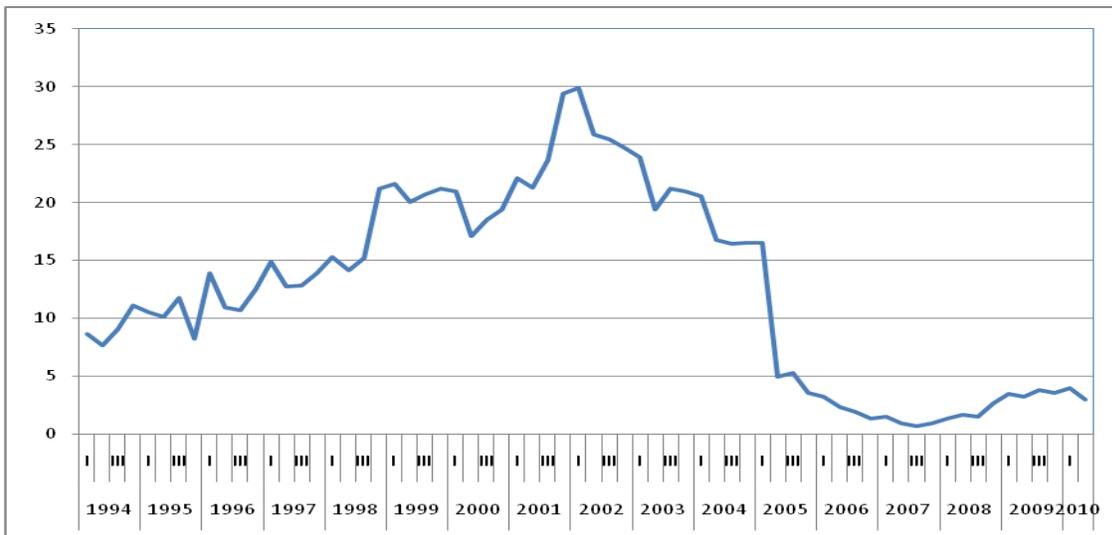
Fuente: Indec.

El crecimiento del ingreso tiene dos efectos sobre la tasa de interés. Por un lado, eleva la tasa de interés en función del nivel de reservas del país. Por otro lado, cuando la tasa de crecimiento es mayor a la tasa de crecimiento de los flujos de capital, la relación déficit/cuenta corriente/pib cae, reduciendo indicadores como el riesgo país, por lo tanto, reduciendo la tasa de interés.

En Thirlwall, la entrada de capital es exógena, pero siguiendo los modelos de fragilidad financiera, esta puede tomarse como una función de la tasa de interés. Por otro lado, los inversores miran indicadores de solvencia intertemporal como Déficit/PBI, o Monto de Intereses de la deuda/Exportaciones. Si supera cierto umbral, es posible que elevaciones de la tasa de interés no alcancen para contener una fuga de capitales (Diamand, 1973). Si el crecimiento excede el permitido por la restricción externa, el gobierno buscará un ajuste que lo aleje de esa situación, mientras que los privados disminuirán el stock de reservas. Tal fue lo sucedido en la crisis de la convertibilidad de 2001, donde el gobierno en vano trató de evitar la crisis del modelo aplicando diversas medidas de ajuste, mientras que el

sector privado fugaba las reservas. Aunque cabe aclarar que en los últimos 4 años de la convertibilidad, el modelo ya venía ajustando su exceso de crecimiento anterior en función de la restricción externa. Pero ni siquiera el superávit comercial del último año fue suficiente. El gráfico del PBI (gráfico N° 9) de esos años nos muestra una parábola casi perfecta donde, al cabo de unos años, se esfuma el crecimiento conseguido, dando cuenta de su precariedad.

Gráfico N° 15: Intereses/Exportaciones 1994-2010, valores trimestrales, en millones de dólares.



Fuente: Indec.

La crisis externa, en la versión minskiana, tiene lugar bajo un esquema Ponzi⁴⁸, es decir ingresan capitales gracias a que se pagan altas tasas de interés. Eso es lo que sucedió en los noventas y el derrumbe en 2001. En cambio, el período de 2002-2010 no se caracterizó por la entrada de capitales. A su vez, las tasas de interés no fueron elevadas, incluso en términos reales fueron negativas. Por lo tanto, no se trata de un esquema especulativo de la forma Ponzi. Por su parte, puede verse en el gráfico que el cociente Monto de Intereses sobre Exportaciones baja de manera contundente en la postconvertibilidad, evidenciando la capacidad de pago y sostenibilidad del modelo. También queda registrado el paso de la crisis internacional al mostrar una leve suba

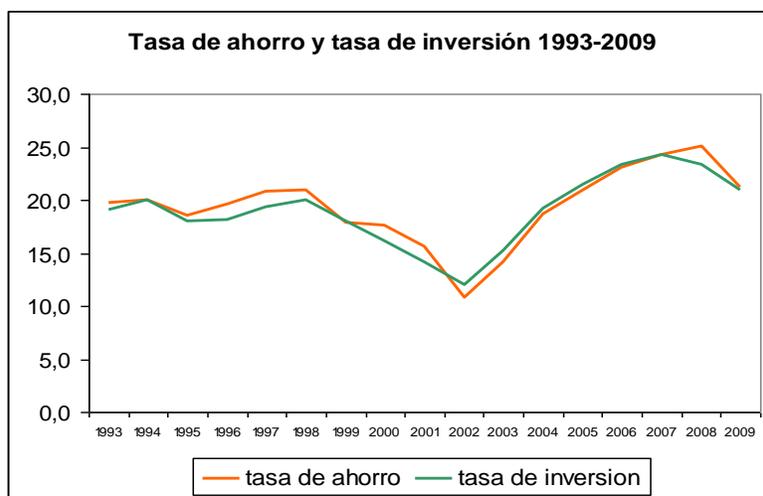
⁴⁸ Se entiende por esquema "Ponzi" aquel donde el deudor no es capaz siquiera de generar los ingresos para afrontar los pagos de los intereses, y sólo se mantiene tomando nueva deuda.

iniciada a fines de 2007, pero siempre a valores inferiores al 5%, mientras que en la crisis de la convertibilidad este indicador alcanzó el 30%.

