



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
Facultad de Ciencias Económicas y Estadística

Seminario de Integración y Aplicación y Trabajo Final
Tributación, federalismo fiscal, planificación y promoción del
desarrollo.
2do cuatrimestre 2021.

ANÁLISIS DE LOS PROBLEMAS DEL SECTOR EXTERNO, LA
TOMA DE DEUDA PÚBLICA EN MONEDA EXTRANJERA Y SU
RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO ECONÓMICO.

Autor: Tomás Bussi
Legajo: B-6922/1

Tutor: Fernando Ventura

Rosario, Argentina, 2022

Resumen

El presente trabajo tiene por objetivo el análisis de los problemas del sector externo argentino en el período 2012-2019, explicar su relación con la toma de deuda en moneda extranjera y sus repercusiones en el crecimiento económico. La restricción externa, siendo un problema que limita el crecimiento y desarrollo de nuestro país, se manifestó a lo largo de todo el período y se ha intentado superar mediante distintos mecanismos, como los controles de cambios, las limitaciones a las importaciones, la pérdida de reservas internacionales, las devaluaciones y el endeudamiento externo. La solución a este problema tiene que ver con un cambio cualitativo en la estructura productiva y la matriz exportadora.

Tabla de contenido

| | |
|--|-----------|
| 1. Introducción | 3 |
| 2. Marco Teórico | 4 |
| 2.1. Deuda pública denominada en moneda extranjera y su análisis | 4 |
| 2.2. Estructura productiva y restricción externa | 5 |
| 3. Desarrollo | 6 |
| 3.1. Breve abordaje histórico de la restricción externa y su relación con el endeudamiento en moneda extranjera | 6 |
| 3.2. Evolución del sector externo en el período 2012-2015 | 8 |
| 3.3. Evolución del sector externo en el período 2016-2019 | 11 |
| 3.4. La evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) entre 2012 y 2019 | 14 |
| 3.5. Indicadores de sostenibilidad de deuda pública en moneda extranjera | 15 |
| 3.6. Restricción externa como límite al crecimiento | 17 |
| 4. Conclusiones y comentarios finales | 19 |
| Bibliografía | 21 |

1. Introducción

La toma de deuda pública es concebida, en general, como un instrumento para obtener determinados fines significativos. Entre ellos, la financiación de infraestructura, la aplicación de políticas contracíclicas ante una recesión, cubrir gasto en capital humano y dar respuesta ante una crisis financiera. También se suele tener en cuenta las consecuencias negativas de una mala utilización o una sobrecarga de esta, por ejemplo, el desplazamiento de fondos destinados a proyectos de inversión privados hacia públicos, imponer una excesiva carga sobre generaciones futuras o, lo más catastrófico, la inducción a una crisis financiera.

Sin embargo, dichos fines implican que la toma de deuda se utiliza exclusivamente para cubrir el déficit fiscal, algo generalmente aceptado en muchos manuales de economía, en donde se explica que la variación de la deuda de un período debe ser igual al déficit presupuestario. No obstante, al analizar la historia argentina, se puede sugerir que parte de la toma de deuda pública en moneda extranjera tiene que ver en gran medida con déficits externos.

La restricción externa es una limitación al crecimiento y desarrollo económico que ha estado presente en la historia de nuestro país (y lo sigue estando actualmente). Las tasas de crecimiento se han visto restringidas por la disponibilidad de divisas, ya sea por la necesidad de importación de insumos y bienes de capital, como por la remisión de utilidades al exterior o el ahorro en moneda extranjera. Este problema, con sus distintas variantes a lo largo del tiempo, ha sido sorteado mediante diferentes medidas. Una de ellas es la provisión de divisas mediante el endeudamiento externo.

Teniendo en cuenta lo anterior, en el presente trabajo se analizan los problemas del sector externo argentino y la evolución de las distintas fuentes de ingreso de divisas en el período comprendido entre los años 2012 y 2019. Para ello, se realiza previamente un breve abordaje histórico de la restricción externa y sus implicancias, con el objetivo de dar una explicación alternativa a la causa del endeudamiento.

A su vez, se muestra la evolución de los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública denominada en moneda extranjera, los cuales reflejan la verdadera capacidad de pago en divisas de ese tipo de deuda. Este es un problema externo y no fiscal, por lo tanto, observar únicamente el ratio deuda sobre Producto Interno Bruto (PIB) se vuelve insuficiente.

En la última sección del trabajo, se aborda la relación entre restricción externa y crecimiento económico, asignando este problema estructural como principal causa del estancamiento económico argentino en la última década. El cálculo de distintos indicadores, como la elasticidad-ingreso de las importaciones del período, la evolución de la variación de las exportaciones y la llamada “Ley de Thirwall” son útiles para dar una mayor noción del resurgimiento de este problema en el período analizado.

Dado los objetivos, se puede afirmar que el trabajo busca hacer comprender con mayor claridad la relación entre escasez de divisas, endeudamiento en moneda extranjera y crecimiento económico. Los interrogantes a responder, entre algunos otros, son los siguientes: ¿Cuáles fueron las principales fuentes de divisas entre los años 2012-2019? ¿Es el endeudamiento una de ellas? ¿Cuáles fueron los principales factores que perturbaron al sector externo entre esos años? ¿Afectó la restricción externa al crecimiento económico?

Es necesario aclarar que este ensayo no sugiere que los déficits presupuestarios no son causa de la variación de la deuda pública, ni que no puedan traer consecuencias tales como presiones inflacionarias. Sin embargo, sí se busca relativizar tales causas y dar un mayor énfasis a cómo los problemas en el sector externo impactan en el endeudamiento, sobre todo a partir del resurgimiento de la restricción externa a principios de la década pasada.

2. Marco Teórico

2.1. Deuda pública denominada en moneda extranjera y su análisis

En la teoría convencional, sobre todo en los manuales básicos de economía, la acumulación de deuda es vista como resultado de un déficit presupuestario. La diferencia entre los stocks de deuda pública de dos períodos contiguos, entonces, debe ser igual al resultado fiscal del último de estos (BID, 2007).

Sin embargo, a la hora de observar datos reales de deuda y déficit, se puede notar que dicha relación exacta rara vez se cumple, y la variación de la deuda se explica de mejor manera como la suma del déficit y un residuo no explicado. Por lo tanto, la relación que figura en los libros de texto convencionales es una buena aproximación de la realidad siempre que ese residuo no tenga un valor elevado. Una forma de expresar esta relación es la siguiente:

$$\frac{D2}{PIB} - \frac{D1}{PIB} = \frac{DF2}{PIB} + \frac{U2}{PIB}$$

En donde $D1$ es el stock de deuda en el período 1, $D2$ el stock de deuda en el período 2, $DF2$ el déficit fiscal del período 2 y $U2$ el residuo no explicado.

En el trabajo de Campos, Jaimovich y Panizza (2006) se realiza un estudio estadístico en donde se busca estimar esta relación para distintos países del mundo agrupados por zona. Los resultados expresan que, en promedio, la variación de la deuda explicada en función del residuo no explicado representa el 5% del PIB, lo que indica que no es de poca importancia. Los valores más altos se encuentran en África Subsahariana, con un 9%, en Medio Oriente y Norte de África, 7%, y en América Latina y el Caribe, 7%.

Al estimar el modelo econométrico, los resultados muestran que, en el caso de las economías avanzadas, la mayor parte de la variación de la deuda pública sí es explicada en su mayoría por el resultado fiscal, mientras que en América Latina y demás países en desarrollo, los déficits no explican adecuadamente la variación de la deuda. La mejor medición de la bondad de ajuste, es decir, el término R^2 (coeficiente de determinación¹) arroja un valor de más del 0,5 en las economías avanzadas, mientras que para América Latina y el Caribe, este es de un 0,05.

Si bien el trabajo citado documenta que existen grandes diferencias entre los déficits fiscales y las variaciones de deuda, lo interesante es analizar qué factores determinan esas diferencias. La experiencia argentina sugiere que las emisiones de deuda pública, en particular, las emisiones de deuda denominada en moneda extranjera han estado orientadas a financiar el déficit de cuenta corriente, que es lo que busca explicar este trabajo.

Dado que la sostenibilidad de este tipo de deuda debe analizarse en términos externos, se deben utilizar indicadores que reflejen la capacidad de pago en divisas. El ratio deuda sobre producto, en este caso, presenta poca información sobre la sustentabilidad financiera, ya que no refleja la magnitud de divisas que genera el país.

Según el trabajo de De Lucchi (2014), los indicadores básicos de sustentabilidad de la Deuda Pública en Moneda Extranjera (DPME) son los siguientes:

$$d^* = \frac{DPME}{R^*}$$

¹ El término R^2 , llamado coeficiente de determinación, es la proporción de la varianza total de la variable explicada por la regresión.

En donde R^* son las reservas internacionales. Este indicador muestra la capacidad de pago inmediata frente a obligaciones en moneda extranjera. Sin embargo, se compara activos de liquidez inmediata con pasivos a distintos plazos, lo que podía corregirse considerando solamente las obligaciones de corto plazo. Otro cuestionamiento a este ratio tiene que ver con la calidad de las reservas internacionales acumuladas, ya que no es lo mismo acumular reservas por medio del superávit comercial que hacerlo a través de inversiones extranjeras directas o de cartera. En este último caso se estarían acumulando reservas emitiendo obligaciones financieras en moneda extranjera.

