

## **CAUSAS Y EFECTOS DE LAS DEVALUACIONES EN ARGENTINA: UN DESAFÍO A LA TEORÍA ECONÓMICA\***

Pablo Wahren\*\*

### **RESUMEN**

La teoría económica tradicional asume que una devaluación es expansiva en términos de actividad económica y mejora las cuentas externas; sin embargo, esta aseveración no se condice con la experiencia argentina y hay una vasta literatura que discute su veracidad. Puntualmente, la historia económica argentina brinda la oportunidad de analizar los impactos de esta medida ya que desde la segunda mitad del siglo XX se han observado reiterados eventos devaluatorios, que han dejado huellas profundas en la economía y la sociedad. Si bien ellos estuvieron influidos por un contexto histórico particular e irreplicable, sus antecedentes y sus consecuencias guardan ciertas similitudes.

El objetivo de este trabajo es trazar un recorrido histórico por estos episodios, y analizar sus causas subyacentes y sus consecuencias, para comprender la dinámica que adoptan las devaluaciones en Argentina.

Palabras clave: Argentina, devaluación, teoría, balance de pagos

### **ABSTRACT**

Mainstream economic theory assumes that devaluation expands economic activity and improves the balance of payments. However, this assumption has not been able to explain Argentina's experience and hence there is a vast variety of literature which discusses this issue. In fact, Argentina's economic history provides the possibility of analyzing this policy: since the second half of the twentieth century, Argentina has experienced several devaluations with hard consequences over the economy and society in general. Although they were influenced by their particular historical context, they there are important similarities in terms of their causes and consequences.

The main objective of this work is to provide an interpretation of the causes and consequences of these episodes so as to understand the dynamics of devaluations in Argentina.

Keywords: Argentina, devaluation, theory, balance of payments

---

\*Agradezco especialmente los aportes de Esteban Bertuccio y Juan Manuel Telechea.

\*\* Licenciado en Economía, UBA y Maestrando en Desarrollo Económico, UNSAM.

## **Introducción**

Quienes estudiamos Economía en un país dependiente como Argentina, generalmente lo hacemos a partir de teorías desarrolladas en los grandes centros académicos de los países centrales. Así es como las particularidades que adquieren los fenómenos económicos en una economía como la argentina, y los problemas específicos que surgen en relación a su carácter periférico y como resultado de su historia particular muchas veces son excluidas del análisis. Las causas y los efectos de las devaluaciones constituyen un ejemplo cabal de lo antedicho. La teoría tradicional propone que son expansivas en términos de actividad económica y mejoran las cuentas externas; sin embargo, esto no se condice con la experiencia argentina, y una vasta literatura discute su veracidad.

La posibilidad de que una devaluación sea contractiva comenzó a atenderse dentro de la academia a partir de los aportes de Krugman y Taylor (1976), aunque desde nuestra región distintos autores ya habían planteado esta cuestión. Si bien con menor resonancia internacional, los aportes de Díaz Alejandro (1963), Braun y Joy (1968), Braun (1970) y Marcelo Diamand (1972) constituyen valiosos insumos para comprender la dinámica de las devaluaciones en Argentina. La fortaleza de estos trabajos radica en incorporar al análisis las particularidades de este país, especialmente en lo vinculado a una estructura productiva semi-industrializada con un sector primario exportador generador de divisas y competitivo a nivel internacional, y un sector industrial no competitivo en términos internacionales y demandante de divisas. Asimismo, estos autores analizan una dinámica inflacionaria específica vinculada a una economía de este estilo, que tiene efectos decisivos en una variable fundamental y que es desatendida por quienes postulan que una devaluación es expansiva: la distribución del ingreso.

Puntualmente, la historia económica argentina brinda la oportunidad de analizar los impactos de las devaluaciones de la moneda doméstica, ya que desde la segunda mitad del siglo XX se observaron reiterados eventos devaluatorios, que dejaron huellas profundas en la economía y la sociedad. Si bien estos episodios estuvieron influidos por un contexto histórico particular e irrepetible, sus antecedentes y sus consecuencias guardan ciertas similitudes. En este sentido, se destaca que la mayor parte de las devaluaciones fueron precedidas por crisis del sector externo, y se observa una similitud en sus impactos inflacionarios y sus consecuencias recesivas en términos de actividad económica y regresivas en materia de distribución del ingreso.

El objetivo de este trabajo es trazar un recorrido histórico por estos episodios, y analizar sus causas subyacentes y sus consecuencias, para comprender la dinámica que adoptan las devaluaciones en Argentina. Del análisis se desprende la necesidad de aportar una mirada propia que comprenda la realidad específica del país, y que tome en cuenta dimensiones económicas, políticas y sociales. Esta mirada propia es central para comprender fenómenos cuya explicación desacertada no puede catalogarse únicamente como error teórico ya que tiene consecuencias concretas en materia económica y social. Si bien cada uno de los eventos devaluatorios estuvo antecedido por desbalances en el sector externo, en ningún caso la devaluación como política económica ofreció una solución de mediano plazo al problema, ya que los mecanismos por los que operaron distaron de los que describen los manuales de economía. En cambio, a partir de una fortísima traslación del ingreso las devaluaciones favorecieron a determinados sectores de la sociedad en desmedro de las grandes mayorías.

En primer lugar se exponen los distintos enfoques de la devaluación, que se diferencian en dos grupos a partir de la relación expansiva o contractiva establecida entre tipo de cambio y actividad económica. En segundo lugar, se repasan los eventos devaluatorios asociados a crisis del sector externo detallando sus causas y su dinámica, para luego resumir las causas y exponer las principales consecuencias de cada evento. Por último, a partir de las comprobaciones empíricas se señalan cuáles son los aspectos fundamentales que deben atenderse a la hora de analizar las devaluaciones en Argentina y que marcan la diferencia con cualquier teoría que se pretenda universal.

### **Las teorías de la devaluación: devaluación expansiva vs devaluación contractiva**

En los manuales modernos de macroeconomía se asume que una devaluación es expansiva a la vez que mejora el balance comercial. Como expresa Olivier Blanchard (2006) “la depreciación provoca un desplazamiento de la demanda, tanto extranjera como interior, en favor de los bienes interiores, lo cual provoca, a su vez, un aumento de la producción interior y una mejora de la balanza comercial”. David Romer (2013), incluso plantea que es una medida razonable si lo que se pretende es estimular la economía “In situations where a government wants to expand the economy, devaluation is often a reasonable policy”<sup>1</sup>.

Sin embargo, Leonardo Vera (2001) observa que en esta explicación las exportaciones netas constituyen el canal por el que un aumento del tipo de cambio favorece el crecimiento, ya que da lugar a una mejora del saldo comercial que a su vez estimula la actividad económica. Por el lado de la demanda, la devaluación incrementa el precio relativo de las importaciones en términos de exportaciones, lo que tiende a aumentar las exportaciones y contraer las importaciones, ya que una devaluación abarata los bienes producidos localmente en relación a los extranjeros. Por el lado de la oferta, se registra un incremento de la producción transable para vender en el exterior y para sustituir las compras externas.