Así también, puede verse en los gráficos que durante los noventa, la tasa de ahorro excedía la tasa de inversión. Esa diferencia estaba marcada por el ahorro externo positivo. Bresser-Pereira y Gala (2008), estudiando la economía brasilera, sostienen que, cuando se elige crecer con ahorro externo, el país enfrenta el problema de insuficiencia de demanda, derivada de la falta de estímulos adecuados para las inversiones con exportación, pues su moneda tenderá a apreciarse.⁴⁹ A su vez, el tipo de cambio no sólo afecta a las exportaciones y las importaciones, sino también los salarios y los beneficios, por lo tanto, el consumo y el ahorro interno.

La situación en el régimen posterior a la convertibilidad es radicalmente distinta. La tasa de inversión sigue a la tasa de ahorro, y la supera a lo largo del período, salvo en los años de la crisis internacional.

Gráfico N° 16: Tasa de ahorro y tasa de inversión 1993-2009, datos anuales.

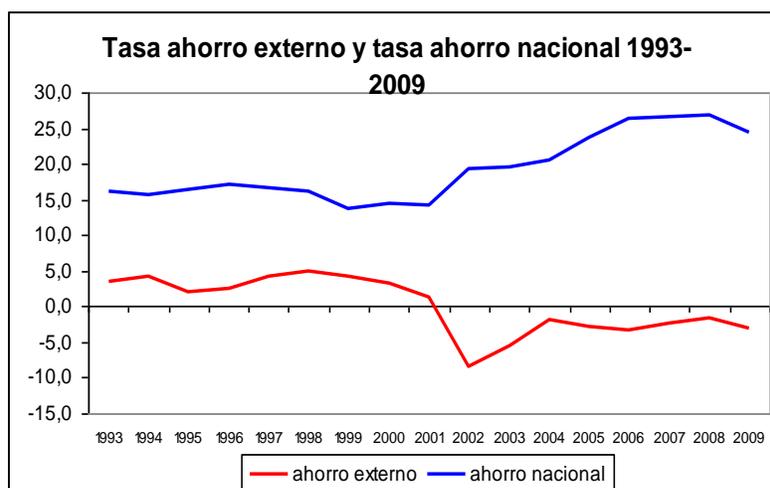


Fuente: Indec.

⁴⁹ Los autores brasileiros discuten con las teorías de desarrollo de Rosenstein-Rodan, Nurske y Lewis sobre la supuesta escasez de ahorro en las economías en desarrollo y que el camino para promover las inversiones sea el ahorro externo. Dicha idea volvió en los años noventa, con la liberalización de la cuenta de capitales.

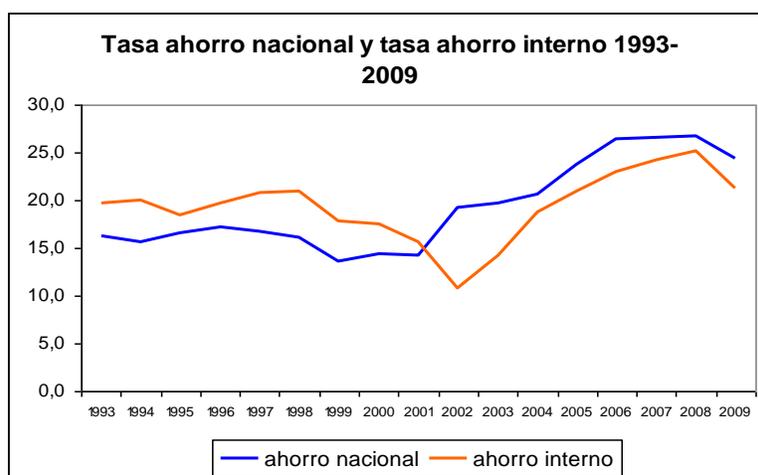
Durante la convertibilidad, la tasa de inversión muestra una tendencia descendente. En cambio, en el régimen siguiente, la tasa de inversión no sólo es superior a la del período anterior, sino que muestra una tendencia ascendente.⁵⁰ En este período, el ahorro nacional es superior al ahorro interno, es decir, el ahorro externo es negativo. Argentina financia al resto del mundo. Parte del ahorro nacional, en vez de financiar la inversión interna, se va al exterior.

Gráfico N° 17: Ahorro externo y ahorro nacional, 1993-2009, en tasas.



Fuente: Indec.

Gráfico N° 18: Ahorro nacional y ahorro interno, 1993-2009, en tasas.



⁵⁰ Bresser-Pereira y Nakano (2003) muestran la relación inversa entre la tasa de inversión y flujo de capitales. Cabe notar que toman como antecedentes los trabajos de Canitrot (1975) y Díaz-Alejandro (1963).

Fuente: Indec.

En los años de la reciente crisis internacional, el ahorro supera a la inversión, pero el ahorro nacional es mayor que el ahorro interno. En el estudio de la restricción externa, pueden encontrarse interrogantes que, una vez resueltos, ayuden a resolver temas como la deformación de todo el sistema de canalización entre ahorro e inversión.

El comportamiento del balance de pagos muestra fortalezas indiscutibles respecto a los años de la convertibilidad. El crecimiento de la economía argentina no acusa obstáculos insalvables en el presente modelo iniciado en 2003. Las amenazas de un fuerte ajuste en el nivel de actividad debido a la restricción externa han quedado superadas ante el modelo productivo y sostenible iniciado en 2003. Algunas de las típicas presiones reales de la ISI, como así también las financieras propias de la convertibilidad fueron enfrentadas con éxito ante el derrumbe de la economía internacional iniciado 2007. Difícilmente pueda esperarse una prueba más fuerte en un futuro próximo.