Un mejor indicador estructural de la sustentabilidad de la deuda pública en moneda extranjera es DPME sobre exportaciones, ya que estas son una fuente genuina de divisas y no implican cambios patrimoniales, es decir, no generan emisiones de pasivos financieros. No obstante, este ratio no proporciona información sobre la liquidez y solvencia en el corto plazo.

$$dx = \frac{DPME}{X}$$

En donde X son las exportaciones del período.

2.2. Estructura productiva y restricción externa

El desarrollo de este trabajo se basa en el pensamiento estructuralista, el cual no se desarrolló sobre hipótesis de comportamientos universales, ni de axiomas predeterminados, sino a partir del análisis de la realidad. Esta corriente se articuló, entre otros temas, en las relaciones de poder y dependencia bajo el binomio centro-periferia, la predominancia de la restricción externa y la visión del desarrollo como cambio estructural (Bárcena y Prado, 2015).

En este enfoque, la relación entre crecimiento y restricción externa fue inicialmente analizada por Prebisch (1949). En su teoría del centro-periferia desarrolla que los países centrales por sus estructuras productivas realizan exportaciones de alto valor agregado e importaciones de bajo costo, generalmente insumos. Por otra parte, los países periféricos se especializan en la producción de materias primas y alimentos, e importan bienes manufacturados de alto valor. Estos últimos presentan dificultades para generar la cantidad necesaria de divisas para mantener su crecimiento económico, dado su alto nivel de demanda de importaciones.

En consecuencia, es poco probable que una economía de la periferia pueda mantener un déficit de la cuenta corriente durante un período prolongado de tiempo, a menos que sean receptores de montos significativos de flujos de inversión. En el largo plazo, estos países deben mantener el equilibrio de su cuenta corriente, ya que los flujos financieros no pueden ser permanentes.

De acuerdo con este enfoque, la tasa de crecimiento de un país periférico es función de la demanda externa, de las elasticidades de importación y exportación, de los términos de intercambio y de los flujos financieros de largo plazo. La alternativa para que estos países puedan depender en menor medida de dichas variables es el cambio estructural.

El neoestructuralismo buscó la integración del pensamiento estructuralista a los cambios que ocurrieron en América Latina y el mundo hacia fines de la década del ochenta, tales como la apertura comercial, la movilidad internacional de capitales, la privatización de empresas estatales, la desregulación y la mayor integración mundial en general, siendo esta la visión adoptada a la hora de analizar la relación entre restricción externa y endeudamiento en moneda extranjera.

El fenómeno de la formación de activos externos (FAE), coloquialmente conocido como “fuga de capitales”, está presente a lo largo de este trabajo por ser un factor que aumenta el problema de la escasez de divisas. La FAE se refiere a la decisión de los residentes de un país de invertir su excedente en el exterior, ya sea mediante inversiones directas, de cartera o simplemente

atesorando divisas. Este fenómeno tiene su origen a mediados de la década de 1970, y se ha mantenido a lo largo de los diferentes gobiernos y las distintas políticas económicas.

Siguiendo esta tradición de pensamiento, es necesario introducir la noción del conflicto distributivo y su relación con el tipo de cambio. Según Gerchunoff y Rapetti (2016), una economía es estructuralmente conflictiva cuando el salario real que permite el equilibrio social es superior al requerido para garantizar la sostenibilidad de las cuentas externas y el pleno empleo.

Esta incompatibilidad entre el salario que demanda la sociedad y el que permite la estructura productiva de la economía es de naturaleza estructural y no coyuntural, es decir, eliminar dicho conflicto requiere una modificación de la estructura productiva. Los factores que determinan el salario de equilibrio social responden a una fabricación histórico-cultural que puede variar a lo largo del tiempo. Por ejemplo, ante un largo período de estancamiento económico, es probable que disminuyan las aspiraciones de la sociedad. Por otro lado, el salario de equilibrio externo depende positivamente de la participación de sectores transables en la economía, por lo tanto, un cambio estructural en ese sentido tendería a elevarlo. Estos conceptos serán útiles al analizar la evolución del tipo de cambio real en el período y sus implicancias.

Un elemento teórico que se utiliza en este trabajo, además, es la Ley de Thirwall. El autor que le da nombre a la ley sostenía que el problema principal al que se enfrentaba una economía eran restricciones de demanda, no de oferta, y que las diferencias en las tasas de crecimiento entre países eran explicadas por el efecto de la restricción externa. Una tasa de crecimiento equilibrada sería aquella que mantenga el equilibrio en la balanza de pagos. Como a largo plazo las exportaciones son el único medio que permiten financiar las importaciones, una tasa de crecimiento que mantenga el equilibrio entre estas dos variables, según Thirwall, depende de el cociente entre la tasa de crecimiento de las exportaciones y la elasticidad-ingreso de las importaciones. Sintetizando, quedaría la siguiente expresión:

$$Yp = \frac{Xp}{\pi}$$

En donde Yp es la tasa máxima a la que puede crecer una economía sin caer en estrangulamientos externos, Xp es la tasa de crecimiento de las exportaciones y π la elasticidad-ingreso de las importaciones (Capraro, 2018).

Calcular esta tasa para un determinado período es útil para compararla con la tasa real promedio de crecimiento y así obtener conclusiones sobre si se excedió ese límite mediante financiamiento externo.

3. Desarrollo

3.1. Breve abordaje histórico de la restricción externa y su relación con el endeudamiento en moneda extranjera.

La restricción externa es un fenómeno que ha limitado el crecimiento y desarrollo de la Argentina durante décadas. Los primeros cuellos de botella del sector externo surgieron en la década de 1930, cobrando distintas intensidades en diferentes momentos del modelo de industrialización por sustitución de importaciones. El crecimiento de la industria dependía de la importación de insumos y bienes de capital, mientras que las divisas necesarias para dichos requerimientos muchas veces no se encontraban disponibles debido a que las exportaciones del sector agropecuario se encontraban estancadas, provocando desaceleraciones en el crecimiento o recesiones (Braun, 1975).

La etapa de industrialización por sustitución de importaciones se dividió en dos fases. La primera, comprendida por las décadas de 1930, 1940 y 1950, se caracterizó por la preeminencia de sustitución de bienes de consumo final, tales como alimentos, prendas de vestir y maquinaria

simple. Este proceso debió afrontar dificultades, ya que los requerimientos de sustitución implicaban nuevas necesidades de importación de bienes intermedios y de capital necesarios para la producción industrial (Ferrer, 1963). Estas necesidades generaban efectos en el ciclo económico, ya que la expansión de la actividad económica basada en la industrialización orientada al consumo interno provocaba tensiones en el sector externo por los mayores requerimientos de importación. Por esto surge el análisis de los ciclos *stop and go* de Braun y Joy (1981).

La segunda fase, comprendida por la década de 1960 y principios de los años setenta, estuvo orientada a profundizar la sustitución de las industrias base, la industria pesada y los insumos. Así, el desempeño del crecimiento económico podría ser compatible con el desempeño de la industria, evitando los estrangulamientos externos asociado a la disponibilidad de divisas. Entre 1964 y 1974 se dio una de las fases más intensas de crecimiento económico de la Argentina, sin interrupciones por estrangulamientos externos, promediando un crecimiento anual de 5,6% impulsado por la industria manufacturera (Kulfas, 2016).

Durante la última dictadura militar, termina el modelo de industrialización por sustitución de importaciones, comienza una etapa de apertura comercial y financiera que reduce sustancialmente la participación del valor agregado industrial en la economía argentina y cambia de forma cualitativa el problema de los estrangulamientos externos. Surge un período de masivo endeudamiento externo y, como contracara de este, las amortizaciones de capital y la carga de intereses sumado a la formación de activos externos fueron los factores causantes de los problemas de balanza de pagos a partir de entonces (Schorr y Wainer, 2014).

El modelo de “valorización financiera” que se establece entre los años 1976 y 2001 adquiere distintas variantes: el proceso de reorganización nacional (1976-1982), el primer gobierno democrático (1983-1989) y la convertibilidad (1991-2001). Sin embargo, en todas ellas se da una extranjerización creciente de la economía y una reestructuración regresiva de la industria. Valorización financiera se lo llamó al proceso por el cuál la deuda externa aumentó de forma decisiva, aumentando la apropiación de renta financiera por parte del capital oligopólico. La contracara de este endeudamiento fue la fuga de capitales, ya que los fondos no se dirigían a inversiones industriales, sino a instrumentos financieros para obtener una renta a partir de que la tasa de interés local era siempre superior al costo de endeudamiento en el mercado internacional (Basualdo y Bona, 2020). Este hecho generó efectos marcados en la actividad económica.

Mientras que el stock de deuda externa neta (pública y privada) creció al 12,5% anual acumulativo en el período 1975-2001, la salida de divisas en concepto de pagos de intereses tuvo un ritmo de crecimiento del 16% anual y la fuga de capitales un 13,2%. El resultado de esta dinámica fue el estancamiento del PIB, el cuál creció en este período al 1,5% anual, y apenas alcanzó a cubrir la expansión demográfica (1,3% anual) (Bona y Barrera, 2020).

