

AHORRO E INVERSION EN LATINOAMERICA

Rogério L. F. Werneck
(editor)

José Pablo Arellano * Mario Damill * José María Fanelli
Roberto Frenkel * Juan Luis Londoño * Miguel Marfán
José Antonio Ocampo * Miguel A. Rodríguez F. * Guillermo Rozenwurcel
Alfredo E. Thorne * Leonardo Villar * Rogério L. F. Werneck

Río de Janeiro
Agosto de 1988

INDICE

Presentación	1
Capítulo I	
Ahorro e Inversión en Colombia	3
José Antonio Ocampo	
Juan Luis Londoño	
Leonardo Villar	
Capítulo II	
Ahorro-Inversión y Relaciones Financieras en la Actual	
Crisis Económica Chilena	86
José Pablo Arellano	
Miguel Marfán	
Capítulo III	
El Impacto del Ahorro Público y del Ahorro Externo sobre	
el Ahorro Privado: El Caso del Perú	135
Alfredo E. Thorne	
Capítulo IV	
Las Relaciones Financieras en la Economía Argentina	175
Mario Damill	
José María Fanelli	
Roberto Frenkel	
Guillermo Rozenwurcel	
Capítulo V	
Ahorro e Inversión en Venezuela	275
Miguel A. Rodríguez F.	
Capítulo VI	
Ahorro Estatal, Deuda Externa y Crisis Financiera del	
Sector Público en Brasil	318
Rogério L. F. Werneck	

LISTA DE CUADROS

Capítulo I (Colombia)

1. Funciones de Inversión Industrial Estimadas en Diversos Estudios
2. Otras Ecuaciones de Inversión Privada
3. Inestabilidad y Tendencia de las Tasas de Ahorro e Inversión, 1950-1980
4. Formación de Capital y Ahorro Bruto de los Sectores Institucionales
5. Cuentas Financieras
6. Cuentas de Acumulación de las Sociedades
7. Determinantes de la Inversión Real, 1950-1980
8. Determinantes de la Tasa de Inversión Real, 1950-1980
9. Determinantes Tradicionales del Ahorro Bruto Total y Privado, 1950-1980
10. Determinantes del Ahorro Bruto Total y Privado Vinculados con el Sector Externo, 1950- 1980
11. Determinantes Distributivos de las Tasas de Ahorro Bruto Total y Privado, 1950-1980

Capítulo II (Chile)

1. Formación de Capital
2. Ahorro por Agentes
3. Componentes de la Evolución del Ahorro Público
4. Componentes de las Variaciones del Ahorro del Sector Público Respecto a 1980
5. Componentes del Ahorro Bruto de las Empresas y las Familias
6. Ingreso Disponible por Agentes
7. Ahorro e Inversión por Agentes, 1983
8. Ahorro e Inversión por Agentes, 1984
9. Ahorro e Inversión por Agentes, 1985
10. Magnitud del Endeudamiento
11. Antecedentes de los Bancos a Diciembre de 1983
12. Costo Real del Crédito por Monedas, 1976-85
13. Balance del Banco Central

Capítulo III (Perú)

1. Ahorro Público y Externo
2. Distribución del PBI entre el Ingreso Disponible del Sector Público y del Sector Privado
3. Ingresos Corrientes y Totales del Sector Público
4. Gastos de Capital, Déficit y Fuentes de Financiamiento del Sector Público

5. Distribución de la Expansión del Crédito entre el Sector Privado y el Sector Público.
6. Composición del Flujo Neto de Capital Externo
7. Utilización de los Préstamos Externos Desembolsados al Sector Público
8. Proporción del Total de Entradas de Capital Externo a Largo Plazo Usado para Importaciones de Bienes por Destino
9. Flujos de Caja de los Préstamos Externos Desembolsados al Sector Público

Capítulo IV (Argentina)

1. Indicadores Macroeconómicos
2. Ingreso Nacional, Ahorro e Inversión
3. Ingreso Nacional, Ahorro e Inversión (promedios anuales)
4. Ahorro Externo, Déficit Fiscal y Superávit Privado
5. Ahorro Externo, Déficit Fiscal y Superávit Privado (promedios anuales)
6. Demanda Global
7. Balance de Pagos
8. Deuda Externa
9. Indicadores de Solvencia Externa
10. Ahorro, Inversión y Financiamiento del Sector Público Consolidado No Financiero
11. Coeficiente de Liquidez
12. Principales Variables Nominales (tasa de variación porcentual equivalente mensual)
13. Tasas de Interés Activas (equivalentes mensuales) y Brecha Cambiaria

Capítulo V (Venezuela)

1. Crecimiento e Inflación, 1954-1985
2. Indicadores Macroeconómicos Selectos, 1970-1985
3. Ahorro-Inversión, 1968-1983
4. Participación del Ahorro en el PIB, 1972-1983
5. Participación de la Inversión en el PIB, 1968-1985
6. Cuenta Corriente de Balanza de Pagos, 1960-1985
7. Inversión Bruta Fija como Porcentaje del PIB (varios países latinoamericanos)
8. Inversión Bruta Fija Pública y Privada, 1969-1983
9. Inversión Bruta Fija Pública y Privada, 1960-1983
10. Destino y Procedencia de la Inversión Bruta Fija
11. Ahorro-Inversión Públicos por Sectores, 1970-1983
12. Cuenta Corriente de Balanza de Pagos, 1970-1985
13. Ahorro-Inversión del Sector Privado
14. Ahorro e Inversión de Familias y Empresas Privadas, 1970-1983
15. Evolución de la Deuda Externa Venezolana, 1974-1984
16. Evolución de la Deuda Externa Neta, 1973-1984

Capítulo VI (Brasil)

1. Distribución del Producto Bruto Interno
2. Descomposición de la Variación del Ingreso Disponible del Sector Público, 1973-1983
3. Tasas de Ahorro del Sector Privado y del Sector Público, 1970-1983
4. Ahorro Interno, 1970-1983
5. Consumo y Ahorro del Gobierno en Cuenta Corriente, 1970-1983
6. Empresas Federales No Financieras - Tributos, Subsidios y Transferencias, 1970-1982
7. 119 Empresas Estatales Incluidas entre las 1000 Mayores S.A. No Financieras (resultados consolidados)
8. Empresas Estatales Federales No Financieras, 1970-1982
9. Empresas del Sector Productivo Estatal (resultados agregados)
10. Empresas No Financieras con Participación del Gobierno Federal (datos agregados)
11. Empresas del Sector Productivo Estatal (datos agregados)
12. Ahorro Bruto de las Empresas Estatales Federales

PRESENTACION

En los últimos años, un grupo de centros de investigación económica, localizados en diversos países de América Latina, ha conseguido mantener un intercambio fértil y sistemático de ideas. El núcleo de esta red de intercambio ha sido constituido por el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) de Buenos Aires, por la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN) de Santiago, por la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO) de Bogotá y por el Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro (PUC-RJ).

Entre otros resultados, este intercambio ha conducido a esfuerzos coordinados de investigación sobre temas de interés mutuo. Este libro es fruto de un programa de investigaciones acerca del ahorro y la inversión en América Latina. El tema ha surgido de la búsqueda de un conocimiento más amplio de las posibilidades de recuperación y manutención del crecimiento económico de la región, en un momento en que el debate económico, en varios países latinoamericanos, ha estado dominado por la inaplazable discusión al respecto de políticas de estabilización.

El libro reúne artículos, no sólo de los autores pertenecientes a las cuatro instituciones mencionadas, sino también de investigadores del Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE) de Lima y del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA) de Caracas. Versiones preliminares de los artículos, aquí publicados, fueron presentadas y discutidas en un seminario sobre el tema, realizado a comienzos de marzo de 1986 en el CEDES, en Buenos Aires.