En consecuencia, el análisis lleva a reflexionar sobre la posibilidad real de hacer sostenible el elevado crecimiento por un período prolongado, (inédito en la Argentina), a merced de que gran parte de esa posibilidad queda fronteras adentro. Ello involucra administrar con precisión un *set* de políticas económicas soberanas que con suma efectividad ayuden a equilibrar en el largo plazo algunas cuentas del balance de pagos.

VI. Conclusiones

El principal limitante al crecimiento en una economía como la argentina es, según la bibliografía expuesta, la disponibilidad de divisas.

Se ha identificado una versión británica o keynesiana y una versión argentina o estructuralista de la restricción externa. La británica comienza con el “problema de la transferencia” de Keynes y la generalización y formalización de Harrod, para luego relanzarse en 1979 con los trabajos de Thirlwall. En dicha versión, el foco está puesto en la búsqueda de una tasa de crecimiento del producto a largo plazo que sea compatible con la disponibilidad de divisas a partir del comercio exterior. Posteriormente, se incluyen otras variables del balance de pagos como la cuenta capital, que no cambian en lo sustancial la “ley de Thirlwall”, y en el mejor de los casos, retrasan la restricción.

La tradición keynesiana, que siguió el sendero hacia la restricción de balance de pagos, constituye un aporte notable en el campo de la teoría del crecimiento económico. Brindó la oportunidad de complejizar las reflexiones sobre el crecimiento incorporando algo tan esencial como la economía abierta. Pero a su vez, no lo hizo de manera ingenua, ni apologética, sino que advirtió que el vínculo entre las economías nacionales era, por lo menos, problemático. Lejos de las bonanzas mutuas auguradas por David Ricardo, estos autores señalaron los distintos mecanismos por los cuales, el crecimiento de los países podía verse limitado o interrumpido, incluso aunque sus cuentas domésticas fuesen de buen comportamiento. En suma, se trata de una teoría del crecimiento que explica el no crecimiento. No plantea una tasa que avanza en un sendero creciente e ininterrumpido, sino una restricción que contrae el nivel de actividad.

Por su parte, el enfoque de la restricción externa tuvo un fecundo desarrollo en nuestro país. Tales trabajos ofrecen incluso un grado de complejidad mayor a la versión británica, pues incorporan análisis de largo y corto plazo, la inflación, la distribución del ingreso, modelos con dos bienes y dos sectores, precios relativos con tendencias sistemáticamente desfavorables, variables nominales con efectos reales (tipo de cambio,

salarios), estancamiento con inflación, devaluaciones recesivas, estructuras productivas desequilibradas, alta volatilidad en la cuenta financiera, procesos de endeudamiento crecientes. A pesar de la importante producción bibliográfica, dichos aportes no trascendieron más allá de la periferia.

Este enfoque, posiblemente sea más ecléctico a los ojos de la tradición de la academia británica. Los autores no siguen una escuela, como podría ser la de los *postkeynesianos*⁵¹, ni siquiera un marco teórico compartido. En el pensamiento latinoamericano el elemento económico parece no alcanzar, sino que es acompañado de aspectos políticos, históricos, culturales, organizacionales, institucionales. Con esta apertura epistemológica, la explicación del desempeño internacional de los países cobra otro matiz, aflorando relaciones de dependencia. Una característica de este enfoque es identificar las relaciones asimétricas entre países centrales y periféricos, llegando a tener que invalidar conclusiones esperadas para las economías desarrolladas.

Thirlwall y Hussain habían incorporado la posibilidad de que los desequilibrios comerciales sean financiados con la entrada de capitales. Pero no derivaron las consecuencias de tal acumulación de deuda. El endeudamiento no es una solución de largo plazo, pues deteriora los indicadores de riesgo de las economías, como ser deuda externa/PBI (Barbosa-Filho) y déficit de cuenta corriente/PBI (Moreno-Bridg). En los años noventa, las economías latinoamericanas mostraban tasas de crecimiento mayores a las compatibles con el equilibrio de balance de pagos. Llegado el caso, eran amenazadas con riesgo cambiario y *default*. Para entonces, tal incremento en la percepción de riesgo hacía que la política de elevación de las tasas de interés fuera insuficiente para contener una fuga de capitales.

La situación del período en 2002-2010 en Argentina es significativamente diferente a la de los años noventa. El crecimiento de estos años se dio sin recurrir a la entrada de capitales, y el comportamiento de la balanza comercial fue en el sentido positivo, en términos de Thirlwall. Desde la óptica de la restricción externa, el éxito del modelo se

⁵¹ Incluso compartiendo el ámbito físico de trabajo, en la misma ciudad misma universidad.

debió al mejor desempeño exportador, y a la política de des-endeudamiento externo gracias al mantenimiento de superávit comercial y fiscal.

Como parte de la nueva generación de trabajos sobre la restricción externa, se presentaron trabajos que incorporan al sector financiero bajo supuestos minskianos de fragilidad financiera. De esta manera, se pudo dar cuenta del comportamiento de economías como las latinoamericanas, jaqueadas, desde principios de la década del ochenta, por recurrentes crisis financieras. Tras la apertura comercial y la desregulación financiera, las economías pasaron a depender de la entrada de capitales para sostener una cuenta corriente crónicamente deficitaria. Las economías se vieron expuestas a shocks externos que adelantaron súbitamente el colapso de los modelos cambiarios, cayendo en profundas recesiones. La economía argentina sufrió tales experiencias con el régimen de convertibilidad, en 1995, y durante la larga agonía de 1998-2002.