Entender la dinámica de dicho período se vuelve importante para analizar la toma de deuda en moneda extranjera en parte del período analizado en este trabajo, concretamente, del 2016 al 2019, el cual tiene características similares. Sin embargo, antes se explican las características generales que adquirió el sector externo en la posconvertibilidad (2002-2015), las cuales nos proporcionan información para analizar la otra parte de este trabajo, la que va del 2012 al 2015.

A partir de 2002, con la ruptura de la convertibilidad y el default de más de la mitad de la deuda pública se inició un período de aislamiento financiero que fue compensado por el ingreso de divisas del comercio exterior. Esta etapa tuvo un fuerte crecimiento económico durante casi una década, pero no pudo ser sostenido ante la irrupción de nuevos problemas del sector externo (Wainer, 2020).

Entre 2002 y 2011, las exportaciones se expandieron 13,9% anual, siendo el factor clave que explica este incremento el precio de los commodities, entre los que se encontraban los principales bienes de exportación del país. Si bien el crecimiento económico se vio interrumpido en 2009 tanto por el impacto de la crisis internacional como por la sequía en la región pampeana, en 2010 y 2011 se volvió a crecer fuertemente, pero esta vez con signos de deterioro de las cuentas externas, sobre todo con el cambio de signo de la cuenta corriente del balance de pagos.

3.2. Evolución del sector externo en el período 2012-2015

A partir del 2010, la reaparición de la restricción externa estuvo vinculada a factores tanto coyunturales como estructurales, que comprenden distintas problemáticas que impactan en el balance de pagos. Por un lado, el sector energético devino en 2011 en un déficit comercial cada vez más pronunciado. Las raíces históricas de esta crisis sectorial tienen que ver con la desregulación del sector hidrocarburífero durante la década del 90, que generó una sobreexplotación de los yacimientos, cuyos recursos extraídos se dirigían a mercados externos. Ante la fuerte expansión de la actividad económica de la posconvertibilidad, el aumento de demanda de energía no se vio compensada con un aumento de la producción de hidrocarburos, incrementando la necesidad de importación y provocando el déficit mencionado.

Por otro lado, las ramas manufactureras más dinámicas de este período fueron la industria automotriz y la producción de bienes electrónicos en Tierra del Fuego. En el primer caso, la escasa política industrial para impulsar el surgimiento de proveedores locales de autopartes generó que la fuerte expansión del sector no fuera compensada con un crecimiento proporcional de insumos. Por lo tanto, dada la escasa integración local, se generó un fuerte deterioro del saldo comercial sectorial (Manzanelli y González, 2012).

En el caso de la industria electrónica de consumo en Tierra del Fuego, su casi nulo grado de integración local junto al impulso al consumo de esos bienes en la segunda fase de la posconvertibilidad terminaron generando un alto déficit sectorial que rondaba los 4200 millones de dólares anuales entre 2011 y 2015.

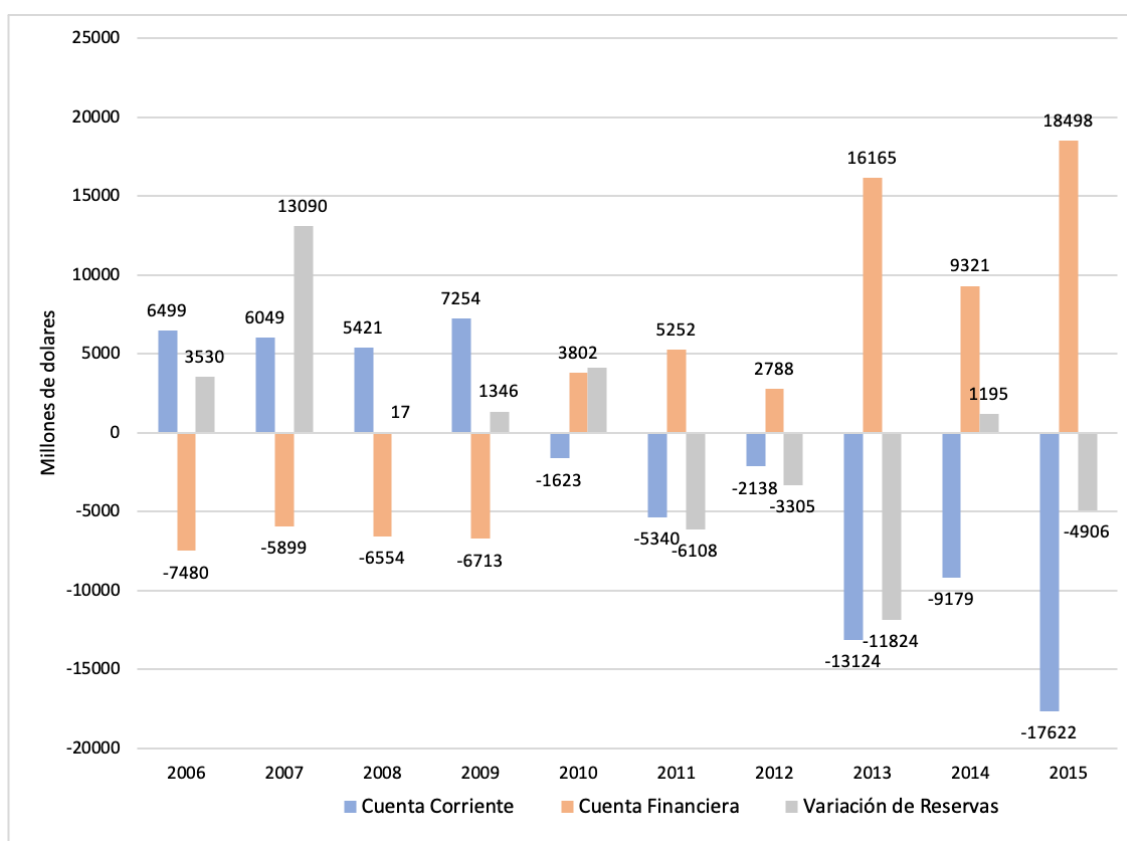
A estos elementos que permitieron el resurgimiento de la restricción externa hay que sumarle los factores estructurales que han estado presente en todo este período y que surgieron en la última dictadura cívico militar: la remisión de utilidades al exterior y la formación de activos externos. Estos elementos no están excluidos de la escasa diversificación de la estructura productiva e inversiones en el sector de hidrocarburos, ya que la salida de capitales consiste en, precisamente, la fuga de la inversión.

Los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) dirigidos hacia América del Sur y Argentina, según diversos estudios, no han sido orientados hacia sectores que produjeran o ahorraran divisas, sino más bien a actividades extractivas u orientadas al consumo interno (CEPAL, 2013). La creciente importancia del capital extranjero en el país se circunscribe, sobre todo, a la remisión de utilidades y dividendos al exterior, debido principalmente a la relativamente baja propensión a invertir de las firmas instaladas, ya que su dominio de mercado puede sostenerse por otros mecanismos. Durante la posconvertibilidad, debido al alto grado de extranjerización alcanzado en el período de valorización financiera, las utilidades obtenidas y remitidas por las empresas extranjeras han tenido un comportamiento mucho más dinámico que el ingreso de IED. Mientras la remisión de utilidades explicaba el 26,5% de los ingresos por IED en la convertibilidad, en la posconvertibilidad dicha relación pasó a ser de 54,8% -promedios anuales- (Schorr y Wainer, 2014).

Por su parte, los grupos económicos locales también han contribuido al drenaje de divisas por diversos medios. Ya desde la última dictadura militar el gran empresariado argentino ha girado al exterior una proporción importante de sus ganancias, sobre todo por medio la compra de

activos físicos y financieros. Este comportamiento fue sumamente dinámico en la posconvertibilidad. Si bien el ahorro en moneda extranjera es un fenómeno difundido en sectores medios y altos de la Argentina, una proporción considerable de la fuga de capitales fue realizada por los grandes empresarios locales, tras el envío al exterior de sus abultadas ganancias, sobre todo a partir del 2008. A diferencia de la época de la convertibilidad, en donde la fuga de divisas estaba vinculada al ingreso de las mismas por medio de el endeudamiento en moneda extranjera y la venta de empresas estatales, en la posconvertibilidad este comportamiento estaba asociado al fuerte crecimiento de la economía y superávits de divisas que generaba la actividad agropecuaria.