El apoyo financiero y la iniciativa del International Development Research Centre (IDRC) de Ottawa, Canadá, fueron cruciales, tanto para establecer la red de intercambio como para coordinar y mantener los programas de investigación de los centros participantes. Más precisamente, no se puede dejar de destacar el papel de David Glover y, especialmente, el incentivo y el empeño personal de Jeffrey Fine. En el caso específico del programa de investigaciones sobre políticas de ahorro e inversión en América Latina, tanto los esfuerzos de investigación en los diversos centros, como el seminario de Buenos Aires y la publicación de este libro, contaron con el apoyo decisivo del IDRC. En la edición del libro, el minucioso y competente trabajo de preparación y revisión de los originales fue realizado por María Victoria Coates de F. Werneck. Las tareas de dactilografía quedaron a cargo de Sonia Helena Tatagiba.

Rogério L. F. Werneck
Departamento de Economía, PUC-RJ
Rio de Janeiro. Agosto de 1988

AHORRO E INVERSION EN COLOMBIA¹

José Antonio Ocampo²
 Juan Luis Londoño
 Leonardo Villar

El desarrollo acelerado del sector financiero y el robustecimiento del pensamiento neo-clásico en la década del setenta condujeron a un énfasis creciente en el papel del sistema financiero como mediador del proceso de ahorro-inversión. Algunos aspectos de dicho proceso, que han sido objeto de atención por parte de otras escuelas de pensamiento económico, quedaron relegados a un segundo plano en las discusiones académicas y en el diseño de la política económica. Entre ellos conviene destacar el papel de los elementos institucionales (la función del Estado en particular), la asociación entre ahorro y distribución del ingreso, el papel de los fondos internos en las decisiones de inversión de las firmas, y la asociación de tipo macroeconómico entre el sector externo, el ahorro y la inversión en países importadores de bienes de capital.

Sin ignorar la importancia del sistema financiero, el

¹ Este trabajo hace parte de una investigación más amplia sobre el tema financiado por el CIID y FONADE. Agradecemos los comentarios de Eduardo Lora a una versión previa de este ensayo.

² Los autores son investigadores de FEDESARROLLO, Bogotá.

presente estudio busca explorar la relevancia de este otro conjunto de factores. El trabajo se divide en cuatro partes. En la primera se reseña críticamente la literatura sobre ahorro e inversión en Colombia, detallando cuatro elementos particulares: los determinantes del ahorro, los factores que afectan la inversión privada, los mecanismos de ahorro e inversión pública, y la relación entre dichas variables y la balanza de pagos. En la segunda parte se analizan las tendencias del ahorro y la inversión en Colombia en la postguerra, detallando su comportamiento en la década del setenta y comienzos de los años ochenta. En la tercera, se realizan algunos ejercicios econométricos para evaluar la importancia de diversos determinantes de dichas variables. Finalmente, en la última parte del trabajo se derivan las principales implicaciones analíticas de los ejercicios empíricos realizados.

1. REVISION CRITICA DE LA LITERATURA SOBRE AHORRO E INVERSION

A. Determinantes del ahorro

Diversos estudios han mostrado que existe una tendencia creciente en la participación del llamado "ahorro financiero" en los agregados macroeconómicos nacionales, particularmente acentuada en la década del setenta, y asocian este comportamiento con la reforma financiera de 1974 y con la introducción del sistema de valor constante en 1972.³ No obstante, no parece existir una asociación estrecha entre dicho coeficiente y el

³ Véase Ortega (1979 y 1982).

comportamiento del ahorro, tal como se define corrientemente. Desde este punto de vista, debe destacarse que el llamado "ahorro financiero" es en realidad la demanda de activos financieros rentables - es decir, la demanda de un acervo - y no una decisión corriente de no gastar.

De esta manera, la liberación financiera pudo afectar más la forma como se canalizaron los ahorros a través del sistema económico que el monto relativo de los mismos.

Esto es, en efecto, lo que indica un estudio reciente sobre el tema. De acuerdo con este trabajo, la reforma financiera alteró la forma como las empresas captaban ahorro del público, sustituyendo derechos de propiedad por endeudamiento. Por otra parte, la canalización creciente del crédito hacia el consumo durable y las actividades especulativas impidió que se presentara el efecto esperado de las mayores tasas de interés reales sobre el ahorro, ya que la baja en el gasto corriente fue compensada por el incremento en el consumo duradero. De esta manera, el crecimiento de la tasa de ahorro en la década del setenta estuvo asociado más con el comportamiento del ahorro gubernamental y con bonanza de divisas que con la reforma financiera.⁴ Otros estudios sobre el tema confirman estas apreciaciones, al mostrar cómo las mayores tasas de ahorro estuvieron asociadas, en la segunda mitad de la década del setenta, con los ingresos extraordinarios de los cafeteros y con las políticas económicas adoptadas para absorber el superávit en cuenta corriente con el resto del mundo,

⁴ Véase Sarmiento (1984), Cap.V.

incluyendo los esfuerzos en materia de ahorro gubernamental.⁵ Durante estos años, la regla de política económica fue la regulación más que la liberación financiera, debido a la desconfianza en la capacidad del mercado privado para lograr un ajuste no inflacionario de la economía ante cambios drásticos en la situación externa.⁶

La relación entre ahorro y distribución del ingreso ha sido explorada en otros estudios. Análisis de series de tiempo han mostrado, en primer lugar, la alta propensión a ahorrar ingresos provenientes de las exportaciones⁷ y la relación positiva que existe entre consumo y salario real, que indica la baja propensión a ahorrar ingresos laborales.⁸ Estimativos directos para las sociedades de capital mostraron además la alta propensión al ahorro de las empresas en las décadas del cincuenta y sesenta (36,3% de las ganancias antes de impuestos y 53% de las utilidades disponibles).⁹ Un estudio reciente mostró también la importancia de la distribución urbano-rural del ingreso en la generación de ahorro de los hogares. En efecto, debido a la mayor inestabilidad y concentración del ingreso rural con respecto al urbano, existe una diferencia entre las propensiones a ahorrar respectivas. De

⁵ Véanse Sarmiento (1982), Caps. I y II; Jaramillo (1979) y Ocampo (1982).

⁶ Véanse Sarmiento (1982) y Jaramillo (1982).

⁷ Ver Gersovitz (1982). La conclusión surge de incluir las exportaciones como una de las variables independientes de una función de ahorro, interpretando dicho coeficiente, de acuerdo con los tratamientos tradicionales [Ver Maizels (1968)], como una mayor propensión a ahorrar ingresos provenientes de las exportaciones o una alta dependencia del Gobierno de impuestos al comercio exterior. Interpretaciones alternativas de dicho resultado se presentarán a lo largo del texto.

⁸ Véanse Bourguignon y Leibovich (1984), pp. 223-243 y Leibovich (1984).

esta manera, una mayor participación de los ingresos rurales, asociada a bonanzas agroexportadoras o a la elevación del precio relativo de los alimentos (con una demanda inelástica) incrementan la tasa de ahorro promedio de la economía; en el primer caso, el efecto se ve acentuado si, como ha sido típico en el pasado, se busca compensar total o parcialmente las bonanzas de divisas con cambios de signo contrario en las finanzas públicas.¹⁰ Estas afirmaciones se apoyan en parte en estudios de corte transversal, que confirman la mayor propensión a ahorrar ingresos transitorios en los hogares colombianos y las bajas elasticidades-precio de demanda de alimentos implícitas en los patrones de gasto de las familias; este último resultado indica que un incremento en el precio relativo de los alimentos afecta significativamente los patrones de ahorro de los hogares.¹¹

Los estudios anteriores muestran que las propensiones a ahorrar ingresos salariales son bajas en Colombia. Igualmente, señalan que los receptores de "excedentes urbanos" (tanto las empresas como los hogares) tienen propensiones a ahorrar relativamente altas. Además, debido a su mayor inestabilidad los excedentes rurales y quizás también aquéllos derivados de actividades de exportación (tanto urbanas como rurales) tienen igualmente coeficientes marginales de ahorro elevados. Estimaciones de corte transversal para diferentes sectores sociales confirman en general estas apreciaciones, señalando que las propensiones a ahorrar son muy bajas para los asalariados

⁹ Ver Rodado y Villodres (1969).