Ante la crisis financiera iniciada en los Estados Unidos a mediados de 2007, vuelve a ser importante indagar sobre la sostenibilidad de la política de crecimiento en la Argentina. A diferencia del primer modelo de Thirlwall, y a los modelos formulados durante la ISI, que apuntaban con exclusividad a la balanza comercial, la etapa presente se ajusta mejor a los enfoques que incorporan la incidencia de los flujos financieros. Aunque debe incorporarse la salvedad para el caso argentino de la post convertibilidad donde la “fragilidad” es de carácter exógena. En los años de la convertibilidad, la dinámica macroeconómica no era sostenible. La cuenta corriente deficitaria, la entrada constante de capitales y tasas de interés reales elevadas con ratios de endeudamiento comprometidos y recesión sostenida, tornaban reales las amenazas de “situación Ponzi”⁵². En cambio, en la actualidad, la salida de capitales que precipita la atención sobre el balance de pagos, se da tras un período inédito de superávit de cuenta comercial, superávit de cuenta corriente, des-endeudamiento, tasas de interés reales bajas o negativas, y crecimiento económico elevado y sostenido.

⁵² En el sentido minskiano del término.

A juzgar por los datos positivos de 2010, que incluyen la vuelta al crecimiento anualizado de 9%, superávit comercial y fiscal, rápida recuperación del nivel de reservas y reducción de la salida de capitales, puede sostenerse que tras el largo torbellino de la crisis financiera internacional, la consistencia del modelo se impuso por sobre las expectativas de los agentes locales.

La continuidad del crecimiento en la próxima década dependerá de las políticas que se implementen para evitar la restricción externa. La experiencia durante la crisis internacional amerita instrumentar políticas de férreo control del balance de pagos, pues ha quedado demostrado que el movimiento de capitales se adelanta a la crisis de balanza comercial, al tiempo que es, en buena medida, independiente del desarrollo de los *fundamentals*. En este sentido, deben establecerse prioridades de emergencia en función del modelo económico y el orden social. El libre albedrío de las empresas privadas extranjeras de convertir sus ganancias en dólares y girarlos a sus casas matrices puede ser inoportuno. La misma decisión puede establecerse respecto a la posibilidad que tiene cierto sector de la población de comprar dólares sin tener que justificar su utilización para cierto monto. En este sentido, un control de cambios más profundo constituye una medida a explorar.

Hasta que el mundo no deje atrás la crisis, es de esperar que la entrada de divisas por exportaciones se vea afectada por la menor demanda mundial y las chances de la Argentina de defender sus precios puede ser limitada. En términos del modelo de Thirlwall, esto se traduce en una caída de z (crecimiento del resto del mundo) y de la elasticidad precio de las exportaciones, por lo cual, la elasticidad ingreso de las importaciones tendrá que caer en mayor proporción para conservar el ritmo de crecimiento. A primera vista, la efectividad de la política comercial puede significar una quimera ante la presión de los países más poderosos. Pero la resolución favorable de la puja comercial con China muestran márgenes posibles para cuidar el interés nacional.

En la tradición de los enfoques locales de la restricción externa, la disparidad entre sectores debe ser tomada en cuenta para administrar la política cambiaria. Las opciones

de política no se reducen a intervenir entre precios de exportaciones e importaciones, sino entre los precios de los transables y los no transables dentro de la propia economía.

A su vez, la administración de la moneda, el crédito y la divisa dentro del territorio nacional constituyen políticas absolutamente soberanas y no del todo exploradas para evitar las restricciones al crecimiento. En ese sentido, una reforma de la legislación financiera local, orientada al sector productivo, podría mejorar la canalización de los ahorros a inversiones que ayuden reducir el coeficiente de elasticidad ingreso de las importaciones. El objetivo último consiste, siguiendo a Diamand, en reparar el atrofiado sistema financiero, que desde la última dictadura militar no ha hecho más que desvirtuar los ahorros de los argentinos hacia la especulación. Una masa de capital líquido acumulado por un sector de la sociedad que se pierde en la fanática tarea de juzgar políticas, pretendiendo un poder de veto por sobre el resto de la sociedad, en vez de invertirse socialmente en forma productiva, atendiendo a conseguir un mejor equilibrio de la estructura productiva del país.

Si bien desde 2003 se ha relajado la restricción externa, siendo palpable la capacidad para acumular divisas en el BCRA a partir del modelo productivo instaurado por el gobierno, es posible instrumentar políticas integrales que resuelvan de manera definitiva los comportamientos nocivos del balance de pagos. La orientación de las inversiones hacia actividades que contribuyan a equilibrar la estructura productiva parece ser un camino lento, que demanda esfuerzo y políticas públicas que se involucren con el desarrollo. Pero sus resultados serían de una mayor fortaleza que depender de los precios internacionales de los *commodities*, o la entrada de capitales extranjeros.

A su vez, la manera en que Argentina se integra al mundo puede ser aprovechada a nivel regional, instrumentando las instituciones financieras de la región que hagan falta (el uso de monedas locales o regionales, Banco del Sur, Fondo de Estabilización Regional, etc.) para eludir restricciones de divisas, y fortalecer una integración industrial en Sudamérica.