La condición de Marshall-Lerner, para que una devaluación resulte efectiva y provoque una mejora de las exportaciones netas, se cumple cuando la suma de las elasticidades precio de importaciones y exportaciones supera la unidad. Sin embargo, esto no solo implica una mejora en la balanza comercial sino también un impulso a la producción interior. Así, una depreciación produce un desplazamiento de la demanda de bienes extranjeros a locales mejorando la balanza comercial y al mismo tiempo estimula la actividad económica.

Esta visión alcanza, y es promovida, por gobiernos e instituciones supranacionales como el FMI, por lo que las consideraciones teóricas mencionadas tienen impacto en materia de política económica. La devaluación sería la condición común a los planes de estabilización propuestos por este organismo: entre 1947 y 1973 los países miembros del FMI efectuaron más de 200 devaluaciones. Esta posición se encuentra teóricamente fundamentada a través de la síntesis de los diversos enfoques sobre el balance de pagos desarrollados desde la década del '30, los que según Harry Johnson (1976) fueron alcanzando un grado creciente de sofisticación teórica. Actualmente, los manuales de macroeconomía condensan estas discusiones.

Como expresa Thirwall (1988), este enfoque continúa predominando en los principales círculos académicos internacionales: “*La mayoría de los economistas acepta axiáticamente que las elasticidades son las necesarias, y gobiernos e instituciones supranacionales como el Fondo Monetario Internacional adoptan esa*

---

<sup>1</sup>Blanchard (2006), Samuelson (2002), Romer (2013) por brindar algunos ejemplos.

*premisa. Otra condición necesaria para que esta política funcione es convenientemente olvidada”* (Thirwall, 1988. Traducción propia)

La teoría económica comenzó a atender la posibilidad de que una devaluación fuera contractiva desde la década de 1970, a partir del artículo *Contractionary effects of devaluation*, de Paul Krugman y Lance Taylor (1976). Desde la introducción plantean que “Theoretical treatments of currency devaluation generally conclude that it stimulates economic activity” por lo que se proponen discutir la visión convencional de la devaluación expansiva. La clave de este análisis radica en incorporar variables no consideradas en la versión tradicional. Señalan que uno de los principales errores metodológicos de la teoría convencional es omitir los efectos de la devaluación en la distribución del ingreso, especialmente los que implican transferencias de recursos desde sectores de propensión marginal a consumir elevada a sectores de alta propensión marginal a ahorrar. Sintetizan tres canales principales por los cuales la devaluación tiene efectos contractivos:

- i. Si la devaluación ocurre en el marco de un déficit comercial, los precios incrementados de los bienes transables en moneda doméstica reducen el ingreso real. Inicialmente lo que se paga al exterior es mayor a lo que se recibe y esa diferencia ahora se acrecienta proporcionalmente con la variación del tipo de cambio.
- ii. Independientemente del saldo comercial, la devaluación encarece el precio en moneda doméstica de las exportaciones e importaciones dando lugar a un efecto redistributivo. Incrementa las ganancias de los sectores exportadores y de las industrias competitivas con los productos importados, mientras que si los salarios nominales se mantienen constantes los salarios reales se contraen debido a la inflación. De esta manera se produce una traslación de ingreso de trabajadores a capitalistas; como los segundos tienen una propensión marginal a consumir menor a los primeros, esto contrae la demanda agregada.
- iii. Por último, si existen impuestos a las importaciones y exportaciones, la devaluación mejora la recaudación impositiva transfiriendo ingresos desde el sector privado al público. Dado que en el corto plazo este último tiene una propensión marginal a ahorrar igual a uno, se generan efectos contractivos sobre la demanda agregada.

En relación al punto i es relevante recordar las palabras de Hirschman (1949), quien supo diferenciar los movimientos del saldo comercial medido en dólares y en moneda local: “While the postwar predominance of balance-of-payments problems requires watching of the balance expressed in foreign exchange and, secondarily, of the ratio of exports to imports, the movements of the balance in domestic currency are not without significance. Income effects of the trade balance depend on its size as measures in domestic currency” (Hirschman 1949). Es decir, a partir de la evolución del saldo comercial en moneda doméstica se observan los efectos de la devaluación en la actividad económica, ya que así se determina la variación del ingreso real.

Carlos Díaz Alejandro (1963) se centró en el punto ii para explicar la dinámica de las devaluaciones en Argentina. Plantea que una modificación cambiaria produce dos efectos: uno asociado a las elasticidades precios de las importaciones y las exportaciones, y otro vinculado con la distribución del ingreso. Observa que en Argentina tras una devaluación el saldo comercial aumenta pero la actividad económica se contrae. Mientras que para la teoría tradicional esto solo sería posible mediante una política monetaria o fiscal contractiva, para Díaz Alejandro esto ocurre por el propio efecto de la devaluación. Esto se explica por el efecto redistributivo, que no es tenido en

cuenta por los teóricos de la devaluación expansiva. Éste suele anteceder al de las elasticidades, ya que hasta los más optimistas aceptan que en el corto plazo la reacción a los precios es limitada, mientras que el efecto redistributivo es un mecanismo más rápido y poderoso.

Marcelo Diamand (1972) también destaca que la mejora del saldo comercial tras una devaluación se asocia a la recesión y no a un efecto precios sobre las exportaciones netas. Discute contra esa lectura planteando que “en la Argentina el precio de los productos industriales está demasiado alejado del nivel internacional para que una devaluación provoque un aumento importante de las exportaciones de manufacturas. Las limitaciones de oferta y los eventuales problemas de demanda de las exportaciones agropecuarias hacen que éstas, por lo menos a corto y mediano plazo, respondan poco al tipo de cambio. Finalmente las importaciones o son esenciales o se producen al amparo de lagunas en el régimen de protección y el margen de sustitución que logra la devaluación es pequeño” (Diamand 1972). Keifman (2006) comparte esta interpretación para el periodo de la industrialización por sustitución de importaciones, pero matiza el efecto contractivo de la devaluación en la actualidad. Plantea que a partir de las transformaciones tecnológicas en el agro, los bienes exportables se volvieron sensibles a variaciones en los precios por lo que se eliminaría la “relación monótonamente decreciente entre tipo de cambio y empleo”. No obstante, debe tenerse en cuenta que este tipo de exportaciones primarias en un país con las condiciones climáticas y edafológicas de la Argentina son competitivas independientemente del tipo de cambio, por lo cual el efecto precio de una devaluación continúa siendo limitado.

En las últimas décadas cobró relevancia otro efecto contractivo de la devaluación conocido como “efecto hoja de balances”, asociado a la estructura del endeudamiento de los agentes. Agenor y Montiel (2008) señalan que en una economía donde las firmas presentan un alto grado de dolarización en sus deudas, una devaluación puede incrementar significativamente las deudas en moneda local porque reduce la riqueza de las empresas, encarece sus costos y como resultado contraen la inversión y la oferta. Cook (2004) señala otro efecto similar en relación a los bancos: si estos se endeudan en el exterior para aumentar su capacidad de préstamo en el mercado local, sus balances quedan expuestos a las fluctuaciones del tipo de cambio. En este contexto una devaluación afecta a los bancos e incrementa el riesgo de default y por ende el costo de financiamiento de las firmas. En cuanto al canal financiero, Taylor y Krugman (1976) también señalaron que una devaluación encarece el crédito, ya que el aumento de los precios consiguiente contrae la oferta monetaria real.