¹⁰ Ver Londoño (1985).

¹¹ Véanse Luch, Powell y Williamson (1977); Crockett y Friend

urbanos (2,1%) y los campesinos (2,8%) y un poco mayores para los jornaleros rurales (9,1%); los hogares receptores de excedentes urbanos tienen una propensión a ahorrar más alta que los anteriores (14,6%), en tanto que los terratenientes tienen la propensión a ahorrar más alta (25,5%), aunque inferior a la de las empresas.¹²

Los estudios anteriores confirman el efecto de cambios en la distribución del ingreso sobre el ahorro privado en Colombia. Al menos dos estudios adicionales han argumentado que una redistribución del ingreso nacional en favor del sector público tiende a incrementar los niveles de ahorro e inversión en Colombia. El estudio más completo se realizó en 1971, estimando propensiones marginales a ahorrar muy elevadas en los niveles nacional (51%) y municipal (46%) y en las entidades descentralizadas (48%), muy superiores en todos los casos a la de las empresas privadas y los hogares; la propensión a ahorrar de los gobiernos departamentales era entonces la más baja (28%), pero aún así elevada si se compara con el promedio de los hogares. Con base en supuestos sobre la incidencia de los diferentes tipos de impuestos, los autores intentaron mostrar el efecto favorable de un mayor nivel de tributación sobre el ahorro en el país.¹³ Un estudio posterior intentó ilustrar además para el caso colombiano el funcionamiento de un mecanismo de "ahorro forzoso" generado por la inflación, en la medida en que el sector público se apropie del margen monetario que permite el mayor ritmo de crecimiento de los

(1980).

¹² Véase Londoño (1985), Apéndice 1, Cuadro 12.

¹³ Ver Perry y Martínez (1971).

precios.¹⁴

B. Inversión privada

1. Inversión industrial

La inversión industrial ha sido objeto de atención preferencial en las investigaciones sobre el proceso de ahorro-inversión en Colombia. Un primer conjunto de trabajos ha explorado las fuentes de financiamiento de las empresas industriales. Estos estudios han señalado la gran importancia que tuvo la emisión de acciones como fuente de financiamiento del sector industrial en las décadas del cuarenta y parte del cincuenta y su progresivo marchitamiento en los decenios posteriores. Como los fondos propios no han mostrado una tendencia claramente ascendente como proporción de los recursos totales, las empresas han acudido crecientemente al endeudamiento.¹⁵ Este hecho ha conducido a la creencia generalizada de que las firmas privadas enfrentaron coeficientes de endeudamiento cada vez mayores en la década del setenta.¹⁶ Un análisis detallado de los flujos financieros de las empresas privadas en dicha década, con base en datos de las Cuentas Nacionales y Financieras mostró, sin embargo, que los

¹⁴ Ver Otálora (1980).

¹⁵ Ver Pieschacón (1973); Junguito y Castro (1978); Superintendencia de Sociedades (1982) y Sandoval (1984).

¹⁶ Ver Departamento Nacional de Planeación, "El sector industrial en el Plan Nacional de Desarrollo" (1983), Cap. VI. A comienzos de la década de los ochenta los coeficientes de endeudamiento muestran, sin embargo, una reducción. En efecto, según una investigación reciente sobre 180 empresas grandes del sector manufacturero, dicho coeficiente disminuyó de 69,8% en 1980 y 70,6% en 1981 a 68,9% en 1982 y 67,6% en 1983 [Superintendencia de Sociedades (1984), pp. 7-37, Cuadros 3 y 4].

recursos financieros propios de las firmas habían aumentado simultáneamente con los niveles de endeudamiento, reflejando la tendencia a dedicar tanto fondos internos como externos a usos diferentes a la inversión productiva, en especial a inversiones financieras y de portafolio, generando así una "profundización" financiera en ambos lados del balance más que un endeudamiento creciente en un sentido estricto.¹⁷ Desde este punto de vista, el incremento en los coeficientes de deuda es en gran medida una distorsión en el balance de las firmas, asociado a la subvaloración de activos fijos en condiciones inflacionarias y a la depreciación acelerada de estos activos facilitada por normas tributarias adoptadas en la década pasada. No obstante, a pesar de que las mayores razones de endeudamiento son en alguna medida ficticias, es evidente que las prácticas financieras adoptadas en la década pasada tendieron a aumentar la sensibilidad de las empresas ante fluctuaciones en el mercado financiero, y de este último frente a la situación de las primeras, con particularidades que, desafortunadamente, no han sido objeto de atención preferencial en las investigaciones sobre el tema.

Un conjunto de trabajos econométricos ha explorado, por su parte, la validez de modelos simples de acelerador, incorporando en algunos casos restricciones de divisas, disponibilidad de fondos propios o de recursos externos por parte de las firmas y algunas otras variables. El primer estudio de este tipo fue realizado por Bilsborrow para el período 1950-1964, con base en estadísticas de la Superintendencia de Sociedades.¹⁸ Con los datos

¹⁷ Ver Tenjo (1983).

agregados para 22 empresas, el autor calculó la función de inversión que se reproduce en el Cuadro 1, concluyendo que el mecanismo acelerador y el acceso a fondos propios eran los factores claves en las decisiones de inversión, en tanto que la disponibilidad de divisas era esencial para hacer efectiva la demanda de bienes de capital y afectaba, así, la trayectoria de los gastos de inversión. De acuerdo con este estudio, la tasa de interés no afectó durante el período estudiado el nivel de inversión, ya sea que se incorporara en términos nominales o reales en las funciones respectivas. Coviene anotar, además, que un análisis de corte transversal realizado por el mismo autor, con base en niveles promedio para el período 1960-1964, mostró diferencias importantes en los patrones de inversión de las empresas nacionales y extranjeras, y encontró un menor poder explicativo de la disponibilidad de fondos propios, que el autor interpretó como una señal de abundancia de recursos internos de las firmas durante esos años.

Con base en un análisis simple a nivel agregado para el período 1958-1975, Ospina mostró que una versión modificada del acelerador permitía explicar gran parte del comportamiento de la inversión industrial (véase al respecto el Cuadro 1).¹⁹ La conclusión del estudio fue así que el acelerador era el determinante básico de la inversión, aunque con un proceso de ajuste parcial que indicaba el rezago entre las decisiones de las empresas y la inversión propiamente dicha. Por otra parte, el autor exploró independientemente una relación simple entre

¹⁹ Véase Bilsborrow (1968).