Gráfico 1
Evolución de los componentes del Balance de Pagos (2006-2015)
(millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec

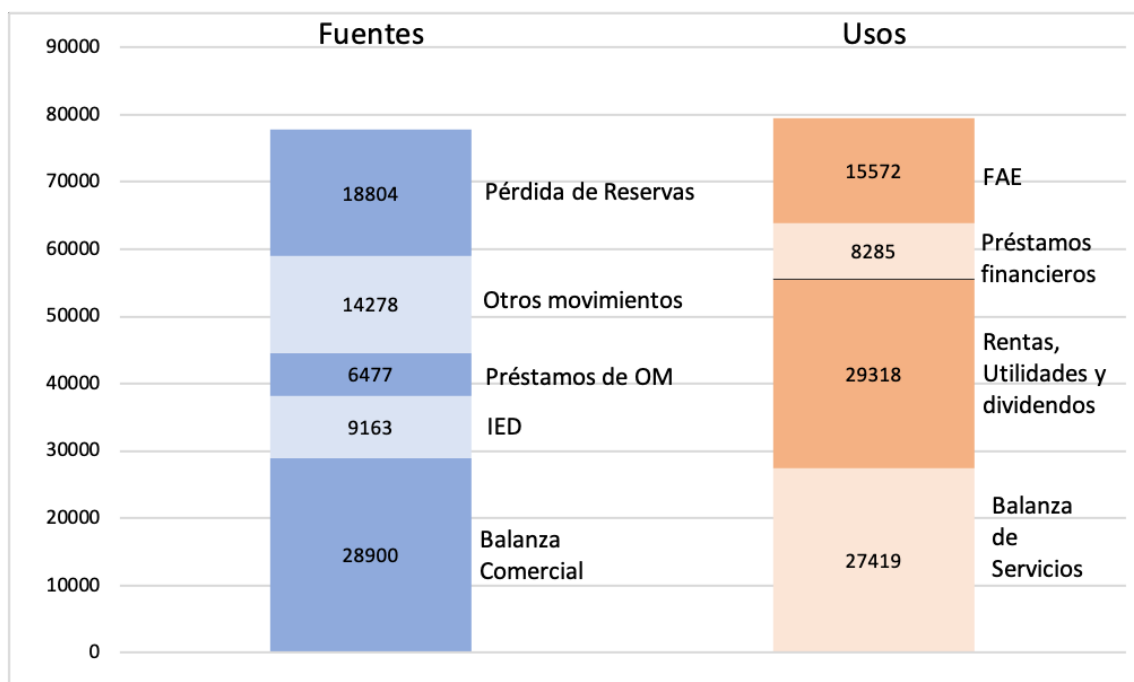
Si bien es cierto que las tendencias del comercio conducían al estrechamiento, éste arroja un saldo deficitario recién en el año 2015, por lo que hay que resaltar que la mayor parte de la restricción externa estaba representada por la FAE, el pago de intereses netos y la remisión de utilidades y dividendos.

El déficit de cuenta corriente no fue compensado por ingresos de capitales, por lo que desde 2011 se utilizaron las reservas internacionales acumuladas en el período anterior, llegando a 2015 con menos de la mitad de la cantidad existente 5 años antes. Además, ya entrado 2012, se prohibió la compra de dólares que no estuviera asociada estrictamente a operaciones comerciales y financieras con el exterior, sumado a mayores limitaciones a este tipo de transacciones.

En el gráfico nº1 se muestra la evolución de los principales componentes del balance de pagos. Como se ha descrito, la cuenta corriente se vuelve negativa a partir del 2010, siendo compensada tanto por el ingreso de capitales por la cuenta financiera como por la utilización de reservas

internacionales por parte del BCRA. Entre los años 2012 y 2015 siempre es negativa, llegando a un mínimo de -17622 millones de dólares en este último.

Gráfico 2
Balance cambiario 2012-2015
(millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Otra forma de observar las entradas y salidas de divisas del país es tener en cuenta el balance cambiario, ya que registra la compra-venta de moneda extranjera en un período determinado. En el gráfico n° 2 se muestra este balance para el período 2012-2015, detallando las principales fuentes y usos de divisas.

Las principales fuentes (ingresos) de divisas entre estos años fueron la balanza comercial, sobre todo de la actividad agropecuaria, ya que el resto de los rubros fueron deficitarios, y la utilización de reservas internacionales, acumuladas en el período anterior. Por otro lado, los principales usos (salidas) fueron la formación de activos externos, la balanza de servicios (turismo) y, sobre todo, la remisión de utilidades, rentas y dividendos al exterior.

Es necesario destacar que, si bien los movimientos netos por parte del comercio exterior fueron superavitarios, estos podrían haber sido mayores si no fuera por los déficits del sector industrial y el energético. Así, se hubiese dependido menos de la utilización de reservas para cubrir las salidas de divisas.

En otras palabras, el gráfico n°2 indica que en el período 2012-2015 el ingreso divisas por vías genuinas o por inversión extranjera directa no fue suficiente para solventar los distintos medios de salida de estas, es decir, la FAE, las rentas, utilidades y dividendos y el saldo deficitario de la balanza de servicios. Así, la provisión de las necesarias para cubrir esta diferencia estuvo ligada a la pérdida de reservas por un monto acumulado de casi 19000 millones de dólares.

En síntesis, luego de un período de altos precios de bienes exportables que permitieron fuertes superávits comerciales y crecimiento económico, el problema de la restricción externa resurge a partir del 2011 con el comienzo del estancamiento de los precios de los commodities. Esto,

junto a el déficit energético, la formación de activos externos y la remisión de utilidades, dividendos y rentas al exterior contribuyeron a la necesidad de implementar controles cambiarios y utilizar reservas internacionales para cubrir la salida de divisas hasta 2015.

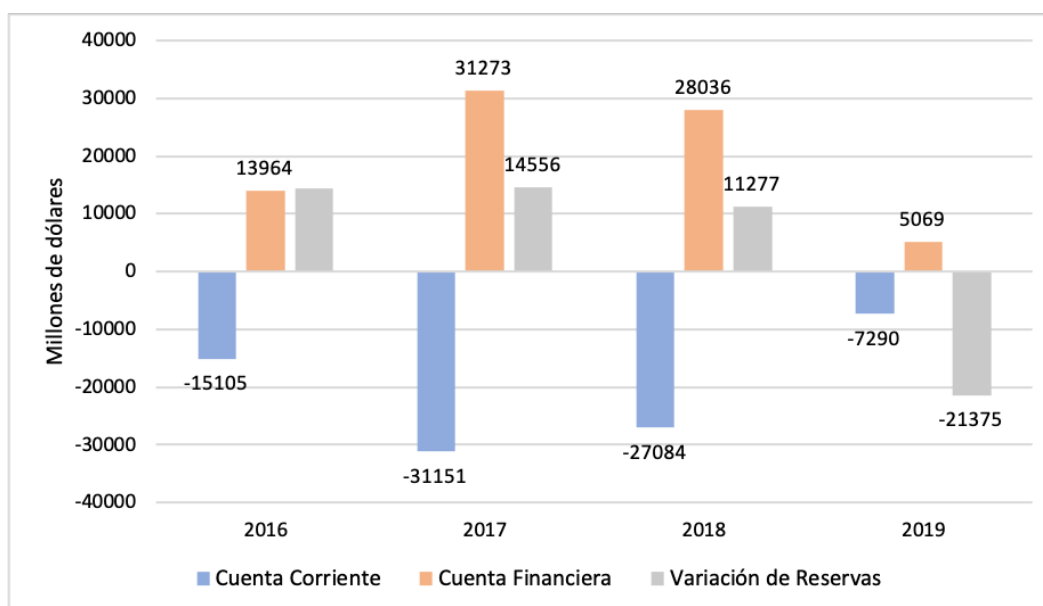
3.3. Evolución del sector externo en el período 2016-2019

El cambio de gobierno en diciembre del 2015 marcó un punto de inflexión respecto a la orientación de la política económica argentina de la posconvertibilidad. A partir de entonces, se llevó a cabo una serie de medidas aperturistas orientadas al ingreso de flujo de capital extranjero y a la expansión las exportaciones de productos agroindustriales. Las principales medidas adoptadas en un principio fueron la eliminación de restricciones cambiarias y devaluación del peso, eliminación de las DJAI (Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación) y régimen de consulta previa, eliminación y reducción de retenciones y eliminación de regulaciones a los movimientos de capital (Santarcángelo, Wylder y Padín; 2019).

En cuanto a la balanza comercial, en este período se registraron dos años con superávit (2016 y 2019) y dos con déficit (2017 y 2018). Las exportaciones se mantuvieron en registros inferiores a los observados entre los años 2010-2014, reflejando el escaso dinamismo de estas. Más allá de la sequía en 2018, dichos resultados son adjudicados por diversos autores a la “reprimarización” de la matriz exportadora, ya que entre 2016 y 2019 han ganado participación los productos primarios y manufacturas de origen agropecuario, en detrimento de la participación de las manufacturas de origen industrial (Wainer, 2020).

Entonces, dado el pobre desempeño de las exportaciones, el resultado de la balanza comercial estaba determinado por el comportamiento de las importaciones. Es por esto que la recuperación económica del año 2017 generó que el país tuviera un déficit comercial de 8309 millones de dólares, el mayor de toda su historia. El aumento de las compras externas estuvo vinculado también a la importación de bienes de consumo final, ya que en este período se reemplazó gran parte de la producción local por extranjera (Belloni y Wainer, 2019).