### **Historia de las devaluaciones en Argentina**

La historia económica argentina ofrece la oportunidad de analizar desde una perspectiva empírica los efectos de una devaluación. Desde la segunda mitad del siglo XX el tipo de cambio nominal en Argentina ha sufrido constantes vaivenes, entre los que se reconocen seis eventos devaluatorios principales: 1958, 1962, 1975, 1981, 1989 y 2002. A partir de ellos se buscará demostrar la incongruencia de las ideas de la ortodoxia para explicar el fenómeno de la devaluación en un país como Argentina.

En este punto, es preciso realizar una aclaración: el tipo de cambio ha sufrido más de seis vaivenes a lo largo de las últimas décadas, muchos de ellos no se analizan aquí, ya que al producirse de manera escalonada y en una menor magnitud no es posible discernir el traslado a precios y sus efectos sobre la economía real. Por otro lado, se han excluido dos eventos devaluatorios relevantes: 1967 y 1971. El primero, porque fue el único de los eventos relevantes que no tuvo lugar en un contexto de



escasez de divisas por lo que sus resultados difieren del grupo seleccionado. El segundo, porque consistió en un desdoblamiento cambiario, con un tipo de cambio financiero libre y uno comercial fijado al nivel inicial por lo que sus efectos tampoco se pueden captar plenamente.

La particularidad de las devaluaciones seleccionadas, además de su magnitud, es que tuvieron lugar en el marco de importantes desbalances en el sector externo. Los primeros tres eventos comparten la característica común de que la principal fuente de desequilibrio estaba constituida por la balanza comercial, por ello se las denominará devaluaciones comerciales. Las restantes serán consideradas como devaluaciones financieras, ya que están asociadas fundamentalmente a déficits en la cuenta capital y financiera y al sector rentas de la cuenta corriente.

Las devaluaciones comerciales abarcan los años 1955-1975. Fueron características de los ciclos de *stop and go* durante la etapa de industrialización por sustitución de importaciones. Oscar Braun plantea que estos ciclos manifestaban una fase ascendente de crecimiento económico e industrial, en el que las importaciones se expandían (dada la necesidad de adquirir en el exterior insumos y maquinarias no producidas localmente), y por otro lado, las exportaciones se retraían (por el aumento de la demanda local de productos agropecuarios derivada de los incrementos del ingreso asociados a esta fase del ciclo). Este periodo de crecimiento encontraba un freno cuando, a causa de lo antedicho, empezaban a escasear las divisas que lo sostenían. Así, se recurría a la devaluación con el objetivo de restablecer los equilibrios externos. La misma generaba un *pass through* equivalente a la cuantía de la depreciación en los productos agropecuarios exportables, que aumentaba los precios relativos de estos. De esta manera se registraba una transferencia de ingresos a favor de los productores agropecuarios y en desmedro de los asalariados. Al contar los primeros con una propensión a ahorrar mayor que los segundos, se producía una caída de la demanda global que atentaba contra el sector industrial. Esta recesión generaba caídas de las importaciones tanto para consumo como para inversión, a la vez que aumentaba el saldo exportable. De esta manera se restablecía el equilibrio en la balanza de pagos y se allanaba el terreno para una nueva fase ascendente.

Posteriormente el modelo incluye otras variables, como la afluencia de capitales de corto o largo plazo, que, según su naturaleza, pueden demorar el estancamiento aunque tienen como contrapartida la salida de utilidades e intereses en detrimento del equilibrio externo. Estos componentes cobraron relevancia a partir de la década de 1960. De hecho tras las devaluaciones de 1962 y 1975 el balance de pagos mejoró, producto del superávit comercial, pero mantuvo el signo negativo por el peso del componente rentas.

El modelo ISI llegó a su ocaso con la irrupción del neoliberalismo en Argentina, que a sangre y fuego fue impuesto por la dictadura cívico-militar iniciada en 1976. En contraposición con el periodo anterior, entre 1976 y 2002 se registró un intenso proceso de desindustrialización. Y las crisis externas cobraron otro carácter. El sector servicios en general, y el financiero en particular, pasaron a constituirse en los ejes del crecimiento económico. La balanza comercial dejó de ser la principal fuente de divisas del país y en su lugar cobró protagonismo el ingreso de dólares en concepto de deuda externa e inversiones de capitales extranjeros. Así también las salidas de divisas por la cuenta rentas y servicios de la cuenta corriente, y la cuenta capital y financiera fueron incrementando su participación en el balance de pagos. Por lo tanto, en este periodo las importaciones dejaron de ser el único canal por el cual las divisas egresaban del país, aumentando la vulnerabilidad de la economía a shocks externos. En algunos casos, las crisis externas ocurrieron en contextos de recesión económica y superávit comercial.

Los desequilibrios externos que antecedieron a las devaluaciones generaron que estas no fueran controladas. Si bien el momento de su aplicación respondió a una decisión de política económica, en algunos casos avalada y hasta impulsada por el FMI, nunca se dio de un modo planificado, ya que como se verá a continuación una vez iniciado un proceso devaluatorio las depreciaciones continuaron en los meses subsiguientes.

Por otro lado, estas devaluaciones dieron lugar a importantes procesos inflacionarios que excedieron el mero acomodamiento de precios relativos que postulan los teóricos de la devaluación expansiva. Para esto es preciso en primer lugar introducir el concepto de *pass-through*, que indica el traslado a los precios de una devaluación de la moneda doméstica. Se mide como el cociente entre la variación de precios y la variación del tipo de cambio para un momento dado:

$$P.T. = \Delta \text{Precios} / \Delta \text{Tipo de Cambio}$$

Si esta proporción es cercana a 0 implica que los precios son inelásticos al tipo de cambio. Por el contrario si el *pass-through* es igual o superior a uno implica que en términos reales la devaluación fue inefectiva ya que la variación del tipo de cambio nominal fue absorbida en igual o mayor medida por los precios.

En este sentido, es preciso remarcar que el grado de *pass-through* difirió en función de ciertas condiciones que Julia Frenkel (2002) agrupa en las siguientes:

- El estado del ciclo de la economía: se espera que contextos de alto desempleo y baja utilización de la capacidad instalada reduzcan el traslado de tipo de cambio a precios (*pass-through*).

- Contexto inflacionario: un régimen en el que los agentes tienen incorporadas conductas indexatorias (inercia inflacionaria) tiende a aumentar el *pass-through*. Además, una alta volatilidad inflacionaria lo incrementa debido a la baja elasticidad de la demanda a subas de precios.

- Grado de apertura de la economía: a mayor apertura, mayor participación de bienes transables y por ende mayor *pass-through*.