CUADRO 1

**FUNCIONES DE INVERSION INDUSTRIAL
ESTIMADAS EN DIVERSOS ESTUDIOS**
(Estadísticas t entre paréntesis)

1. Billsborrow — (1950–1964)

$$I = 8.55 + 0.179 \Delta V/V + 0.381 F + 0.155 DD$$

(2.2) (2.9) (2.3)

2. Ospina — (1958–1975)

$$I = 207.6 + 0.114 \Delta Q + 0.77 I_{-1}$$

(1.2) (4.6)

$$I = 1185.7 + 18.93 DD$$

(6.1)

3. Chica — (1958–1980)

$$I = 265.5 + 0.08 V + 0.02 V - 0.14 K_{-1}$$

(3.0) (0.4) (-1.9)

$$I = 213.7 + 0.095 V + 0.033 B - 0.219 K_{-1}$$

(6.4) (1.1) (-4.3)

(excluye sectores 26 y 32)

$$I = -4734 + 5149 U + 0.352 B_{-1} + 0.5383 CR + 0.074 RD$$

(2.36) (2.20) (3.39) (3.99)

4. Rubio — (1958–1980)

Niveles:

$$I = 160C + 110 Sr - 21000i + 0.1CR + 0.15D_1 - 9600D_2 + 0.19 K_{-1} - 5.4DD$$

(8.5) (5.3) (-3.1) (1.9) (3.8) (-6.0) (12.0) (-2.6)

Log.:

$$I = 5.4C + 0.88 Sr - 0.76 i + 0.17CR + 0.01D_1 - 0.59D_2 + 1.66K_1 - 0.02 DD$$

(0) (5.2) (-2.2) (1.45) (2.8) (-5.6) (9.8) (-3.3)

5. Nomenclatura

I = Inversión bruta

K = Acervo de capital

V = Ventas

Q = Producción

U = Utilización de capacidad = Q/K

C = Utilización de capacidad (Índice Wharton)

F = Fondos internos (ingreso bruto retenido + depreciación)

B = Masa de beneficios

DD = Disponibilidad de divisas (Reservas al final del año anterior + ingresos brutos durante el año); en Rubio DD = 0 si la disponibilidad aumenta.

Rd = Restricción de divisas (véase la nota 20 del texto)

Sr = Salario real

i = Tasa de interés real

Cr = Crédito para la industria

D₁ = Efecto de las reformas fiscales de 1960 y 1976 (variable ficticia)D₂ = Efecto de D.L. 444 (Variable ficticia)

Fuentes: Véase el texto.

inversión y disponibilidad de divisas, encontrando también una correlación significativa entre dichas variables. El estudio señaló así que existe una relación entre inversión y disponibilidad de cambio externo, aunque indicando que esta correlación podía estar asociada con relaciones de tipo macroeconómico y no sólo con las limitaciones para hacer efectiva la demanda de bienes de capital. A pesar de los resultados significativos de este estudio, conviene anotar que el autor utilizó una forma un tanto imprecisa del acelerador (el modelo debía incluir el acervo de capital y no el nivel de inversión del período anterior como variable explicativa) y pruebas aisladas para evaluar los factores de divisas y de demanda, que no permiten una interpretación clara de los resultados.

La validez del modelo de acelerador flexible ha sido explorada recientemente por Chica, con los resultados que se indican en el Cuadro 1.²⁰ La exclusión del sector 32 (petróleos) de la segunda de las regresiones se justifica ampliamente, ya que confiere mayor estabilidad a las series globales; por su parte, el sector 26 (muebles de madera) se elimina por la deficiencia de las series respectivas. La segunda de las ecuaciones estimadas por el autor explica el 91% de la varianza de la inversión en el período 1958-1980, indicando así el alto valor explicativo de un modelo simple de acelerador. La disponibilidad de fondos propios por parte de las empresas, aunque afecta la inversión en el sentido deseado, y aumenta su significancia al excluir los sectores 26 y 32, no es claramente significativa. El estudio exploró

²⁰ Ver Ospina Sardi (1976).

independientemente de las regresiones reseñadas la relación entre rentabilidad e inversión, encontrando correlaciones débiles entre dichas variables.

En un trabajo posterior²⁰, el mismo autor ha analizado la importancia del crédito y de la disponibilidad de divisas sobre la inversión industrial. Las pruebas estadísticas se hicieron tanto con estas variables en términos absolutos (créditos nuevos a la industria y reservas internacionales netas) como utilizando un indicador de restricción de crédito o de divisas que mide los excesos de demanda correspondientes.²² Aunque el nivel de inversión tiene una correlación significativa con el monto de los créditos y de las reservas internacionales, al introducir estas últimas variables conjuntamente con los elementos tradicionales del acelerador desaparece su significancia estadística. Si, por el contrario, se utiliza como indicador del acelerador una variable de utilización de capacidad (definida como la relación entre el nivel de producción y el acervo de capital), se encuentra que tanto los beneficios como el crédito y la restricción de divisas afectan significativamente la inversión (véase el Cuadro 1). No obstante, el procedimiento utilizado por el autor para derivar esta última conclusión es debatible, en la medida en que elimina los elementos tradicionales del acelerador, cuyo alto valor

²⁰ Véase Chica (1983).

²¹ Ver Chica (1984), esp. pp. 215-223.

²² Para calcular estos excesos se parte de las relaciones entre crédito e importaciones y el PIB en aquellos años para los cuales las dos primeras variables están por encima de su tendencia. Estas relaciones sirven para calcular demandas "máximas" de crédito e importaciones (y de reservas internacionales, suponiendo que deben representar 6 meses de importaciones), que se comparan con los niveles actuales de dichas variables para generar el índice de

explicativo el mismo deriva, sustituyéndolos por una variable de utilización de capacidad que no los capta en forma adecuada.

El trabajo de Rubio²², constituye un esfuerzo adicional por incorporar en modelos simples de acelerador un cálculo de la estructura de rezagos adecuada, y de explorar en forma más detallada la relación entre la inversión y la disponibilidad de divisas y el efecto de variables diferentes a las de demanda. Los resultados del estudio llevaron al autor a concluir que los factores de demanda (capturados en su modelo por C y K) son los determinantes más importantes de la inversión industrial en Colombia. Le siguen en importancia las variables institucionales: las reformas tributarias tienen el efecto neto de trasladar la inversión para el año siguiente, en tanto que el nuevo régimen cambiario introducido en 1967 tuvo un efecto inicial adverso sobre la inversión extranjera. Por otra parte, el efecto de la tasa de interés, aunque significativo, es pequeño; los efectos de sustitución de factores se captan así en forma más adecuada a través del coeficiente del salario. El impacto de la disponibilidad de crédito no es enteramente claro. Finalmente, el efecto de la restricción de divisas es asimétrico: una disminución en la disponibilidad de cambio externo afecta adversamente la acumulación de capital, pero su abundancia no conduce necesariamente a mayores niveles de inversión.

Los resultados econométricos de este estudio merecen comentarios detallados. Conviene anotar, en primer término, que

restricción respectivo (Ibid., pp. 269-70).

los efectos de las variables que buscan capturar el impacto de la demanda no son enteramente claros. La construcción de la variable que mide la utilización de capacidad presenta algunos problemas y, en cualquier caso, su poder explicativo desaparece totalmente en las estimaciones logarítmicas. El coeficiente de la variable del acervo de capital tiene además el signo contrario al que se espera en un modelo de acelerador; de hecho, las estimaciones indican la presencia de un proceso explosivo de inversión o, lo que es más probable, dada la altísima correlación entre el acervo de capital y la demanda industrial corriente (esta última excluida del análisis), el parámetro calculado muestra más bien el efecto de esta última variable. Finalmente, el signo positivo de la variable salarios reales, que el autor interpreta como un elemento de sustitución de factores, podría estar captando más bien elementos de demanda, en concordancia con resultados reseñados en la sección anterior y con aquéllos que se presentan en la tercera parte de este estudio.