Gráfico 3
Evolución de los componentes del Balance de Pagos (2016-2019)
(millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec

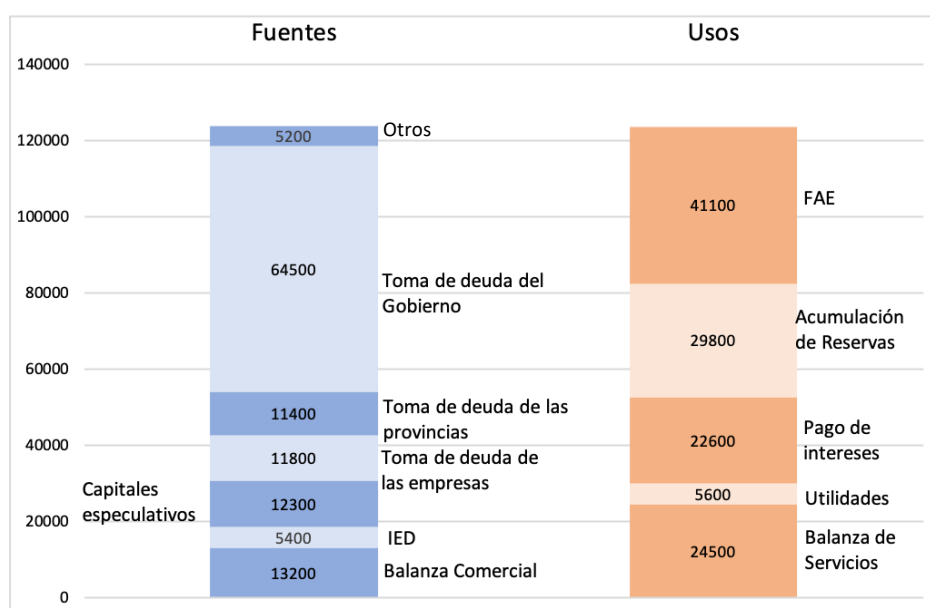
Por lo tanto, los resultados comerciales de este período tendieron a agravar el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos, siendo este deficitario. Para cubrir el déficit el gobierno recurrió tanto al endeudamiento en moneda extranjera como al ingreso de capitales dirigidos a inversiones de cartera, aumentando fuertemente dichas variables a partir de 2016. De esta forma, la economía argentina quedó expuesta a la dirección de los flujos de capitales y el humor de los mercados financieros. En el año 2018 se revierte el flujo de capitales, provocando una profunda recesión en el país y generando la necesidad de utilizar reservas internacionales para cubrir el déficit externo que se mantenía. Dichas reservas fueron obtenidas a través del previo endeudamiento y con el préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional por 50 mil millones de dólares. Aún así, estas intervenciones no pudieron evitar la devaluación del peso y sus posteriores presiones inflacionarias (Wainer, 2020).

Es necesario destacar la gran magnitud de la formación de activos externos en este período, que llegó a acumular 93667 millones de dólares, equivalente al 90,1% de la deuda pública contraída en moneda extranjera.

En cuanto a los actores que participaron de la FAE, Rua y Zeolla (2018) afirman que en este período se volvió al mercado de los “grandes jugadores”. En lo observado entre diciembre del 2015 y abril del 2017, 703 mil personas acumulan el 45% del volumen total de compras en operaciones por menos de 10 mil dólares. Por otro lado, un grupo de sólo 950 clientes realizan transferencias al exterior que operan volúmenes de compra de divisas mayores a los 2 millones de dólares por operación.

Para analizar el balance cambiario, es útil subdividir este período en dos etapas, la primera comprende los años 2016 y 2017, la segunda, los años 2018 y 2019. En la primera, los mercados internacionales de deuda funcionaron como la principal fuente de financiamiento para los sectores privado y público. El 81% de las divisas que ingresaron provinieron de colocaciones de deuda del Sector Público Nacional, de las provincias y de empresas, y de inversiones de cartera. La inversión extranjera directa, por su parte, no fue una gran fuente de divisas.

Gráfico 4
Balance cambiario Ene2016-Abr2018
(millones de dólares)

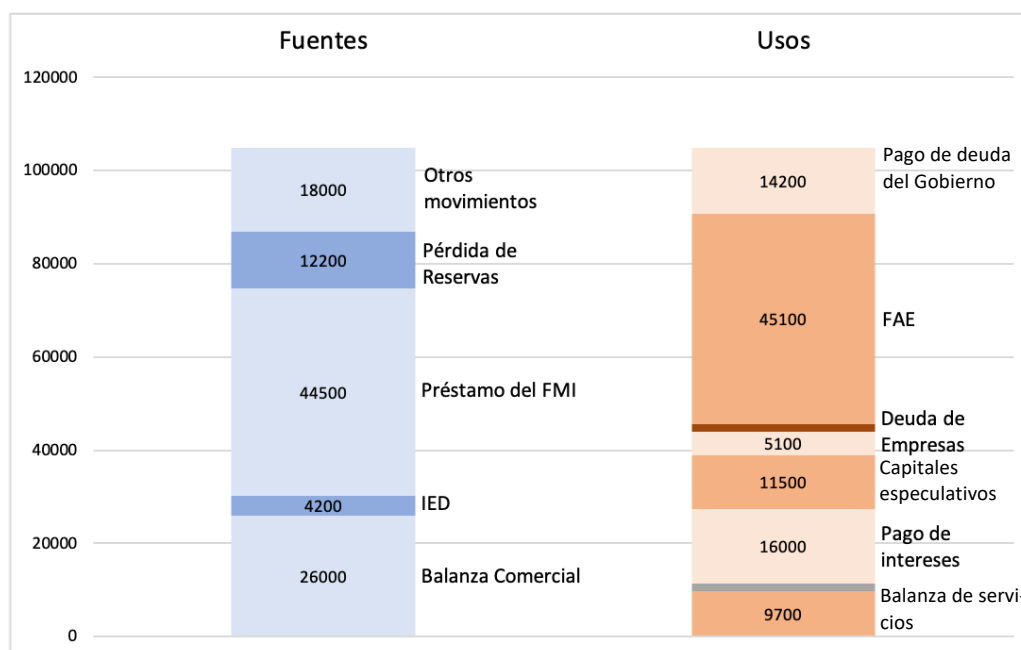


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Como se observa en el gráfico 4, esta gran cantidad de flujo de moneda extranjera se utilizó en la formación de activos externos, la remisión de utilidades, el pago de intereses, y el déficit de la balanza de servicios (en su mayoría, turismo).

Ante el cierre parcial de los mercados internacionales para Argentina en la primera mitad del 2018 y la reversión del flujo de capitales, sobre todo por la desconfianza que produjo la conferencia de prensa de diciembre de 2017² y la suba de la tasa de interés de la FED³ (Reserva Federal de EEUU), se imposibilitó el pago de deudas y se volvió insostenible el programa macroeconómico. A partir de ese momento, comenzaba la segunda etapa de este período, caracterizada por la inestabilidad cambiaria y la salida de capitales.

Gráfico 5
Balance cambiario May2018- Oct2019
(millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Así, el FMI pasó a ser la principal fuente de divisas entre mayo del 2018 y octubre del 2019, ante una fuerte demanda por atesoramiento de residentes, salida de capitales especulativos y pagos de deuda, hasta octubre de 2019 en donde se aplicaron controles cambiarios (gráfico n°5).

Lo que indican los balances cambiarios expuestos es que, dado los grandes medios de salidas de divisas, es decir, la FAE, el pago de intereses y utilidades y la balanza de servicios deficitaria, los ingresos de estas por medios genuinos fueron muy escasos para poder solventarlos. Por lo tanto, la provisión de divisas para cubrir dichos usos se dio mayoritariamente por endeudamiento público en moneda extranjera, ya sea por medio de bonistas privados (2016-2017) o por el FMI (2018-2019). Esto esclarece la causa principal del endeudamiento, siendo una explicación alternativa a la de la acumulación de déficits fiscales. En el marco teórico se describió el trabajo de Campos *et al* (2006) el cual demuestra que, en los países en desarrollo como los de América Latina y el Caribe, la variación de la deuda pública es explicada en pequeña parte por

² El 27 de diciembre del 2017 se dio una conferencia de prensa en la cual estaban incluidos funcionarios del Ministerio de Economía y del BCRA. En ella, se percibió un desacuerdo sobre los objetivos de inflación entre ambas instituciones, provocando desconfianza en los mercados financieros.

³ La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) es la autoridad monetaria de dicho país.

los déficits presupuestarios y en mayor medida por un residuo no explicado por estos. La toma de deuda en moneda extranjera para la provisión de divisas es compatible, entonces, con este estudio.

En resumen, como se intentó describir en estas páginas, la Argentina padece de un desequilibrio externo estructural que ha sido enfrentado por distintas medidas, dependiendo del período, tales como las restricciones a la compra de divisas e importaciones, devaluaciones, endeudamiento externo, entre otras, que sólo pueden solucionar transitoriamente los problemas de liquidez. No obstante, estas solo se centran en los efectos, pero no atacan las causas estructurales que generan las crisis externas. En el caso del endeudamiento, lo más probable es que se genere un círculo vicioso y que a largo plazo las divisas que egresan superen a las que ingresan. Los intereses a pagar en moneda extranjera, si no pueden fondearse con un superávit en la cuenta corriente, deberán ser financiados por nueva deuda con nuevos intereses, aumentando así el peso de las obligaciones en moneda extranjera y profundizando los problemas externos. Por lo general, esto suele terminar en una reestructuración de la deuda y un ajuste interno (Schorr y Wainer, 2014).