Referencias

- ARAVENA, Claudio (2005): Demanda de exportaciones e importaciones de bienes y servicios para Argentina y Chile CEPAL, Estudios estadísticos y Prospectivos, diciembre.
- AZEVEDO ARAUJO, Ricardo; TADEU LIMA, Gilberto (2007): *A structural economic dynamics approach to balance-of-payments-constrained growth. Cambridge Journal of Economics*, 31 (85), 755-774.
- BACHA, Edmar (1984): "Growth with limited supplies of foreign exchange: a reappraisal of the two-gap model", en Syrquin, M; Taylor, L.; Westphal, L. (eds.) *Economic Structure and Performance*, Academic Press Inc.
- BACHA, Edmar (1990): "Un modelo de tres brechas de las transferencias externas y la tasa de crecimiento del PIB en países en desarrollo", *El Trimestre Económico*, diciembre.
- BACHA, Edmar (1992): "External Debt, Net Transfers, and Growth in Developing Countries". *World Development*, Vol. 20, N°8, pp 1183-1192.
- BAIRAM, E. (1987): *The Verdoorn Law, Returns to Scale and Industrial Growth: A Review of the Literature*, *Australian Economic Papers*, 26, 20-44
- BARBOSA FILHO, Nelson H. (2002). *International liquidity and growth fluctuations in Brazil: 1966-2000* Federal University of Rio de Janeiro TD.
- BARBOSA FILHO, Nelson H. (2006): *Exchange rate, growth and inflation. Annual Conference on Development and Change*, Campos do Jordao, Brazil, Nov 18-20.
- BARONE, Sergio; DESCALZI, Ricardo; DÍAS CAFERATA, Alberto M.; MATTHEUS, Virginia (2008): Límites al endeudamiento externo, déficit fiscal o Balanza comercial. Argentina y América Latina. 41° Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas Facultad de Ciencias Económicas Universidad Nacional de Córdoba. 17 al 19 de Septiembre.
- BEVERAGI ALLENDE, Walter M (1954): El servicio del capital extranjero y el control de cambios. La experiencia argentina de 1900 a 1943. Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.
- BISMARCK J. Arevilca Vásquez; Risso Charquero, W. Adrian. *Balance of payments constrained growth model: evidence for Bolivia 1953-2002* University of Kent, Canterbury, Reino Unido.
- BITTENCOURT, Gustavo (2002). Inversión extranjera directa y restricción externa en el MERCOSUR: conclusiones preliminares y temas de investigación. Universidad de la República, Facultad de Ciencias Sociales, Facultad de Economía, Documentos de Trabajo, N° 08/02, Diciembre
- BORZEL, Mariano (2005): El manejo de la cuenta capital: enseñanzas recientes y desafíos para Argentina. CEFID-AR. Documento de Trabajo N° 7. Buenos Aires. Diciembre.
- BRAUN, Oscar. "Desarrollo del capital monopolista en la Argentina" en Braun, Oscar (comp.) *El capitalismo argentino en crisis*, Siglo XXI.

- BRAUN, Oscar; Joy, Leonard. *A model of economic stagnation. A case of study of the Argentina Economy Economic Journal* vol 78 N° 312 diciembre.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo (2008): ¿Por qué el ahorro externo no promueve el crecimiento? *Investigación económica* vol LXVII, 263, enero-marzo.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo. *Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento. Cap 5 Economia do desenvolvimento.*
- BRODERSOHN, Mario (1974): "Política económica de corto plazo, crecimiento e inflación en la Argentina, 1950-1972", en: *Problemas económicos argentinos*, Buenos Aires. Ediciones Macchi, 1974.
- CANITROT (1975): *La experiencia populista de distribución del ingreso. Desarrollo Económico.*
- CANUTO, Otaviano. *Padrões de Especialização, hiatos tecnológicos e crescimento com restrições de divisas. Instituto de Economia da UNICAMP*
- CAPRARO, Santiago (2007): *The Thirlwall Law a Theoretical and Empirical Approach. The Case Of Argentina During Years 1970-2003.* Munich Personal RePEc Archive. Noviembre.
- CATELA, Eva, PORCILE, Gabriel (2010): *Keynesian and Schumpeterian Efficiency in a bop-Constrained Growth Model. Universidade Federal do Paraná.*
- CIMOLI, Mario; PRIMI, Analiza; PUGNO, Maurizio (2006): Un modelo de bajo crecimiento: la informalidad *Revista de la CEPAL* 88-
- CIMOLI, Mario; Porcile, Gabriel; Rovira, Sebastián (2010): *Structural change and the BOP-constraint: why did Latin America fail to converge? Cambridge, Journal of Economics*, vol. 34, N° 2, pp 389-411
- CIRIACI, Daria *The Dixon-Thirlwall model and Italian regional growth: a critical evaluation and suggested extension.*
- DA SILVA, Evaldo H. *Demanda Efetiva e crescimento económico: un analise da economia brasileira numa perspectiva pos-keynesiana. Departamento de Economía, Universidade Federal de Vicosá.*
- DAMILL, Mario; FRENKEL, Roberto, MAURIZIO, Roxana. *Argentina, Una década de convertibilidad. Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso. Santiago de Chile, OIT, 2002.*
- DE AQUINO FONSECA NETO, Fernando; TEIXEIRA, Joanílio Rodolpho (2004): *Crescimento com restrições de balance de pagamentos e déficits gêmeos no brasil a partir dos anos noventa. University of Brasília, Depatamento de Economia, Série Textos para discussao Texto N° 318, Brasília agosto.*
- DE ASIS CAMPOS VIEIRA, Fabricio (2007): *Crescimento económico secular no Brasil: uma investigacao empírica a partir da abordagem do crescimento com restrição externa. Uberlândia. Universidade Federal de Uberlândia.*

DE ASSIS C. VIEIRA, Fabricio; HOLLAND, Márcio (2006): *Crecimiento Económico Secular no Brasil, Modelo de Thirlwall e Termos de Troca. Escola de economia da FGV-SP Set.*

DE ASSIS C. VIEIRA, Fabricio; HOLLAND, Márcio (2008): *Economic growth and international liquidity in the post-keynesian perspective: the brazilian experience. I Encuentro Internacional de Asociación Keynesiana Brasileira, Unicamp, Campinas abril.*

DE SOUZA, João Paulo A.; ARAUJO PARIERAS, María. *A evolução recente da restrição externa ao crescimento brasileiro: mudança estrutural ou alívio temporario?*

DIAMAND, Macelo (1973): *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia.* Buenos. Aires, Paidós.

DIAMAND, Marcelo (1972): *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*”, *Desarrollo Económico*, Vol. 12. abril-junio.