En síntesis, los resultados econométricos han corroborado la validez del mecanismo acelerador en el sector industrial colombiano, aunque sin llegar a conclusiones definitivas sobre el papel que desempeñan otras variables en el proceso de inversión. La percepción de la importancia de la restricción de divisas ha variado según el período de estimación. En esta materia, el último de los estudios reseñados presenta una interpretación novedosa sobre el papel de dicha variable. La importancia de los recursos propios de las firmas y del crédito disponible para el sector

industrial fue explorada en varios de los trabajos mencionados, sin llegar a conclusiones claras. Finalmente, las pruebas estadísticas realizadas indican que la tasa de interés no afecta sensiblemente el nivel de inversión, pero que un aumento en el salario real podría generar una sustitución de mano de obra por equipo, generando así mayores niveles de inversión. No obstante, este último efecto podría interpretarse como un impacto positivo de mayores niveles salariales sobre el consumo de bienes industriales, en cuyo caso debería incorporarse como un elemento de demanda adicional al mecanismo acelerador.

2. La demanda de vivienda

Dos trabajos recientes han analizado la demanda de vivienda, llegando a resultados diametralmente opuestos sobre los determinantes de este tipo de constitución en Colombia. Los estudios difieren particularmente sobre el papel que asignan al crédito dirigido al sector y sobre las estimaciones de la elasticidad-ingreso de la demanda de vivienda.

Martínez, et.al.²⁴, desarrollaron un modelo simultáneo de oferta y demanda, en el cual la oferta depende del precio, de los costos (tierra y materiales de construcción) y de la financiación disponible, en tanto que la demanda depende del ingreso, del precio, del costo de los arrendamientos y de las condiciones de financiación (cuantía total de crédito disponible y porcentaje de la cuota inicial sobre el precio total). Las tasas de interés

²⁴ Véase Martínez, et. al. (1982).

también se incluyeron como determinante de la oferta y la demanda, pero no se encontraron efectos significativos de dicha variable. Los resultados más importantes se incluyen en el Cuadro 2. Como se puede apreciar, la demanda de vivienda es inelástica al ingreso, al precio de la vivienda y a los arrendamientos. La oferta no es muy sensible al precio final, aunque sí a los costos. Finalmente, las condiciones de financiación afectan tanto la oferta como la demanda. Como el efecto del financiamiento disponible para el sector es similar por el lado de la oferta y la demanda (aunque inelástico en ambos casos), el incremento en el crédito disponible aumenta la cantidad de vivienda sin alterar significativamente los precios. Además, una estrategia crediticia es preferible si se dirige a incrementar el número de viviendas financiadas que a reducir los porcentajes de la cuota inicial; en este último caso, los efectos benéficos sobre la demanda se erosionan, debido al incremento en los precios de la vivienda, sin que se obtenga una respuesta significativa de la producción.

El estudio de Carrizosa, et.al.²⁵ desecha los indicadores de precio disponibles, por considerarlos poco confiables. De esta manera, descarta la posibilidad de estimar un modelo simultáneo de oferta y demanda, limitándose a calcular una forma reducida, en la cual se busca captar el efecto del ingreso y de las condiciones crediticias sobre la inversión per cápita en vivienda. Los autores intentaron capturar el efecto del crédito sectorial a través del porcentaje de la financiación hipotecaria sobre el valor de la inversión en vivienda, sin encontrar un efecto significativo de

²⁵ Ver Carrizosa, et.al. (1982).

CUADRO 2

OTRAS ECUACIONES DE INVERSION PRIVADA
(Estadística t entre paréntesis; e = elasticidad en el punto medio)1. Mercado de vivienda — Martínez *et. al.*

$$X^d = 817 + .08 Y - 79.4P - 12.8Q + 0.162F + 0.663 A$$

(0.53) (-1.6) (-2.3) (2.1) (1.6)

$$e = 0.67 \quad -0.67 \quad -0.28 \quad 0.27 \quad 0.74$$

$$X^{d,o} = 2792 + 168.8P - 666 C_t - 18.7 C_c + 0.187 F$$

(1.24) (-2.05) (-2.04) (3.87)

$$e = 0.47 \quad -0.68 \quad -1.05 \quad 0.29$$

$X^{d,o}$ = oferta y demanda de vivienda

Y = Ingreso per cápita

P = Precio de la vivienda

A = Costo de los arrendamientos

C_t = Costo de la tierra

C_c = Costo de la construcción

F = Crédito hipotecario real

Q = Porcentaje de la cuota inicial

2. Construcción de vivienda per cápita — Carrizosa, *et. al.*

$$V = 6.53 + 1.7L - 0.14 \Delta B - 3.1 r + 1.8Y_t + 0.09 \Delta Y_p$$

(3.0) (-2.6) (-2.0) (2.0) (4.1)

V = Construcción de vivienda per cápita

L = Liquidez (desviación del coeficiente de ahorro privado con respecto a su tendencia)

ΔB = Cambio en la base monetaria

r = Tasa de interés real

Y_t = Ingreso transitorio (cociente del ahorro al consumo privado)

ΔY_p = Cambio en el ingreso permanente (aproximado por el consumo per cápita)

3. Acervos deseados — Modelo de corto plazo

a. Estimación para el período 1950–1972

$$S_m = 14300 + 0.348 Y^e - 0.463 S_t^e - 0.497 P_m + 0.423 M_i$$

(3.3) (-6.1) (-1.0) (1.4)

$$e = 0.39 \quad -0.05 \quad -0.17 \quad 0.11$$

$$S_c = 1540 + 0.473 Y_r^e - 0.524 S_t^e + 0.734 F$$

(69.2) (-2.5) (2.6)

$$e = 0.87 \quad -0.09 \quad 0.9$$

b. Período 1950 – 1981

$$S_m = 10676 + 1.22 Y^e - 5198 S_t^e - 2835 P_m + 32458 p$$

(0.55) (14.7) (-2.88) (-5.52) (1.58)

$$e = 1.05 \quad -0.5 \quad -0.52 \quad 0.75$$

$$S_c = 8421 + 0.172 Y^e - 115.4 S_t^e$$

(11.3) (57.9) (0.62)

$$e = 0.43 \quad -0.03$$

$S_{m,c}$ = Acervo deseado de maquinaria y equipo y construcción privada, respectivamente

Y^e = Ingreso real esperado

S_t^e = Salario real esperado

P_m = Tasa de cambio o costo real de las importaciones

P = Precio relativo de los productos del sector moderno

F = Financiamiento real para la construcción

M_i = Cantidad real de dinero

Fuentes: Véase el texto.

dicha variable. La interpretación de este resultado es que la presencia de fuentes de financiación diferentes (los ahorros propios, crédito de las empresas, etc.) le restan importancia al crédito dirigido. Ello no significa, empero, que las condiciones crediticias globales no afecten la actividad constructora. Por el contrario, la edificación es sensible a la tasa de interés y al exceso de liquidez en la economía (véase Cuadro 2). Los autores encontraron también que la edificación es sensible al cambio en el ingreso permanente (captado a través del consumo por habitante) y a la relación entre ingreso transitorio y permanente (captado a través del coeficiente del ahorro al consumo privado). Finalmente, en una estimación de la demanda del acervo de vivienda (medido a través de los alquileres reales netos por habitante), encontraron una elasticidad significativamente superior a la unidad, indicando, en contra del estudio anterior, que la vivienda es un bien de lujo en Colombia.

Los estudios reseñados han abierto un debate interesante, que requiere mayor discusión e investigación académica. Aunque el primero de ellos es más ortodoxo desde el punto de vista econométrico, las dudas que plantea el segundo sobre algunas de las variables utilizadas (precios y costos) y sobre el papel de la financiación hipotecaria merecen una discusión más amplia. Conviene en particular destacar las conclusiones diametralmente opuestas sobre la función del crédito dirigido. Mientras el estudio de Martínez et.al., tiende a apoyar el punto de vista de la actual administración de que unas mejores condiciones de financiamiento sectorial estimulan la actividad constructora, el de Carrizosa et.al., no le otorgan mayor importancia al crédito

dirigido.