- Dolarización en la formación de precios: en economías muy dolarizadas el *pass-through* es más elevado ya que en los precios regidos en dólares el traslado es total y automático.

Por otra parte, en Argentina existe una dinámica particular sobre los precios ante variaciones de tipo de cambio que Marcelo Diamand (1972) denominó “inflación cambiaria” y está asociada a una estructura productiva donde los alimentos constituyen el principal bien transable. Tras una devaluación, ellos se incrementan localmente ya que pueden ofertarse a un precio mayor (en moneda doméstica) en el exterior. Como son bienes-salario por excelencia esto afecta negativamente al salario real. En este caso “los efectos inflacionarios se ven reforzados si, como es probable, los aumentos de precios inducen un cierto aumento en los salarios nominales con su consiguiente efecto sobre el nivel de precios de los productos industriales” (Diamand 1972). De esta manera, se inicia un proceso inercial donde incrementos salariales son seguidos por aumentos de precios en un espiral que tiende a repetirse.

### **Síntesis de las causas<sup>2</sup>**

Las devaluaciones sucedidas durante la ISI fueron precedidas por déficits en la balanza comercial. Mientras que en 1958 el saldo comercial sobre el PIB fue de -2,5%, en 1962 fue de -2,8% y en 1975 de -3,7%. Estos resultados negativos fueron a su vez antecedidos por un deterioro en los términos de intercambio. En ninguno de los tres eventos seleccionados el peso de los intereses de la deuda y la remisión de utilidades al exterior fue significativo, aunque fue creciendo de un evento a otro.

Cuadro 1. Balanza comercial. Términos de intercambio, Servicios Financieros y Reservas Internacionales antes de la devaluación.

Variable	Medida	1958	1962	1975	1981	1989	2002
Balanza comercial	en % del PBI	-2,5%	-2,8%	-3,7%	-1,7%	3,9%	1,3%
Términos de intercambio	Var. Anual	-12,7%	-2,1%	-0,3%	21,3%	-5,9%	1,4%
Serv. financieros y rentas	en % del PBI	-0,3%	-0,6%	-1,8%	-3,3%	-5,6%	-2,9%
Reservas internac.	Var. Anual	-53,2%	-61,6%	-38,7%	-42,0%	8,3%	-61,1%

Fuente: INDEC, BCRA y O. J. Ferreres

Por el contrario, las devaluaciones acaecidas durante la fase neoliberal reflejaron una dinámica inversa. La salida de capitales en concepto de pago de servicios de la deuda y utilidades al exterior constituyeron el principal factor explicativo de los desequilibrios externos. En 1981 el peso de estos componentes alcanzó el 3,3%; 5,6% en 1989 y 2,9% para 2002. En tanto, el balance comercial fue deficitario en el primer episodio y superavitario en los últimos dos, esto indica que su signo no fue determinante para explicar la evolución del sector externo. El saldo comercial favorable en estos dos eventos estuvo asociado fundamentalmente al contexto recesivo en que se dieron ambos eventos al retraer las importaciones antes de la devaluación. Por otro lado, la evolución de los términos de intercambio tampoco reflejó un patrón común, ya que aumentaron en dos ocasiones y se retrajeron en la restante.

Por último, como patrón común a todos los eventos, las reservas internacionales se contrajeron bruscamente previo a los sucesos devaluatorios. La única excepción fue en 1989, ya que en 1988 las RRII se expandieron 8,3%. Sin embargo, solo entre enero y febrero de 1989 las reservas se contrajeron 19,4% anticipando la brusca devaluación de marzo. Por otro lado, en 1987 las reservas se habían retraído 39,7%.

---

<sup>2</sup>Dado que la mayoría de las series disponibles son de periodicidad anual se estableció el siguiente criterio para analizar las variables antes y después de la devaluación. En los eventos que sucedieron en el primer semestre se analizaron las causas en el año anterior y las consecuencias en el corriente. Mientras que las sucedidas en el segundo semestre se tomó como año previo el corriente y las consecuencias en el siguiente. Evento 1958 <sup>≠</sup> pre: 1958 y post:1959; Evento 1962 <sup>≠</sup> pre: 1961 y post: 1962; Evento 1975 <sup>≠</sup> pre: 1975 y post:1976; Evento 1981 <sup>≠</sup> pre:1980 y post: 1981; Evento 1989: pre:1988 y post:1989; Evento 2002: pre:2001 y post:2002.



### Devaluación nominal, ¿devaluación real?

Como se ha visto más arriba, las devaluaciones en Argentina aparejaron significativos incrementos en los precios. Estos se dieron en mayor o en menor medida en función de cómo operaron determinadas cuestiones coyunturales que en algunos casos trascienden el plano económico. La dinámica inflacionaria asociada a los movimientos del tipo de cambio establece una primera particularidad de las devaluaciones en nuestro país: devaluaciones nominales pueden no tener efectos en el tipo de cambio real. En efecto, el *pass-through* medio registrado a los doce meses de la devaluación es de 68,9%. Es decir las variaciones nominales del tipo de cambio tienen un impacto considerablemente menor en términos reales.

Por otro lado, esto pone de manifiesto la dificultad de manejar el tipo de cambio real a través de la política económica, ya que la devaluación da lugar a variaciones en los precios que históricamente han sido muy difíciles de controlar. Asimismo, como se verá a continuación estos procesos inflacionarios dieron lugar a otros efectos nocivos en la economía, que no son tenidos en cuenta por la visión de la devaluación expansiva.

Cuadro 2. Devaluación real y devaluación nominal a los 12 meses de la devaluación.

Año	Devaluación real	Devaluación nominal	Diferencia en p.p.	Pass-Through
1958	-24,8%	68,2%	43,4%	181,4%
1962	22,8%	64,5%	41,6%	52,6%
1975*	100,5%	2349,9%	2249,4%	47,7%
1981	99,2%	390,9%	291,7%	37,4%
1989	29,2%	10579,6%	10550,4%	77,2%
2002	138,7%	236,6%	97,9%	17,3%

\*Se computó a 18 meses para captar los efectos del *pass-through* tras el Rodrigazo.  
Fuente: BCRA

### Efectos sobre el nivel de actividad y la distribución del ingreso

En general, la primera observación que realizan los autores que postulan los efectos contractivos de una devaluación es empírica: “An observer of devaluations in the real world may thus be puzzled to find several devaluations that have resulted in quick improvements in the balance of trade and were accompanied by decreases in the level of total output in those economies” (Krugman y Taylor 1976). Efectivamente el estudio de la historia económica argentina reafirma esta posición, ya que tras cada uno de estos eventos devaluatorios el PBI se contrajo.

La caída de la actividad económica encuentra su explicación en una distribución regresiva del ingreso derivada de la devaluación, variable fundamental en el planteo de Díaz Alejandro, y de Krugman y Taylor, que induce una baja en la demanda agregada. Producto de la aceleración de la inflación, en cinco de los seis episodios los salarios reales se contrajeron a tasas significativas. La única excepción fue en 1962, cuando se expandieron aunque se desaceleraron en relación al año anterior (pasando de crecer 4,6% en 1961 a 1,4% en 1962). No obstante, en ese año la tasa de desempleo superó el 8% por lo que la masa salarial se redujo.