DIAZ ALEJANDRO, Carlos (1963): *A note on the impact of devaluation and the redistributive impact* *Journal of Political Economy*, vol 71, N°6, diciembre.

ELLIOT, D.R; RHODD, R (1999): *Explaining growth rate differences in highly indebted countries: an extension to Thirlwall and Hussain*” *Applied Economics*, 31.

FANELLI, José M.; CHISARI, O. (1989): *Restricciones al crecimiento y distribución del ingreso: el caso argentino.* CEDES. Buenos Aires.

FERREIRA, Alex; CANUTO, Octaviano (2001): *Thirlwall’s law and Foreign Capital Service: the case of Brazil. University of Kent y UNICAMP.* “Macroeconomía abierta Keynesiana Schumpeteriana: una perspectiva Latino Americana” UNICAMP, Campinas, Brazil, June 27-28

FERRER, Aldo (1963) *Devaluación, distribución del ingreso y el proceso de desarticulación industrial en la Argentina*, *Desarrollo Económico*, Numero 4, vol 2.

FRENKEL, Roberto (1982): *Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capitales.* *Desarrollo Económico*, vol. 22, N° 87,

FRENKEL, Roberto (1988): *Restricción externa y generación de recursos para el crecimiento en América. Latina.* Documento CEDES N°15, Buenos Aires.

FRENKEL, Roberto; TAYLOR, Lance (2007): *“Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment” en: Ocampo, J. A; Jomo, K. S.; Khan, S. (Eds.) Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development, Zed Books, London, UK.*

FRENKEL, Roberto (2007): *La sostenibilidad de la política de esterilización.* Buenos Aires, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 17.

FUGAROLAS ÁLVAREZ-UDE, Guadalupe; MAÑALICH GÁLVEZ, Isis; MATESANZ GÓMEZ, David. *Are export causing growth? Evidence on International Trade Expansion in Cuba, 1960-2004.*

FUGAROLAS ALVAREZ-UDE, Guadalupe; MATESANZ GÓMEZ, David. *Restricción de balanza de pagos y vulnerabilidad externa en la Argentina de los noventa. Un análisis de caso.* Universidad de Oviedo.

FUJII, Gerardo (2002): La restricción externa al crecimiento económico de América Latina. Análisis para Argentina, Brasil, México y Chile. *Economía y Desarrollo* N°2/vol.131/Jul-Dic.

Fujip, Gerardo, La agricultura, la agroindustria y la restricción externa al crecimiento económico de México UNAM

GAGGERO, Jorge; CASPARRINO, Claudio, LIBMAN, Emiliano (2007): La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas. Documento de Trabajo N° 14. Mayo.

GAGGERO, Jorge; KUPELIAN, Romina; ZELADA, Agustina (2010): La fuga de capitales II. Argentina en el escenario (2002-2009). CEFIDAR, Documento de Trabajo N° 29.

GARCÍA MOLINA, Mario; QUEVEDO CARO, Andrés (2005): Crecimiento económico y balanza de pagos: evidencia empírica para Colombia. Cuadernos de Economía, Vol. XXIV, N° 43, Bogotá.

GERCHUNOFF, Pablo (s/a): Réquiem para el *stop and go*...¿Réquiem para el *stop and go*? UTDT- Fundación PENT.

GONZAGA JAYME JR, Federico (2003): *Balance of Payments Constrained Economic Growth in Brazil. Brazilian Journal of Political Economy, vol 23, N° 1 (89), January-March.*

GONZAGA JAYME JR., Federico (2003): *Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. Brazilian Journal of Political Economy, vol. 23, n° 1 (89), january-march.*

GUERRERO DE LIZARDI, Carlos (2001): *Thirlwall's Law with an emphasis on the ratio of export/import income elasticities in Latin American Economies during the Twentieth Century.* Estudios Económicos, enero-junio, año/vol. 21, N°001 El Colegio de México, México DF.

HARROD, Roy (1933): *International Economics. Cambridge Economic Handbooks.*

HICKS, John (1937): *Mr Keynes and the "Classics"; A suggested interpretation. Econometrica.* vol 5, N°2.

HICKS, John (1950): *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle, Oxford University Press.*

HOLLAND, Márcio, VILELA VIEIRA, Flavio; CANUTO, Otaviano (2004): *Economic growth and the balance-of-payments constraint in Latin America.* Universidad Autónoma de México, Investigación Económica, enero-marzo, año/vol. LXIII, número 247.

HOLLAND, Marcio. *Cenários do crescimento económico de longo prazo no Brasil Fundação Getulio Vargas Escola de Economia de São Paulo FGV/SP Seminário Economia brasileira em perspectiva.*

KALDOR, Nicholas (1966): *Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom. Cambridge University Press.*

KALDOR, Nicholas (1975): *Economic Growth and the Verdoorn Law - A Comment on Mr. Rowthorn's Article, Economic Journal, 85, 891-896.*

KALDOR, Nicholas (1977): *Capitalism and Industrial Development, 1977, Cambridge Journal of Economic.*

KALDOR, Nicholas (1984): *Causas del lento ritmo de crecimiento del Reino Unido. . Investigación económica* 167, enero-marzo, pp. 9-27 (conferencia Cambridge 2 de noviembre de 1966).