3.4. La evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) entre 2012 y 2019

El Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) es un índice de precios relativos de la economía argentina con respecto a la de sus principales socios comerciales. Al tener en cuenta los valores de las monedas y el nivel de precios interno, su variación muestra la evolución de la competitividad de la economía local.

Observando el gráfico nº6, su evolución muestra una clara pérdida de competitividad, siendo el año 2012 el de variación porcentual negativa más alta. Con la devaluación del 2014, el índice presenta una leve suba, la cual fue anulada ante la apreciación del año siguiente.

La persistente apreciación del TCRM impulsó el aumento de viajes de argentinos al exterior, cuyo gasto superó en 2011 el realizado por los turistas extranjeros en el país, arrojando un déficit de 236 millones de dólares. Este monto se multiplicó por 25 entre 2011 y 2017, alcanzando los 6009 millones de dólares.

Teniendo en cuenta esto, es importante destacar que ante una apreciación del tipo de cambio real una mayor proporción del drenaje de divisas es realizado por la clase media, ya sea por motivo de reserva de valor, importaciones o viajes al exterior. Es decir, con un tipo de cambio relativamente barato, los compradores minoristas de divisas ganan participación en la formación de activos externos.

La tendencia de apreciación de este indicador hasta 2015 se ajusta a la caracterización del conflicto estructural desarrollado en el trabajo de Gerchunoff y Rapetti (2016) descrito en el marco teórico, en donde el conflicto se basa en la demanda de un tipo de cambio menor por parte de la sociedad, denominado tipo de cambio social, el cuál se encuentra por debajo del tipo de cambio que equilibra el sector externo, asociado a un salario medido en dólares más bajo.

Por lo tanto, la devaluación de la moneda es un instrumento a utilizar ante estrangulamientos de la balanza de pagos. En 2014 fue una de las medidas más importantes que se implementó para detener la caída de las reservas internacionales y aliviar el déficit externo. Sin embargo, esta medida genera una traslación de riqueza desde aquellos que poseen ingresos fijos, como salarios, hacia sectores productores de bienes transables, como las grandes empresas exportadoras. La vía por la cual una devaluación tiende a reestablecer el equilibrio externo, entonces, son los cambios en la distribución del ingreso y la menor demanda de bienes importados y gastos en el exterior que esto conlleva.

Al tener en cuenta las elasticidades-precio del comercio exterior, es decir, la variación porcentual de los montos comerciados ante la variación del 1% del TCRM, se puede apreciar también el modo en que una devaluación tiende a estabilizar la balanza de pagos. En Zack y Dalle (2014), la elasticidad-TCRM de las importaciones arroja un valor de -0,34, mientras que esta elasticidad para las exportaciones es de 0,07. Estos valores denotan que una variación positiva en el tipo de cambio real afecta en mayor medida a la contracción de las importaciones que a la elevación de los montos exportados.

Gráfico 6
Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: BCRA

Como se observa en el gráfico n°6, las devaluaciones de los años 2014 y 2016 no sirvieron para aumentar la competitividad relativa por un período prolongado, ya que el nivel de precios se elevó ante la variación del tipo de cambio, anulando dichos aumentos. Con la reversión del flujo de capitales en el año 2018, el TCRM comienza a elevarse paulatinamente, disparándose en octubre de 2019. La provisión de divisas por parte del préstamo otorgado por el FMI no pudo detener esta tendencia.

En síntesis, la apreciación del tipo de cambio real tiende a agravar la restricción externa por la mayor cantidad de bienes importados, de erogaciones por viajes al exterior y de FAE que esto genera. Así, esta mayor necesidad de divisas debe ser provista por algún medio; si no se da por exportaciones, se debe recurrir al uso de reservas internacionales o al endeudamiento en moneda extranjera. Las devaluaciones del 2014 y 2016 no pudieron revertir la tendencia descendente del TCRM, sin embargo, esto sí se da en los años 2018 y 2019 por la masiva salida de capitales que no pudo ser compensada.

3.5. Indicadores de sostenibilidad de deuda pública en moneda extranjera

La deuda pública total sobre PIB pasó de un 40,4% a un 88,8% entre los años 2012 y 2019. El salto más grande de este indicador se da en el año 2018, pasando de un 56,5% a un 85,2%, siendo este uno de los años en donde más se contrajo el gasto público y el déficit fiscal. Si bien el stock de deuda pública total presenta una fuerte suba en el año 2017, la caída de la actividad económica del año 2018 fue determinante en el resultado del indicador.

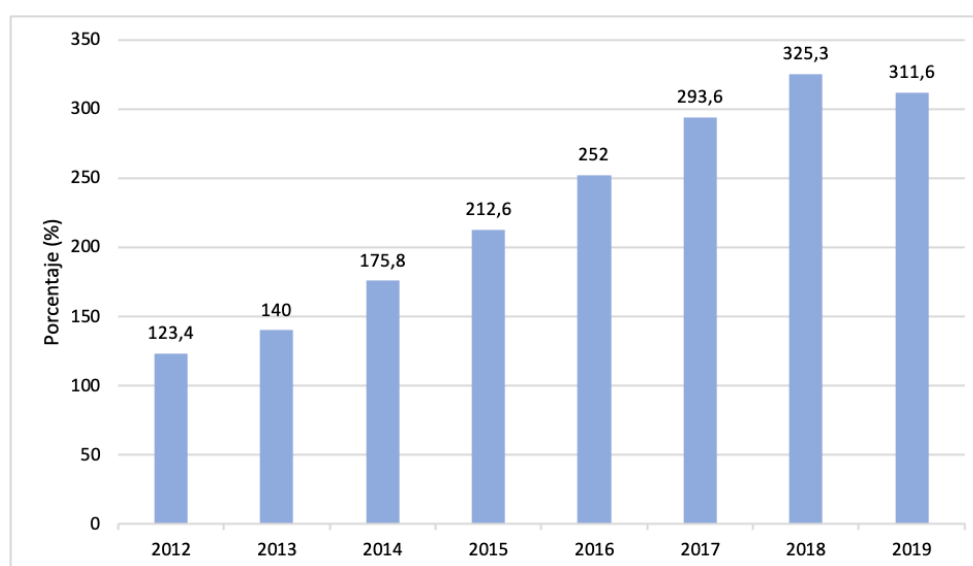
Según el trabajo de Alex Pienkowski (2017), Argentina, al ser un país emergente, no debería tener un ratio deuda/PIB mayor a 58% de ser en su totalidad endeudamiento en moneda extranjera y de hasta 98% en caso de endeudamiento 100% en moneda local. Teniendo la mayor parte

de la deuda pública denominada en moneda extranjera, sería mejor considerar el umbral del 58%, el cual fue superado en 2018.

Para una mayor precisión en el análisis de la capacidad de pago de deuda en moneda extranjera, los indicadores básicos de sustentabilidad de este tipo de deuda según el trabajo de De Lucci (2014) serían de mayor utilidad.

El ratio DPME sobre exportaciones, como se observa en la figura, aumenta constantemente desde 2012 hasta 2019. Entre 2012-2015 y 2015-2019 dicho indicador aumenta un 72,3% y 46,5% respectivamente. Sin embargo, en este primer sub período la evolución se debe a una disminución de las exportaciones, en un contexto de declive de los términos de intercambio. En cambio, a partir del 2015, las exportaciones se mantienen casi en un mismo nivel, y lo que presenta un fuerte aumento es el stock de deuda en moneda extranjera.

Gráfico 7
DPME sobre exportaciones, en porcentaje (2012-2019)



Fuente: Ministerio de Economía.

Es importante destacar que, junto al problema del resurgimiento de la restricción externa, a partir del 2011, un factor adicional agravaba la situación: el conflicto con los holdouts, es decir, con distintos acreedores que permanecían fuera del acuerdo de los canjes del 2005 y 2010 de la deuda. Este conflicto limitaba las posibilidades de financiamiento externo, el cual era necesario en aquel momento dados los problemas de balance de pagos. Ante esta imposibilidad, el déficit de la cuenta corriente debía financiarse en gran parte con la venta de reservas internacionales, motivo por el cual aumenta este ratio hasta 2015 (Gráfico n°7).