En las devaluaciones comerciales estos eventos dieron lugar a los mayores niveles de inflación de la época. Los efectos inflacionarios de la devaluación recrudecían la puja distributiva en un contexto de organizaciones sindicales fuertes. Así, en 1958 el salario real se deterioró a costa de una suba generalizada de precios cuya variación anual superó los tres dígitos por primera vez. En cambio, en 1962 el salario

real conservó su valor a pesar de la inflación. En tanto, en 1975 los ingresos reales de los trabajadores se mantuvieron a pesar de los elevados niveles de inflación hasta que en 1976 por medio de la represión más violenta de nuestra historia las organizaciones sindicales fueron perseguidas y suprimidas y así el salario real registró una brusca caída.

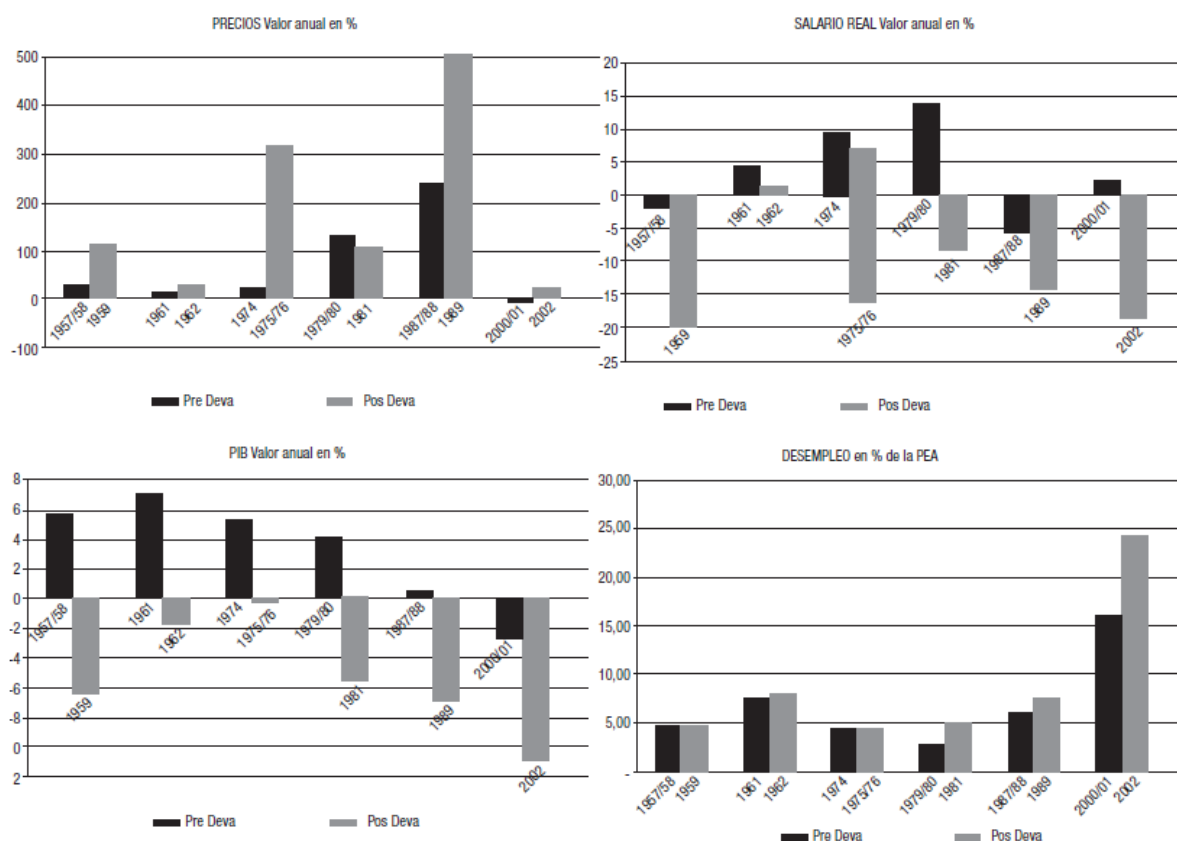
En las devaluaciones financieras, en promedio más bruscas, los efectos inflacionarios fueron mayores. El salario real se deterioró tras cada uno de los eventos, producto de la suba de precios en un contexto donde las organizaciones sindicales habían perdido fortaleza tras la represión de la última dictadura cívico-militar. Así, la participación de los asalariados en el ingreso pasó en 1981 de 38% a 28%, en 1989 de 32% a 28% y en 2002 de 40% a 30%.

Este fenómeno distributivo que se observa en Argentina tras los distintos eventos devaluatorios es central para explicar las consecuencias de la devaluación sobre la actividad económica y sin embargo no es tenido en cuenta por quienes afirman que una depreciación del tipo de cambio es expansiva. Justamente, Krugman y Taylor cuestionan la teoría tradicional desde este punto: “The possibility that price movements caused by devaluation will create enough losers in real terms to cause an initial excess supply of home goods is always left out”.

Como se expuso anteriormente, durante el neoliberalismo cobra relevancia el efecto hoja de balances. Durante la dictadura, en un contexto de financiarización internacional y libre movilidad de capitales, el endeudamiento externo de las firmas se quintuplicó, pasando de 3.100 millones de dólares en 1976 a 15.700 millones en 1981. Sin embargo, en 1982 el BCRA, presidido por Domingo Cavallo, inició un proceso que se conoció como “estatización de la deuda”. Esta política consistía en otorgarle a las empresas privadas seguros de cambio que les garantizaban pagar sus deudas al tipo de cambio al que la habían contraído. Se estima que en 1982 esta operación transfirió 5.500 millones de dólares del Estado a los privados. Los seguros de cambios fueron utilizados en reiteradas ocasiones durante la década de 1980 y explican que para 1989 la deuda externa privada se redujera a 4.900 millones de dólares (Basualdo 2010). Por lo tanto, en Argentina esta dinámica operó de una manera particular ya que si bien el efecto hoja de balances estuvo mediado por los seguros de cambio, supuso una traslación de ingresos muy fuerte que redujo la capacidad fiscal del Estado.

Por otro lado, en 2002 se registró un proceso similar: ante una devaluación que superó el 250% las deudas fueron pesificadas a un tipo de cambio de 1 peso por dólar. Según Pañigo y Chena (2011) semejante transferencia supuso un efecto riqueza positivo en las empresas endeudadas en dólares, por lo que el efecto hoja de balances en lugar de ser contractivo fue expansivo ya que impulsó el consumo de bienes durables de los sectores que poseían activos en dólares.