- KENNEDY, Charles; Thirlwall, Anthony P, (1983): *Import and Export Ratios and the Dynamics Harrod Trade Multiplier: A Reply to McGregor and Swales* Oxford Economic Papers, Oxford University Press, vol. 35(1), pages 125-29, March.
- KEYNES, John M. (1929): *The German Transfer Problem*. *Economic Journal*.
- KEYNES, John M. (1936): Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero. FCE.
- KRUGMAN, Paul (1999), "Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises," *International Tax and Public Finance* 6 no. 4, November.
- KRUGMAN, Paul R. (1979): "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking* 11(3), pp. 311-325.
- LIMA, Gilberto Tadeu; RAMOS CARVALHO, Veridiana (2007): *Macrodinâmica do produto e da renda sob restrição externa: experiência brasileira no período 1930-2004* Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas. Texto para Discussão N° 01 São Paulo, marzo.
- LIMA, Gilberto Tadeu; RAMOS CARVALHO, Veridiana. *A restrição externa e a perda de dinamismo da economia brasileira: investigando relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico* FEA-USP.
- LÓPEZ G, Juio; CRUZ B., Alberto (2000) "Thirlwall's Law" and beyond: The Latin America Experience. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, N° 3 Spring.
- LORÍA, Eduardo (2001): El desequilibrio comercial en México, ¿o por qué ahora no podemos crecer al 7%? Algunos elementos conceptuales" Momento Económico N°113 Instituto de Investigaciones Económicas UNAM, Feb-Mar.
- LOUREIRO ARAÚJO DOS SANTOS, Antonio Tiago; TADEU LIMA, Gilberto; RAMOS DA SILVA CARVALHO, Veridiana. *A restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro: um teste empírico*. FEA-USP.
- MÁRQUEZ ALDANA, Yanod (2006): Estimaciones Econométricas del crecimiento económico en Colombia mediante la ley de Thirlwall. Cuadernos de Economía, v. XXV, N°4 Universidad de Colombia, Bogotá.
- MATESANZ GÓMEZ, David; FUGAROLAS ÁLVAREZ-UDE, Guadalupe; CANDAUAP, Eduardo. Balanza de pagos y crecimiento económico restringido. Una comparación entre la economía argentina y mexicana.
- MCCOMBIE, J. S. L. (1997): *On the empirics of balance-of-payments-constrained growth*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1997, vol. 19, No. 13.
- MCCOMBIE, J. S. L.; Thirlwall, Anthony P. (1994): *Economic growth and the balance-of-payments constraint*, London, St. Matins's Press.
- MCCOMBIE, J. S. L.; (1999): Thirlwall, Anthony P. *Growth in an International Context: A Post-Keynesian View*, in J. Deprez and J. Harvey (eds), *Foundations of International Economy: A Post Keynesian Perspective* (Routledge, 1999).

NOTCHEFF, Hugo (1995): Los senderos perdidos del desarrollo. Elite económica y restricciones al desarrollo en Argentina. En: Azpiazu, Daniel; Notcheff, Hugo: El desarrollo ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadurismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de economía política. Buenos Aires. FLACSO.

MCCOMBIE, John; THIRLWALL, Anthony (Editores). *Essays on Balance of Payments Constrained Growth Theory and Evidence. Routledge Studies in Development Economics Series.*

MCGEGROR, Peter; SWALES, J K, (1986): *Balance of Payments Constrained Growth: A Rejoinder, Applied Economics, Taylor and Francis Journals, vol. 18(12), pages 1265-74, December.*

MCGEGROR, Peter; SWALES, J K, (1991): *Thirlwall's Law and Balance of Payments Constrained Growth: Further Comment on the Debate, Applied Economics Taylor and Francis Journals, vol. 23(1), pages 9-20, Part A.*

MCGEGROR, Peter; SWALES, J. K, (1985): *Professor Thirlwall and Balance of Payments Constrained Growth. Applied Economics, Taylor and Francis Journals, vol. 17(1), pages 17-32, February.*

MORENO-BRID, J.C (1998): "Disparidad de divisas y crecimiento económico", *Comercio Exterior*, vol. 48. núm. 9, Bancomext, México

MORENO-BRID, J.C (1998): "México: crecimiento económico y restricción de la balanza de pagos", *Comercio Exterior*, vol. 48, núm. 6, Bancomext, México.

MORENO-BRID, J.C. (1998): *"On Capital Flows and the Balance of Payments Constrained Growth Model", Journal of Post Keynesian Economics, vol 21, num. 2.*

MORENO-BRID, J.C. (1999): *Mexico's Economic Growth and the Balance of Payments Constraint: a cointegration analysis, International Review of Applied Economics, Vol. 13, N°2.*

MORENO-BRID, J.C.; PÉREZ. E. (1999): *"Balance of Payments Constrained Growth in Central America" Journal of Postkeynesian Economics, vol. 22, pp. 131-147.*

MORENO-BRID, J.C. (2000): *Testing the original and the New Version of the Balance of Payments Constrained Growth Model: The Mexican Economy 1967-99, Six International Post Keynesian Workshop Knoxville Tennessee, June 23-28, 2000.*

MORENO-BRID (2003): *Capital Flows, Interest Payments and the Balance-of-Payments Constrained Growth Model: A Theoretical and Empirical Analysis, Metroeconomica 54 (2-3),346-365.*

MORENO-BRID, J. C.; PÉREZ, E. (2000): *Balance-of-payments-constrained growth in Central América: 1950-96. Journal of Post Keynesian Economics, Fall 1999, vol. 22, No.1.*

MORENO-BRID, J. C.; PÉREZ, E. (2003): *Liberalización comercial y crecimiento económico en Centroamérica. Revista de la CEPAL N° 81, Santiago, Chile.*

MOUDUD, Jamee (2000): *"Harrod versus Thirlwall: A Reassessment of Export-Led-Growth". Working Paper N°316 The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.*

NAKABASHI, Luciano, PORCILE MEIRELLES, José Gabriel (2004): *Crescimento da economia brasileira e fluxo de capitais a partir da lei de Thirlwall: 1968-1980 e 1992-2000. Texto para discussão N° 240 Setembro.*

NAKABASHI, Luciano. *O Modelo de Thirlwall com variações nas elasticidades. Economia e Sociedade, Campinas, v 16, N° 1 (29).*

OLIVERA, Julio H. (1963): Equilibrio monetario internacional Desarrollo Económico.