3. Inversión privada total

Para terminar la reseña de los estudios sobre inversión privada, conviene resumir brevemente las estimaciones del principal modelo de corto plazo que existe para Colombia.²⁴ Este modelo considera la inversión como el resultado de un proceso de ajuste parcial del acervo de capital a su nivel deseado. Los determinantes de dichos acervos se incluyen en el Cuadro 2, de acuerdo con las estimaciones originales para el período 1950-1972 y los nuevos cálculos, que incluyen toda la década del setenta.

Según se puede apreciar, los acervos deseados de maquinaria y equipo y de construcción privada dependen de los salarios reales, del ingreso esperado, y de algunas variables crediticias y precios relativos. La elasticidad a la primera de las variables mencionadas es baja en ambos casos, aunque tiende a aumentar para la maquinaria cuando se incluye toda la década del setenta en las estimaciones. El acervo de construcciones privadas es inelástico al ingreso, particularmente en los cálculos recientes. Por el contrario, la elasticidad del acervo deseado de maquinaria y equipo al ingreso real es aproximadamente unitaria de acuerdo con las últimas estimaciones. La inclusión de variables crediticias en los cálculos iniciales mostró también que ambos acervos dependen de las condiciones de crédito, aunque sólo en forma sensible en el caso de la construcción. Finalmente, la

²⁴ Ver Reyes, et.al. (1978) y Reyes (1985).

demanda de maquinaria y equipo es inelástica al precio relativo de las importaciones, aunque en forma mucho más sensible de acuerdo con los últimos cálculos, y depende de los precios relativos de los productos del sector moderno de la economía.

C. Ahorro e inversión pública

Un estudio reciente sobre el sistema fiscal colombiano ha enfatizado la importancia de la estructura del sector público y de las transferencias intergubernamentales sobre el ahorro y la inversión pública.²⁷ Este trabajo mostró con claridad que el gobierno nacional central es el principal receptor de ingresos tributarios y la fuente más importante de ahorro público en Colombia. El ahorro se distribuye a otros niveles gubernamentales para cubrir los déficits de operación de ciertas entidades y para financiar los esfuerzos de inversión de otras. Las transferencias corrientes son canalizadas principalmente hacia las agencias descentralizadas nacionales y departamentales encargadas de la política social (salud, educación, etc.). Por otra parte, las empresas comerciales e industriales del Estado, tanto a nivel nacional como municipal, son los principales inversionistas en el sector público. Aunque estas firmas generan ahorros de importancia, ellos son insuficientes para financiar su propia inversión. Los requerimientos netos se cubren con transferencias del gobierno nacional y con crédito externo.

Aparte de estas características estructurales del ahorro y

²⁷ Ver Departamento Nacional de Planeación, Las finanzas

la inversión pública, algunos estudios han mostrado la vinculación entre endeudamiento externo e inversión estatal en Colombia.²⁸ Varias características institucionales explican esta asociación. En primer lugar, hasta hace poco tiempo el gobierno había sido incapaz de desarrollar un sistema viable de endeudamiento interno. Más aún, las leyes del presupuesto de Colombia prohíben la contratación de deudas de corto plazo (menos de un año) para financiar apropiaciones presupuestales, restringiendo su uso exclusivamente para cubrir déficits de tesorería.²⁹ Además, bajo condiciones inflacionarias, la financiación doméstica genera una mayor carga del servicio de la deuda en los primeros años, obligando a los prestatarios a desarrollar un sistema de rotación de la financiación ("rollover"), que no parece muy atractivo para las instituciones oficiales comparada con la alternativa de financiamiento externo con cláusulas de amortización favorables. Este hecho se refleja también en los mayores coeficientes de servicio de la deuda cuando se usa crédito interno (debido tanto a los menores plazos de amortización como al resultado de excluir las pérdidas cambiarias de los cálculos del servicio de la deuda externa). Finalmente, hay evidencia considerable de que las empresas e institutos públicos descentralizados prefieren el endeudamiento externo como mecanismo para asegurar los fondos de contrapartida del Gobierno Nacional que exigen las instituciones financieras internacionales. El Gobierno Central, prefiere, a su vez, a las instituciones financieras externas por el mayor control

intergubernamentales en Colombia (1982).

²⁸ Ibid., Cap. VI. Ver también Perry, Roberto Junguito y Nohora de Junguito (1981); Londoño y Perry (1985).

²⁹ La excepción a esta norma son hoy en día los TAN, de acuerdo con la norma que los creó.

que ejercen sobre el uso correcto de los fondos por parte de las agencias descentralizadas y empresas estatales.

Es importante anotar que el sesgo de las instituciones públicas hacia el crédito externo no sólo introduce una relación entre la inversión pública y el financiamiento externo, sino también una fuente de desequilibrio en la balanza de pagos. En realidad, los requerimientos de financiación externa deben estar ligados con el déficit o superávit en la cuenta corriente, para asegurar el equilibrio en balanza de pagos, y no con el monto de la inversión pública. Esta es sólo una de las posibles relaciones entre el sector externo y el sistema fiscal que pueden afectar el ahorro y la inversión pública. Otras interconexiones deben ser resaltadas, en particular la relación entre los ciclos del comercio internacional y los niveles de tributación y las implicaciones fiscales de la valorización de las reservas internacionales. De esos problemas, sólo el último ha sido objeto de atención reciente.²⁰

D. Las decisiones de ahorro-inversión y la balanza de pagos

Las relaciones que fueron mencionadas en la sección anterior hacen parte de una serie más completa de conexiones entre decisiones de ahorro e inversión y la balanza de pagos. Las relaciones más importantes están asociadas con las finanzas del sector cafetero y con las implicaciones de un déficit o superávit en la cuenta corriente sobre el ahorro y la inversión.

²⁰ Véanse Jaramillo y Montenegro (1982) y Ocampo y Perry (1983).

Los mecanismos que se encuentran detrás de las finanzas del Fondo Nacional del Café son ampliamente conocidos.³¹ Cuando el precio del café aumenta, el Fondo debe contribuir a elevar directamente la tasa de ahorro de la economía y a estabilizar, de esta manera, tanto el precio interno del café como el efecto de la bonanza externa sobre la demanda agregada y la oferta monetaria. Si esto no sucede, el Gobierno debe diseñar mecanismos para incrementar la tasa de ahorro por otras vías o incentivar la inversión intensiva en importaciones. Un análisis de las dos principales bonanzas cafeteras de la postguerra indica las diferentes situaciones y contradicciones que se puede desarrollar.³² Por otra parte, en la fase descendente del ciclo de precios externos, el Fondo Nacional del Café debe financiar la acumulación de la producción excedente y permitir una reducción gradual de los precios internos reales del grano, operando nuevamente como un instrumento anticíclico. Un estudio reciente muestra cómo las finanzas del Fondo se ven afectadas bajo esas condiciones por la magnitud de la sobreproducción colombiana y mundial, la tasa de cambio real y la historia de los déficits y superávits pasados, tal como ella se refleja en su posición de endeudamiento.³³

Las implicaciones de los déficits o superávits en cuenta corriente sobre el proceso de ahorro e inversión, y por ende sobre el comportamiento macroeconómico, han sido analizadas en varios

³¹ Ver FEDESARROLLO (1978), Cap. XVIII y Junguito (1981).

³² Ver Ocampo y Revéiz (1979).