Gráfico 1. PIB, Precios, Desempleo y Salario real antes y después de la devaluación

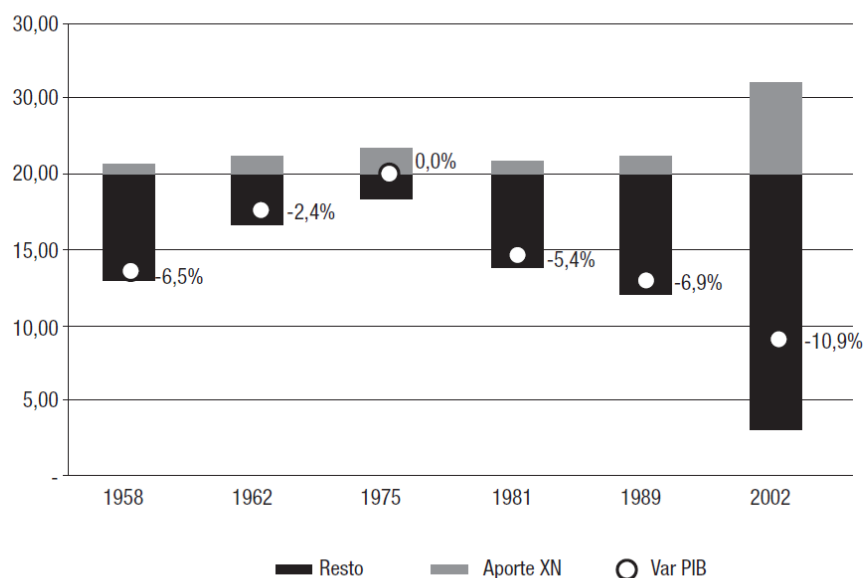


Fuente: BERTUCCIO, Esteban; TELECHEA, Juan Manuel y WAHREN, Pablo. Crisis de divisas y devaluación en Argentina: una perspectiva histórica. Nota Técnica 78, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. 2012.

Los autores que sostienen la hipótesis de la devaluación expansiva plantean que una suba del tipo de cambio estimula la actividad económica a través de un incremento de las exportaciones netas. En consonancia, también se registraría una mejora del saldo comercial, manteniendo los precios constantes. En principio, la historia argentina avalaría esta visión ya que en los seis eventos devaluatorios analizados las exportaciones netas variaron positivamente tras la devaluación y realizaron un aporte positivo al PBI. No obstante, la actividad económica se contrajo en los seis eventos seleccionados dando sustento empírico a la visión contractiva de la devaluación

Esto es así porque es la propia caída de la actividad económica la que explica la dinámica del sector externo. Por el lado de las importaciones, se registra una caída de las compras al exterior en todos los episodios, vinculada a la menor demanda local. En tanto, en los seis episodios las ventas al exterior se incrementaron también influidos positivamente por el menor dinamismo del consumo interno al liberar saldos exportables. Como plantea Diamand “la mayor sustitución de importaciones y el incremento de exportaciones que, según se supone, debería producirse a causa de la devaluación, quedan remplazadas en la Argentina por un mecanismo que restablece el equilibrio externo por vía del descenso de la actividad interna”.

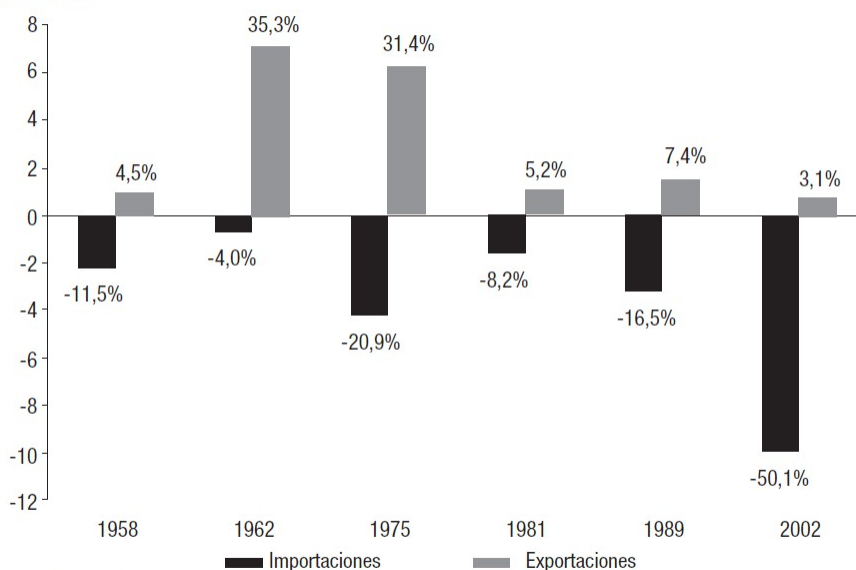
Gráfico 2. Variación anual del PBI, Aporte de las Exportaciones Netas y Aporte de los demás componentes de la demanda agregada tras la devaluación.



Fuente: INDEC y O. J. Ferreres

Al analizar la evolución de las exportaciones y las importaciones se observa que en cuatro de los seis eventos devaluatorios las compras al exterior cayeron más de lo que crecieron las ventas. Las dos excepciones fueron las experiencias de 1962 y 1975, cuando las exportaciones se expandieron más que lo que cayeron las importaciones, con notables alzas de 35,3% y 31,4% respectivamente. Estas subas encierran diversas explicaciones. En 1962 la devaluación y las políticas de ajuste del gobierno de Guido al contraer la demanda interna elevaron los saldos exportables agropecuarios en un contexto de sequía que elevó las exportaciones de carne (Ferrer, 2008). En 1975 debe tenerse en cuenta que las exportaciones tras caer -9,3% en 1975, se expandieron notablemente durante los tres años siguientes. En este periodo las ventas externas se concentraron en un conjunto reducido de productos agropecuarios y mineros y sus derivados a partir de la transformación industrial. En general se expandieron las exportaciones a todos los destinos pero particularmente a Estados Unidos y la URSS (Rapoport, 2006). Sin embargo, el alza de las exportaciones en ninguno de los dos casos logró traccionar el crecimiento del PBI. Esto es consistente con el planteo de la devaluación contractiva ya que si bien la absorción externa mejoró, la caída de la absorción interna fue más que proporcional, por lo que la actividad económica se contrajo.

Gráfico 3. Importaciones y Exportaciones tras la devaluación en pesos constantes 1993.  
Variación anual



Fuente: INDEC y O. J. Ferreres

Por lo tanto, las consecuencias de la devaluación tendieron a coincidir entre los eventos seleccionados, incluso entre los dos subgrupos presentados<sup>3</sup>: mejora de las exportaciones netas y recesión. A su vez, la retracción de la actividad económica fue acompañada de un aumento en la tasa de desempleo, con excepción de lo ocurrido en 1958 cuando en presencia de organizaciones sindicales fuertes la desocupación se mantuvo constante. Los enfoques tradicionales no pueden dar cuenta de estos resultados ya que centran su análisis en los efectos de la devaluación sobre las exportaciones netas sin tener en cuenta los resultados sobre otras variables.