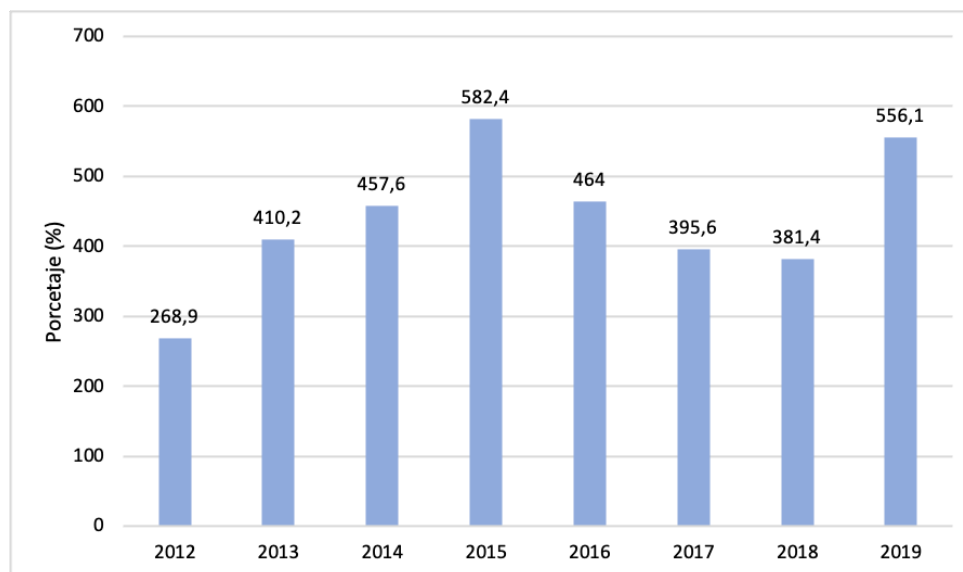
Dicho indicador disminuye desde el 2016 hasta el 2018, no como consecuencia de una menor deuda, si no como resultado de un mayor stock de reservas. La gran mayoría de las divisas que ingresaron en aquellos años provenían de capitales dirigidos a inversión de cartera y del préstamo del FMI en 2018. Por lo tanto, no puede decirse que el aumento sea consecuencia de una fuente genuina de divisas

Lo que nos muestran ambos ratios es que, si bien la mayor parte de deuda pública en este tipo de moneda aumentó en mayor medida a partir de 2016, y sobre todo en 2017, la capacidad de pago comienza a reducirse años antes, a partir del 2012. Tener problemas de generación genuina de divisas y utilizar reservas internacionales para cubrir el saldo deficitario de la cuenta co-

riente también representa una decadencia en la sostenibilidad de la deuda en moneda extranjera, por lo tanto, el verdadero problema es la restricción externa, cuyo agravamiento genera una pérdida de capacidad de pago del país hacia los acreedores externos.

Gráfico 8

DPME sobre reservas internacionales, en porcentaje (2012-2019)



Fuente: Ministerio de Economía.

3.6. Restricción externa como límite al crecimiento

Tras la salida de la convertibilidad en 2002, la combinación de ciertos factores generó que el PIB creciera fuertemente hasta 2011, con sólo un año de recesión. Primero, el tipo de cambio real alto que se mantuvo durante la presidencia de Néstor Kirchner provocó una mejora de la competitividad de las exportaciones, dando lugar a un gran flujo de ingreso de divisas por medio del sector real de la economía, abandonando la dependencia del ingreso de capitales por medio del financiamiento internacional, como había sucedido la década anterior.

Además, este ciclo expansivo tuvo que ver en gran medida con el contexto internacional, con un avance paulatino de los términos de intercambio en esos años. Brasil, siendo el principal socio comercial de Argentina, sobre todo en cuanto a exportaciones manufactureras, registró una gran expansión de su economía, lo que ampliaba el tamaño de ese mercado para bienes argentinos. También, durante los primeros años las tasas de interés mundiales mostraron una tendencia declinante, lo que permitió mejores condiciones de financiamiento para las empresas.

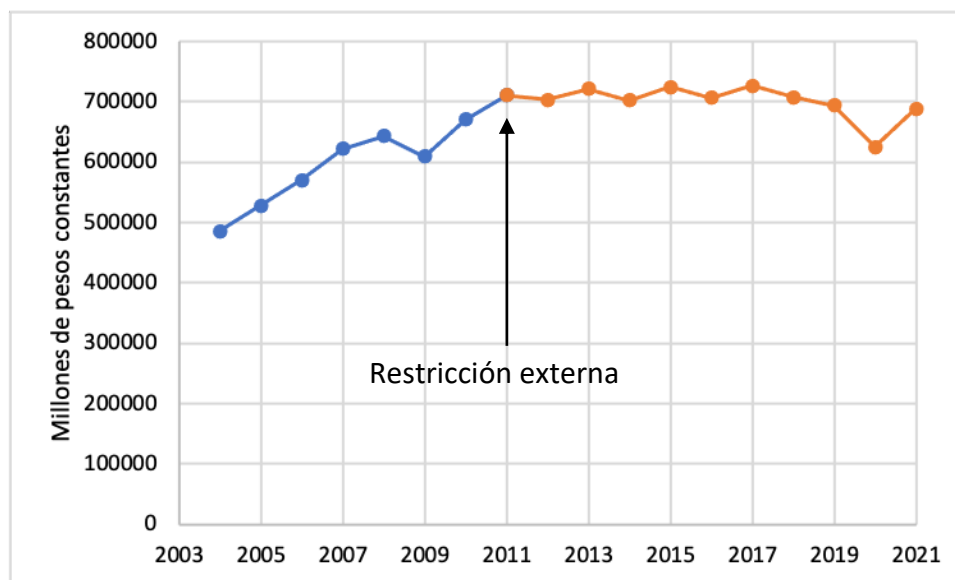
Así, entre 2004 y 2011 el PIB total a precios constantes creció a un promedio anual de 6,2%. No obstante, a partir de 2010, la cuenta corriente del balance de pagos se vuelve deficitaria, con un balance comercial en deterioro que arrojaba superávits cada vez más reducidos debido a la caída del precio de los commodities, tal como se describió en secciones anteriores. El gráfico n°8 muestra la evolución del PIB entre los años 2004 y 2021, en donde se puede apreciar su estancamiento a partir del 2011.

El problema de la restricción externa volvía a manifestarse como consecuencia de una baja integración de la industria con alta necesidad de importación de insumos dependiente del ingreso de divisas por exportaciones agropecuarias que, ante un deterioro de estas, comenzaron a surgir limitaciones.

En el marco teórico se explicó la Ley de Thirwall, la cual muestra la tasa máxima de crecimiento que puede tener una economía, dada las características de su sector externo. Distintos trabajos

han realizado la estimación de esta ley en distintos países para compararla con el crecimiento real del PIB. En Roggero (2018), se analizó la tasa de crecimiento por el modelo simple de la Ley de Thirwall calculada por la razón entre la variación anual promedio de las exportaciones y la elasticidad-ingreso anual promedio de las importaciones para el período 2004-2017, comparándola con la tasa de crecimiento del PIB real promedio en el mismo lapso de años.

Gráfico 9
Evolución del PIB (2004-2021)
(En millones de pesos a precios del 2004)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec

En la tabla n°1 se hace lo propio con distintos períodos. La elección de estos tiene por finalidad esclarecer la relación entre restricción externa, crecimiento económico y endeudamiento en moneda extranjera. Es necesario aclarar que la elasticidad-ingreso de las importaciones para Argentina se considera “2” ya que en distintos estudios académicos⁴ se ha buscado estimarla y han llegado a ese resultado o a una cifra muy cercana. En Albornoz (2018), esta elasticidad da un resultado de 1,98; en Zack y Dalle (2014), 1,81; en Roggero (2018), 2,01.

El primer período analizado (2004-2011) evalúa una etapa de holgura externa, con alta variación anual de las exportaciones, acumulación de reservas internacionales y sin entradas de divisas por la cuenta financiera del balance de pagos. La tasa teórica de Thirwall arroja un resultado de 7,2%, y la tasa de crecimiento real anual promedio, 6,14%. Se puede afirmar que estos datos son compatibles, ya que el crecimiento del PIB no fue mayor que la tasa máxima de crecimiento establecida por la Ley de Thirwall. La economía argentina no creció más de lo permitido por el desempeño de sus exportaciones y la elasticidad-ingreso anual de sus importaciones.

El período entre los años 2004 y 2017 incluye, además, años de restricción externa, pérdida de reservas internacionales y entrada de divisas por endeudamiento externo. Mientras la tasa teórica es de un 3%, la tasa de crecimiento real anual promedio fue de un 3,67%. En este caso, la

⁴ Los períodos de cálculo de la elasticidad-ingreso de las importaciones en los trabajos mencionados son los siguientes:

Albornoz (2018): 1993-2014; Zack y Dalle (2014): 1996-2013; Roggero (2018): 2004-2017.

economía creció más de lo permitido gracias al financiamiento, ya sea por reservas internacionales o por entradas de capitales. Dado que este financiamiento no puede ser permanente, la economía se ve obligada a un ajuste que permita llegar al equilibrio del balance de pagos.

Teniendo en cuenta lo último, ese ajuste se puede percibir al incluir los años 2018 y 2019 al período anterior. Al evaluar este lapso de tiempo, como se observa en la tercera fila de la Tabla n°1, se puede afirmar que la tasa real promedio no superó a la teórica; 2,92% y 2,96% respectivamente. La tasa de crecimiento de una economía puede superar a la establecida por la Ley de Thirwall, siempre que ingresen divisas por otros medios, pero la primera tenderá a la segunda en el largo plazo ya que el flujo de ingreso de capitales no puede ser permanente. Es esto lo que se observa al analizar los períodos dados.

Tabla 1
Cálculo de la Ley de Thirwall

| Período | Promedio Variación Anual de las exportaciones | Elasticidad-ingreso anual de las importaciones | Tasa de crecimiento teórica de Thirwall | Tasa de crecimiento anual del PIB real promedio |
|-----------|---|--|---|---|
| 2004-2011 | 14,5% | 2 | 7,2% | 6,14% |
| 2004-2017 | 6% | 2 | 3% | 3,67% |
| 2004-2019 | 5,9% | 2 | 2,96% | 2,92% |
| 2012-2019 | -2,7% | 2 | -1,35% | -0,28% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec.