³³ Ver Ocampo, Caballero y Villar (1984).

trabajos recientes.²⁴ Como es bien conocido, un superávit en cuenta corriente es una inversión neta en el exterior que debe tener su contrapartida en el ahorro nacional, mientras un déficit es una transferencia neta de capital del resto del mundo hacia el país que se suma así al ahorro nacional para financiar la inversión total. En el caso del superávit, la tasa de ahorro debe incrementarse en la medida en que los ingresos por exportaciones no se esterilicen directamente o no se estimule la inversión intensiva en importaciones. Este aspecto del superávit en cuenta corriente recibió gran atención durante la bonanza cafetera de 1976-1979.²⁵

El caso opuesto es interesante, no sólo por el análisis de la contribución real del capital externo a los esfuerzos de inversión, sino también por el estudio de diferentes políticas para corregir el déficit. Dos de ellas son de especial importancia. La primera, la devaluación real, tiene un impacto que ha sido analizado en la literatura sobre el efecto contraccionista de la devaluación. Como se mencionó anteriormente, la devaluación real incrementa el precio relativo de los bienes de capital en una economía que importa una proporción sustancial de su maquinaria y equipo. En el muy corto plazo, el mayor déficit en cuenta corriente en moneda nacional financia los mayores costos de la inversión, aunque con un efecto depresivo sobre la actividad económica. En el mediano plazo, la inversión decae pero, en la medida en que su demanda es inelástica el precio relativo de los bienes de capital, la inversión total a precios corrientes crece

²⁴ Ver Ocampo (1982 y 1984).

y, así mismo, el esfuerzo de ahorro. De esta forma, la devaluación real requiere un mayor esfuerzo de ahorro para financiar un menor monto de inversión real. Este hecho ha sido documentado para Colombia³⁴, pero el mecanismo específico a través del cual opera no ha sido analizado. Al parecer, está asociado con una redistribución del ingreso en favor de sectores con mayor propensión al ahorro. Un mecanismo particular que debería ser explorado es un posible incremento en los ahorros de las firmas, en la medida en que éstas tratan de financiar con fondos internos al mayor peso de la inversión real y de la deuda externa que acumularon antes de la devaluación. Otra alternativa es una drástica caída en el ingreso real de aquellos sectores con menores propensiones al ahorro. En ambos casos, el ajuste a los mayores costos relativos de los bienes de capital opera a través de presiones sobre el nivel general de precios.

La alternativa a la devaluación real es el control directo de las importaciones. El impacto macroeconómico de esta política no ha recibido una atención adecuada en la literatura teórica internacional. Un documento reciente sobre el tema intenta delinear las líneas generales de un análisis keynesiano del problema.³⁷ El estudio distingue tres tipos de efectos asociados a los controles. El primero de ellos es la desinversión y el ahorro forzados generados por los mecanismos de racionamiento de divisas, en la medida en que los bienes y servicios domésticos son sustitutos imperfectos de los importados. No obstante, parte del

³⁵ Véanse las fuentes citadas en la nota de pie No. 3.

³⁶ Ver Díaz-Alejandro (1976), Cap. 8 y Giraldo y Prada (1978).

³⁷ Ver Ocampo (1985).

exceso de demanda de importaciones genera una sustitución forzosa por bienes y servicios domésticos, con el consecuente efecto expansionista sobre la actividad interna. El segundo efecto está asociado con la distribución de recursos entre los sectores público y privado. En la medida en que las importaciones son una fuente importante de recursos fiscales, los controles tienden a reducir la tributación. El impacto macroeconómico depende de la respuesta del gobierno a la baja en sus ingresos. Si reduce sus gastos, se produce un efecto recesivo, que puede eliminar o no el impacto expansionista de la sustitución forzosa de importaciones. Finalmente, el control de importaciones genera dos tipos de desequilibrios en el mercado monetario: por una parte, una acumulación indeseada de activos líquidos en poder del público y, por otra, un desajuste entre activos denominados en moneda nacional y extranjera. El segundo depende en parte del primero, pero también de los efectos del exceso de demanda de importaciones sobre el mercado negro de divisas. El impacto conjunto de ambos factores puede generar un diferencial elevado entre los mercados cambiarios negro y oficial, con un efecto desestabilizador sobre el segundo de ellos.³⁹

³⁹ Ver Musalen (1971).

II. EVOLUCION DEL AHORRO Y LA INVERSION EN COLOMBIA

La primera parte de este trabajo ha permitido identificar un conjunto de factores que afectan el ahorro y la inversión. Antes de presentar los resultados de algunos ejercicios econométricos realizados para comprobar la importancia de estos factores, conviene hacer un análisis inicial de la evolución de dichas variables en Colombia. La primera sección de esta parte del estudio describe así las principales tendencias y fases del ahorro y la inversión entre 1950 y 1980, asociándolas con eventos particulares de la economía colombiana. Posteriormente, en la segunda sección, se analiza con mayor detenimiento el comportamiento de estas variables en la década del setenta y comienzos de los años ochenta y los mecanismos de transferencia de ahorro entre las principales unidades superavitarias (los hogares) y las principales deficitarias (las empresas), con ayuda de las nuevas series de Cuentas Nacionales y Financieras.

A. Tendencias y fases, 1950-1980

El Cuadro 3 y los Gráficos 1 y 2 permiten reconstruir la evolución del ahorro y la inversión en Colombia en el período de postguerra. Antes de analizar estos datos, conviene hacer unas anotaciones iniciales sobre las peculiaridades de las series utilizadas, extraídas de las Cuentas Nacionales del Banco de la República. Con respecto a los distintos componentes del ahorro, conviene anotar, en primer término, que el agregado de sociedades incluye aquellas empresas públicas organizadas en forma de sociedad anónima. Este problema es, empero, de segundo orden, si

CUADRO 3

INESTABILIDAD Y TENDENCIA DE LAS TASAS
DE AHORRO E INVERSIÓN, 1950-1980

	Media (% PIB)	Coeficiente de variación (1)	Tendencia(2)	Tendencia de los precios relativos(2)
Ahorro (precios corrientes)	18.4	17	1.1 **	
Ahorro bruto doméstico	2.3	30	2.6 **	
Sociedades	3.2	71	1.6	
Gobierno	4.6	27	1.3 **	
Fondos de depreciación	8.3	16	0.5	
Ahorro externo	1.1	177	0.8	
Inversión nominal				
Total	17.7	12	1.1 **	
Maquinaria y equipo	7.2	22	1.6 **	
Construcción privada	6.4	10	-0.5 **	
Construcción pública	4.0	31	2.5 **	
Inversión real (precios de 1970)				
Total	20.3	16	-1.0 **	1.9 **
Maquinaria y equipo	9.0	28	-1.3 **	2.4 **
Construcción privada	6.9	17	-1.6 **	1.3 **
Construcción pública	4.4	24	1.0 *	1.6 **

Fuente: Banco de la República, Cuentas Nacionales.