### Efectos sobre el sector externo

El saldo comercial, medido en dólares, presentó mejoras tras cada uno de los eventos devaluatorios. A diferencia del planteo tradicional, donde el saldo comercial mejoraba como producto de la modificación en los precios relativos y de esa manera estimulaba la actividad económica, en Argentina parece verificarse la tesis de la devaluación contractiva, ya que la mejora en las cuentas externas se asocia a la recesión.

En las devaluaciones comerciales el balance de pagos mejoró debido al aumento del saldo comercial. Sin embargo, en dos de los tres eventos esto no fue suficiente para revertir el signo negativo del balance de pagos ya que no alcanzó para compensar los gastos externos asociados a la remisión de utilidades y a los pagos por deuda externa.

En las devaluaciones financieras, en cambio, si bien el saldo comercial mejoró, el balance de pagos se tornó aún más deficitario en cada una de ellas. En primer lugar, esto pone de manifiesto que la balanza comercial tomó un rol menos preponderante para el sector externo que en la etapa anterior. En segundo lugar, el resultado de la cuenta capital reaccionó de manera negativa a la variación del tipo de cambio. Tras cada una de estas devaluaciones la cuenta capital registró un significativo déficit en términos de PBI, especialmente en 1989 y 2002. Este comportamiento se debe al rol de las expectativas cambiarias, ya que la presencia de inestabilidades en el sector externo y la volatilidad

<sup>3</sup>Se excluye en esta parte del análisis la experiencia de 1971 ya que producto del desdoblamiento cambiario no se sintieron plenamente los efectos de una devaluación.

del tipo de cambio incentivaron la formación de activos externos, en otras palabras, la fuga de capitales y la salida de capitales financieros internacionales. Este movimiento pudo anteceder a la devaluación e incluso motivarla, ya que como plantea Frenkel (1982) “(...) el cambio en las expectativas proviene únicamente de la emergencia inicial del déficit en cuenta corriente. Pero si la pérdida adicional de reservas influye a su vez en las expectativas, incrementando aún más su incertidumbre, se genera un proceso de aumento de la tasa de interés y pérdida de reservas”. Los capitales financieros internacionales se orientan en función de los rendimientos que puedan obtener en cada país. Para que se radiquen en Argentina, el país debe ofrecer una tasa de interés que iguale o supere la tasa de interés internacional, las expectativas cambiarias y un componente asociado al riesgo. De esta manera, cuando crecen las expectativas de devaluación se incentiva la salida de capitales. Por tal motivo, el signo del balance de pagos empeora a pesar del mejor desempeño de las exportaciones netas en términos reales y en dólares.

En resumen, en Argentina se observa que tras una devaluación el saldo comercial mejora, pero no por un incremento de las exportaciones netas asociados a cambios en los precios relativos sino por la caída de la demanda interna que induce esta medida. Asimismo, la historia del país, especialmente en la última etapa, muestra que una devaluación no necesariamente mejora el resultado del sector externo, y que incluso puede empeorarlo sumando nuevas inestabilidades e induciendo a un proceso no controlable.

Por último, es preciso destacar que en ningún caso la devaluación constituyó una solución de mediano plazo para las restricciones del sector externo ya que las crisis de divisas se sucedieron periódicamente durante toda la segunda mitad del siglo XX y principio del nuevo siglo.

Cuadro 3. Balanza comercial, cuenta capital y financiera y balance de pagos en dólares sobre PBI antes y después de la devaluación.

Evento Devaluatorio	Saldo comercial			Cuenta Capital y Financiera			Balance de Pagos		
	Antes	Después		Antes	Después		Antes	Después	
1958	-2,5%	0,3%	↑	0,9%	2,1%	↑	-2,2%	2,2%	↑
1962	-2,8%	0,9%	↑	2,3%	-0,2%	↓	-1,2%	-0,6%	↑
1975	-3,7%	3,1%	↑	0,8%	-0,9%	↓	-4,7%	-0,2%	↑
1981	-1,7%	-0,9%	↑	1,3%	-4,2%	↓	-1,5%	-3,2%	↓
1989	3,9%	9,4%	↑	0,3%	-10,0%	↓	-1,6%	-12,5%	↓
2002	1,3%	15,0%	↑	-2,0%	-11,0%	↓	-5,6%	-6,2%	↓

Fuente: INDEC y O. J. Ferreres

## Conclusiones

La historia económica muestra que ningún fenómeno ni suceso económico puede estudiarse escindido del contexto político, económico y social en el que tuvo lugar. No obstante, al estudiar los eventos devaluatorios de Argentina, se identifican una serie de rasgos comunes -en sus causas y en sus consecuencias- que permiten delinear algunas nociones y explicaciones de carácter general. Lo primero que



salta a la vista es el contraste con los postulados de una gran parte de la ortodoxia económica o *mainstream*.

En primer lugar, en los eventos devaluatorios seleccionados la devaluación no logró ser controlada por los gobiernos que la aplicaron. Es decir, si bien el momento de la aplicación de la medida fue pautado por la política económica, la variación del tipo de cambio nunca alcanzó el nivel deseado originalmente. Por un lado, porque durante los meses subsiguientes a la medida se fueron sucediendo otras depreciaciones no planificadas. Por el otro, porque el movimiento cambiario dio lugar a procesos inflacionarios no controlados que atenuaron el impacto sobre el tipo de cambio real. En promedio, la traslación de variaciones DE tipo de cambio a precios fue superior al 50%, y puntualmente en 1958 se registró una devaluación nominal de 68,2% que no tuvo efectos reales.

En segundo lugar, se constata que tras cada uno de estos eventos devaluatorios la actividad económica se contrajo. El carácter recesivo de la devaluación varió en función de su magnitud, de las medidas que lo acompañaron y del contexto histórico particular. Entre los factores que explican esta dinámica se destaca fundamentalmente los impactos inflacionarios que en cinco de los seis eventos dieron lugar a caídas en el salario real y a un deterioro en la distribución del ingreso, que redujeron significativamente la demanda doméstica. No obstante, en cada uno de los episodios las exportaciones netas se incrementaron, pero la mejora de la absorción externa no compensó la caída en la absorción interna.

En efecto, el saldo comercial, medido a precios constantes o en dólares, mejoró tras la devaluación. Este resultado lejos de convertirse en un motor del crecimiento económico, como argumenta la teoría tradicional, se explica justamente por la recesión económica. Por un lado, las importaciones se retraen por la menor demanda agregada de consumo y de inversión, por el otro, las exportaciones se incrementan al liberarse saldos exportables. En cuanto a los saldos externos, en las devaluaciones acaecidas durante el neoliberalismo el balance de pagos se deterioró, a pesar del alza de la balanza comercial, producto de los movimientos en la cuenta capital y financiera. En estos casos, las modificaciones cambiarias no cumplieron con ninguno de los dos resultados postulados por la teoría tradicional: equilibrio externo y crecimiento económico.