Lo interesante, además, es calcular la Ley de Thirwall para el período 2012-2019, por lo cual se obtienen los resultados de la última fila de la Tabla n° 1. Como se puede observar, la tasa teórica de Thirwall para dicho período es negativa. Si bien no podría interpretarse su magnitud, este resultado indica que, dado el pobre desempeño de las exportaciones y una elasticidad-ingreso de las importaciones relativamente elevada, la Argentina no podía crecer entre esos años, a menos que se utilicen otras vías de ingreso de divisas. El resultado real fue negativo, confirmando lo que establece la ley mencionada.

Tanto el cálculo de la Ley de Thirwall como el análisis del sector externo realizado en las secciones anteriores nos indican que en el período 2012-2019 se manifestó la restricción externa, se utilizó la toma de deuda en moneda extranjera como un mecanismo para intentar superarla y, aún así, la economía decreció.

4. Conclusiones y comentarios finales

En el presente escrito se ha analizado la evolución del sector externo argentino, sus características y las causas estructurales y coyunturales que han determinado su desempeño entre los años 2012 y 2019. El análisis se basa en la búsqueda de una causa al endeudamiento del país en aquellos años que sea alternativa a la fiscal. En este sentido, dado los datos descriptos, se puede sugerir que la toma de deuda en moneda extranjera ha tenido como finalidad proveer las divisas necesarias para cubrir los distintos usos de las mismas. En mayor medida, estos fueron la FAE, el giro de utilidades al exterior, el pago intereses y una balanza de servicios deficitaria.

La restricción externa, como problema estructural del desempeño económico argentino, ha resurgido entre los años 2010 y 2012, manifestándose en el sector energético, en la industria

automotriz, en una estructura productiva desequilibrada en general, en la persistente formación de activos externos y en el escaso dinamismo de las exportaciones. Las medidas implementadas como respuesta a este problema han sido los controles de capitales, las restricciones a las importaciones, la devaluación de la moneda, el endeudamiento externo, entre otras. El caso del endeudamiento, en general, tiende a agravar el problema, provocando a largo plazo una mayor salida de divisas.

La tendencia a la apreciación del tipo de cambio real entre 2012 y 2017 agravó la restricción externa aumentando la cantidad de demanda de bienes importados, erogaciones por viajes al exterior y formación de activos externos ante divisas relativamente baratas. Esto fue un factor importante que generó la necesidad de utilizar reservas internacionales o proveer divisas vía endeudamiento.

Las devaluaciones de los años 2018 y 2019 revirtieron dicha tendencia y generaron un aumento de la competitividad relativa del país. Teniendo en cuenta las elasticidades expuestas en el trabajo, se puede afirmar que, si bien la devaluación puede revertir el resultado de la balanza comercial vía contracción de las importaciones, lo cierto es que esta obedece en mayor medida a la disminución del PIB, ya que la elasticidad-ingreso es bastante mayor que la elasticidad precio. El resultado comercial superavitario de 2019, entonces, es consecuencia en mayor medida del ajuste de la actividad económica que de la devaluación.

Si se tiene en cuenta los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública denominada en moneda extranjera, lo que se observa es que estos muestran deterioro a partir del año 2012, mas allá de que es a partir del año 2016 cuando comienza el período de masivo endeudamiento externo. Este deterioro se da tanto por el estancamiento de las exportaciones como por la constante pérdida de reservas internacionales entre 2012 y 2015. En otras palabras, no solamente la toma de deuda empeora la sostenibilidad, si no también la incapacidad de revertir la pérdida de divisas.

Al calcular la Ley de Thirwall para distintos períodos, se puede observar que la tasa de crecimiento real tiende a la teórica, por más que temporariamente la primera supere a la segunda como consecuencia de ingreso neto de capitales. Este análisis contribuye a la explicación de la relación que tiene el crecimiento económico con la restricción externa y el endeudamiento en moneda extranjera. Cuando esta ley se calcula para el período analizado (2012-2019), se obtiene un resultado negativo, ya que el promedio de la variación de las exportaciones también lo es. Esto indica que, dado el pobre desempeño de su comercio internacional, Argentina no debió crecer en aquellos años. Si bien se puede superar la restricción externa al crecimiento mediante ingreso de divisas por cuenta financiera del balance de pagos, esta situación no puede ser permanente y la economía deberá ajustarse para equilibrar las cuentas externas.

Las medidas aplicadas para resolver la restricción externa mencionadas anteriormente (endeudamiento, controles de capital, restricciones, devaluaciones, etc.), sólo pueden servir para cubrir problemas transitorios de liquidez, pero no alcanzan para resolver el problema real. Las políticas públicas destinadas a la puesta en marcha de un cambio estructural, integración de la industria local y diversificación de la matriz exportadora deberá atacar distintos frentes y causas de los problemas externos. Estas deberán estar relacionadas con la modificación del cuerpo normativo que regula las inversiones extranjeras, con mayores condicionamientos para la IED en cuanto a los objetivos y transferencia de tecnología, restricciones a la remisión de utilidades, políticas industriales que permitan la integración y el ahorro genuino de divisas, políticas de financiación a proyectos estratégicos de alto contenido tecnológico destinados a la exportación, entre muchas otras.

Bibliografía

- Albornoz, Maximiliano (2018). *Elasticidades del comercio exterior en América Latina. Estimaciones para 1993-2014*. Universidad Nacional de La Plata.
- Bárcena, Alicia; Prado, Antonio (2015). *La visión de la economía desde el estructuralismo y la heterodoxia*, en *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del Siglo XXI*. Santiago de Chile. CEPAL.
- Basualdo, Eduardo; Bona, Leandro (2020). *La deuda externa (pública y privada) y la fuga de capitales durante la valorización financiera, 1976-2001*, en E. Basualdo (ed), *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Oz a Macri*. Buenos Aires, Argentina. Siglo XXI.
- Belloni, Paula; Wainer, Andrés (2019). *"Volver al mundo" según Cambiemos: profundización del atraso y de la dependencia*. Buenos Aires, Argentina. Batalla de Ideas.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2007). *Vivir con deuda. Cómo contener los riesgos del endeudamiento público*. Informe 2007.
- Bona, Leandro; Barrera, Mariano (2020). *El endeudamiento como motor de la economía. El fracaso de la nueva valorización financiera*, en A. Wainer (ed), *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*. Buenos Aires, Argentina. Siglo XXI.
- Braun, Oscar (1975). *El capitalismo argentino en crisis*.
- Braun, Oscar; Joy, Leonard (1981). *Un modelo de estancamiento económico - Estudio de caso sobre la economía argentina*. Desarrollo Económico, Vol 20, N° 80.
- Campos, Camila; Jaimovich, Dany; Panizza, Ugo (2006). *The unexplained part of public debt*. Emerging Markets Review 7 (3).
- Capraro, Santiago (2018). *La ley de Thirlwall-González: teoría y evidencia empírica. Los casos de Brasil, México y Argentina en el período 1960-2014*. Economía Informa. Unam. Ciudad de México.
- CEPAL (2013). *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile.
- De Lucci, Juan Matías (2014). *Macroeconomía de la deuda pública. El Desendeudamiento Argentino (2003-2012)*. Documento de trabajo N° 53, CEFIDAR.
- Ferrer, Aldo (1963). *La economía argentina : las etapas de su desarrollo y problemas actuales*.
- Gerchunoff, Pablo; Rapetti, Martín (2016). *La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015)*. El trimestre económico vol. 83 n°330.
- Kulfas, Matías (2016). *Los tres Kirchnerismos. Una historia de la economía argentina 2003-2015*. Buenos Aires, Argentina. Siglo XXI.
- Manzanelli, Pablo; González, Mariana; Basualdo, Eduardo (2019). *Tropezando dos veces con la misma piedra. El gobierno de Cambiemos y el intento de restaurar la valorización financiera*, en E. Basualdo (ed), *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Oz a Macri*. Buenos Aires, Argentina. Siglo XXI.
- Prebisch, Raúl (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*.

- Roggero, Agustín (2018). *La restricción externa como límite al crecimiento. Estudio del sector externo argentino entre los años 2014-2017*. Universidad Nacional de San Martín.
- Rua, Magdalena; Zeolla Nicolás (2018). *Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente*. Problemas del Desarrollo, vol 49 n°194. Ciudad de México.
- Santarcángelo, Juan; Wydler, Agustín; Padín, Juan Manuel (2019). *Política económica y desempeño industrial en la Argentina durante el gobierno de la Alianza Cambiemos*. Revista de ciencias sociales. Segunda época, N° 35.
- Schorr, Martín; Wainer, Andrés (2014). *Restricción externa en la Argentina: una mirada estructural de la posconvertibilidad*. Programa de Desigualdad y Democracia, Fundación Heinrich Böll.
- Wainer, Andrés (2020). *Del estancamiento a la crisis*, en A. Wainer (ed), *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*. Buenos Aires, Argentina. Siglo XXI.
- Zack, Guido; Dalle Demián (2014). *Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿una limitación para el crecimiento?* Revista Argentina de Economía Internacional. Número 3.