PACHECO-LÓPEZ, Penélope; THIRLWALL, A.P. (2006): *Trade liberalisation, the Income Elasticity of demand for Imports and Growth in Latin America. University of Kent, Canterbury*

PARDO, Jimena; Reig, Nicolás. Crecimiento, demanda y exportaciones en la economía uruguaya 1960-2000 Universidad de la República.

PERRATON, J. (2003): *Balance of Payments Constrained Growth and Developing Countries: an Examination of Thirlwall's Hypothesis", International Review of Applied Economics, 17 (1), pp. 1-22.*

PERROTINI, Ignacio H. La ley de Thirlwall y el crecimiento en la economía global: análisis crítico del debate. Revista venezolana de análisis de coyuntura, julio-diciembre, año/vol, VIII, N°2 Universidad Central de Venezuela, Caracas, Venezuela.

PORCILE, Gabriel; CURADO, Marcelo; BAHRY, Thaiza Regina: *Crescimento com restricao no balanço de pagamentos e "fragilidade financeira" no sentido miskiano: uma abordagem macroeconómica para a América Latina.*

PORTO, Alberto (1975): Un modelo simple sobre comportamiento macroeconómico argentino en el corto plazo, Desarrollo Económico N°59, vol 15 oct-dic.

PREBISCH, Raúl (1949): "El Desarrollo Económico de la América Latina y alguno de sus principales problemas" en el trimestre económico 35 (1), N° 137.

PREBISCH, Raúl (1988) "Historia monetaria argentina. Anotaciones sobre nuestro medio circulante, 1776-1885" en Rapoport, Mario (comp.) *Economía e Historia. Contribuciones a la historia económica argentina.* Buenos Aires.

RAMOS CARVALHO, Veridiana; TADEU LIMA, Gilberto (2005): *A restrição externa e a perda de dinamismo da economia brasileira: investigando relações entre estrutura productiva e crescimento económico. Departamento de Economia da FEA-USP.*

RAMOS DA SILVA CARVALHO, Veridiana; TADEU LIMA, Gilberto. *Estructura productiva, restrição externa e crescimento económico: a experiencia brasileira.*

RICHARDS-ELLIOT, D.; RHODD, R (1999): *"Explaining Growth Rate Differences in Highly in Debted Countries: an Extension to Thirlwall and Hussain", Applied Economics, num. 31.*

ROCHA GOUVEA, Raphael; TADEU LIMA, Gilberto. (2009) *Structural change, balance-of-payments constraint and growth: an empirical exercise. FIPE, julia.*

RODRÍGUEZ ARANA, Alejandro (2005): El papel de la apertura comercial en el crecimiento económico y la balanza comercial de México, 1980-2002. Departamento de Economía. Universidad Iberoamericana. México ICE, N° 821, Marzo-Abril .

- SANTOS-PAULINO, Amelia; THIRLWALL, A.P. (2004): *The impact of Trade Liberalisation on Exports, Imports and de Balance of Payments of Developing Countries. The economic Journal*, vol. 114, N° 493, feb.
- SCHVARZER, Jorge; TAVONASNSKA, Andrés (2008): Modelos macroeconómicos en la Argentina: del “stop and go” al “go and crush”. Buenos Aires, CESP, Facultad de Ciencias Económicas, Documentos de Trabajo N° 15, marzo.
- SENHADJI, A. (1998): *Time-Series Estimation of Strutral Import Demand Equations: A Cross-Country Análisis*, *IMF Staff Papers*, 45 (2), pp. 236-268.
- SOUZA JR, José Ronaldo C; JAYME JR., Frederico G. (2003): *Restricto ao crescimento no Brasil: uma aplicacao do modelo de tres hiatos (1970-2000) Do Cedeplar/UFMG. TD:2002.003.*
- SOUZA JR., José Ronaldo C.; JAYME JR., Frederico G. (2004): *Constrangimentos ao crescimento no Brasill um modelo de hiatos (1970-2000) Eco. Contemp. Rio de Janeiro*, 8 (1), jan-jun.
- TADEU LIMA, Giberto; RAMOS CARVALHO, Veridiana (2007): *Macrodinámica do producto e da renda sob restrição externa: a experiencia brasileira no período 1930-2004. Fundação Instituto de Pesquisas Económicas, FIPE N° 1, Sao Paulo, marco.*
- TAVARES, Maria Da Conceição (1979): De la sustitución de importaciones al capitalismo financiero. FCE. México DF.
- THIRLWALL, A.P.; Hussain, Nureldin M. (1982): *The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth rate Differences Between Developing Countries. Oxford University Press, Oxford Economic Paper, New Series*, vol. 34, N° 3, Nov.
- THIRLWALL, Anthony P, (1986): *Balance of Payments Constrained Growth: A Reply” Applied Economiecs, Taylor and Francis Journals*, vol. 18(12), pages 1259-63, December.
- THIRLWALL, Anthony P. (1979): *The balance of payments constrained growth as an explanation of international growth rate differences. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1979, 128.1
- VELASCO, Raquel (2006): ¿Hay restricción externa del crecimiento en Colombia de 1925 a 2000? Cuadernos de Economía , Vol. XXV, N°44, Universidad de Colombia, Bogotá.
- VELASTEGUI MARTÍNEZ, Luís Ángel (2007): Crecimiento Económico en el Ecuador y restricciones en la balanza de pagos: una aplicación a la ley de Thirlwall. 1970-2004. Escuela Superior Politécnica del Litoral Serie de Análisis Económico N°4 Noviembre.
- VERDOON, P.J. (1949): *Fattori che regolano lo sviluppo della produttività del lavoro. L´Industria.*
- Woo, Wing Thye (2005): *Some Fundamental Inadequacies in the Washington Consensus: Misunderstanding the Poor bay the Brightest. In Jan Joost Teunissen (ed). Stability, Growth, and the Search for a New Development Agenda: Reconsidering the Washigton Consensus. FONDAD (Forum on Debt and Development), The Hague.*