Estos resultados de la devaluación obedecen a determinadas especificidades que deben atenderse si se quiere dar cuenta de los fenómenos económicos en Argentina. En primer lugar se destaca una estructura productiva particular, que por sus propias características tiende al agotamiento de las divisas ya sea en la fase comercial o financiera. Estos desbalances externos cíclicos anteceden a las devaluaciones por lo que ellas se han sucedido periódicamente a lo largo de la historia. Como se vio en el desarrollo previo, las devaluaciones permitieron resolver esta cuestión temporalmente, ya que el ajuste, lejos de los canales tradicionales, se dio vía recesión y deterioro de las condiciones de los sectores populares. No es menor el hecho de que los cambios más bruscos en materia de distribución del ingreso hayan tenido lugar tras estos eventos devaluatorios. Esto tiene que ver fundamentalmente con la dinámica particular que adoptan los precios ante variaciones del tipo de cambio, fenómeno que Diamand denominó inflación cambiaria. A su vez, el grado del traslado a los precios está influido por factores coyunturales y por las medidas que acompañan a la política cambiaria. Por ejemplo, las caídas más bruscas en la distribución del ingreso fueron en 1976 y 2002 cuando la suba de precios derivada de la devaluación fue acompañada con un congelamiento de los salarios nominales.

Otra particularidad que ofrece Argentina y que limita la posibilidad de un crecimiento liderado por las exportaciones netas es la composición del comercio

exterior. Dada la estructura productiva del país, las importaciones constituyen un componente esencial para el normal funcionamiento de la economía. Si bien en algunos periodos de la historia se registró un proceso de sustitución de importaciones, ella alcanzó fundamentalmente la producción de bienes de consumo muy demandante de maquinarias e insumos del extranjero para poder desarrollarse. Por este motivo la flexibilidad de las importaciones al tipo de cambio es limitada y su comportamiento se asocia principalmente con el crecimiento. Por otro lado, las exportaciones también tienen una elasticidad reducida al tipo de cambio, dado que aproximadamente el 70% de las ventas argentinas al exterior se componen de productos o derivados primarios. En la época de las devaluaciones comerciales estas producciones eran muy poco sensibles a las variaciones de precios, dado que las limitaciones técnicas que no permitían ampliar la oferta. En la fase neoliberal los adelantos tecnológicos permitieron superar esta restricción pero la influencia del tipo de cambio continuó reducida, ya que la competitividad del sector radica fundamentalmente en ventajas naturales (potenciadas por la tecnología) y no del tipo de cambio. No obstante, en ambos periodos una devaluación redundó en ganancias extraordinarias para los exportadores.

En líneas generales, el repaso por los principales eventos devaluatorios en Argentina contradice la relación que la ortodoxia económica establece entre devaluación, mejora de las cuentas externas y crecimiento económico. En cambio, en muchos casos se han convertido en sucesos traumáticos para la sociedad argentina por las consecuencias derivadas en materia de distribución del ingreso desde los sectores de menores recursos a los más acaudalados. El estudio de las devaluaciones en Argentina da cuenta de la necesidad de desarrollar una teoría que contemple la historia del país y las particularidades de su propia realidad.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- AGENOR, Pierre-Richard y MONTIEL Peter K. 2008, *Development macroeconomics*, Princeton University Press, New Jersey.
- ALEXANDER, Sidney, *The Effects of Devaluation on the Trade Balance*, 1952, IMF staff papers, vol 2.
- BASUALDO, Eduardo, 2010, *Estudios de Historia Económica Argentina*, Siglo Veintiuno, Buenos Aires.
- BERTUCCIO, Esteban, Juan Manuel TELECHEA y Pablo WAHREN, 2012, *Crisis de divisas y devaluación en Argentina: una perspectiva histórica*, Nota Técnica 78, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.
- BCRA, *Memoria anual*, años 1955, 1962, 1975, 1981 y 1989, Buenos Aires.
- BLANCHARD, Olivier, 2006, *Macroeconomía*, Pearson Prentice Hall, Madrid.
- BRAUN, Oscar, 1970, *Desarrollo del capital monopolista en Argentina*, Tiempo contemporáneo, Buenos Aires.
- COOK, David, 2004, *Monetary Policy in Emerging Markets: Can Liability Dollarization Explain Contractionary Devaluation?*, Journal of Monetary Economics 51.
- DAMILL, Mario, 2004, *Políticas macroeconómicas en economías abiertas*. CEDES, Buenos Aires.
- DIAMAND, Marcelo, 1972, *Estructura productiva desequilibrada*. Desarrollo Económico Vol. 12 N° 45, Buenos Aires.

- DIAZ ALEJANDRO, Carlos., 1963, *A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect*. Journal of Political Economy.
- FERRER, Aldo, 2008, *La Economía Argentina*. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- FRENKEL, Julia, 2003, *El impacto inflacionario de la depreciación cambiaria de 2002 en argentina*. Tesis, Buenos Aires.
- FRENKEL, Roberto, 1982, *Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital*, vol 22, No 87, Desarrollo económico.
- GERCHUNOFF, Pablo y Lucas LLACH, 2007. *El ciclo de la ilusión y el desencanto*. Emecé, Buenos Aires.
- HIRSCHMANN, Albert, 1949, *Devaluation and the Trade Balance: A Note*, Review of Economics and Statistics.
- JOHNSON, Harry, 1976, *Elasticity, Absorption, Keynesian Multiplier, Keynesian Policy, and Monetary Approaches to Devaluation Theory: A simple Geometric Exposition*. The American Review, vol 66, No 3.
- KEIFMAN, Saul, 2006, *Tipo de cambio, nivel de actividad y empleo: en torno a ciertos virajes del estructuralismo*, Vol 5 y 6 Revista de Economía Política de Buenos Aires, Buenos Aires.
- KRUGMAN, Paul y Lance TAYLOR, 1978, *Contractionary Effects of Devaluation*, Journal of International Economics.
- OLIVERA, Julio, 1960, *La teoría no monetaria de la inflación*, El Trimestre Económico, nro. 108, México DF.
- PANIGO, Demián y Pablo CHENA, 2011, *Del neo-mercantilismo al tipo de cambio múltiple para el desarrollo. Los dos modelos de la postconvertibilidad*, en *Las ideas de Marcelo Diamand en la política económica argentina*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- POLAK, Jaques, 1957, *Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems*, IMF staff papers, vol 6, No 1.
- POLAK, Jaques, 1997, *The IMF Monetary Model at Forty*, International Finance, No 184, Princeton.
- RAPOPORT, Mario, 2008, *Historia económica, política y social de la argentina 1880-2003*, Emecé, Buenos Aires.
- ROMER, David. *Short Run Fluctuation*, 2013, University of California, Berkeley.
- SALDAÑA, Luis y VELÁSQUEZ, Mario, 2007, *Tipo de cambio y comportamiento empresarial en el Perú*. Banco Central de Reserva del Perú, Lima..
- SAMUELSON, Paul. *Economía*, 2002, McGrawHill/Interamericana de España..
- SHAW, Edgard, 1973, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York.
- THIRWALL, Anthony, 1988, "What is Wrong with Balance of Payments Adjustment Theory?" Royal Bank of Scotland Review.
- VERA, Leonardo, 2000, "Stabilization and Growth in Latin America". Palgrave, Nueva York.