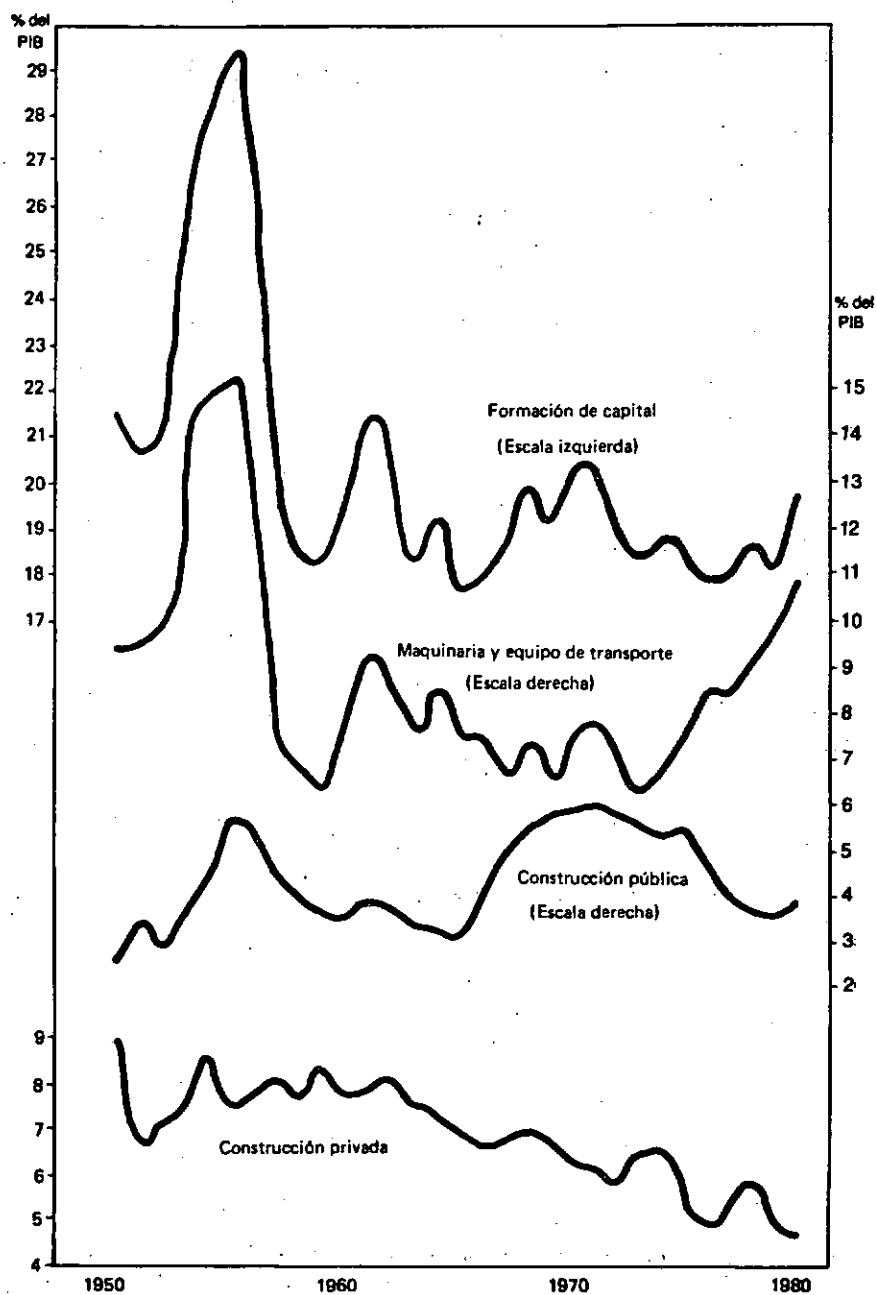
(1) Desviación estándar como porcentaje de la media.

(2) Coeficiente de una regresión lineal con respecto al tiempo, expresado como porcentaje de la media.

* Significativo al 95%.

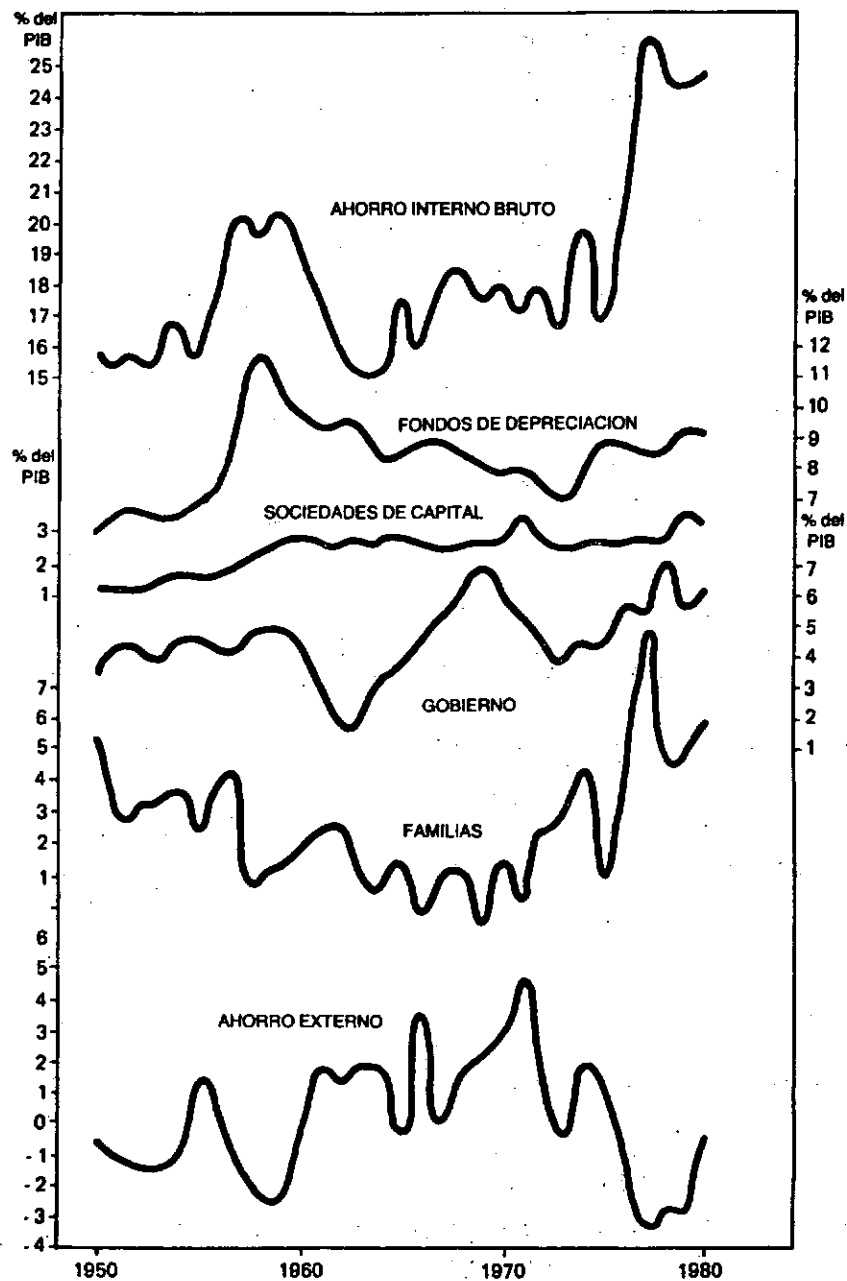
** Significativo al 99%.

GRAFICA - 1
PARTICIPACION DE LA FORMACION DE CAPITAL EN EL PIB
(a pesos constantes de 1970)



Fuente: BANCO DE LA REPUBLICA

GRAFICA 2
PARTICIPACION DEL AHORRO EN EL PIB
(A precios corrientes)



Fuente: Cálculo con base en cuentas Nacionales del BANCO DE LA REPUBLICA

se compara con el que presentan los subagregados de hogares y fondos de depreciación. Todavía en Colombia es típico que algunas empresas (en el sector agropecuario, en el comercio, etc.) no adopten la forma de sociedad; el agregado de "hogares" incluye así unidades económicas cuyo comportamiento está asociado más con las empresas que con las familias en un sentido estricto. Por otra parte, por su forma de cálculo los fondos de depreciación deben atribuirse al sector privado, ya que no existe un estimativo de depreciación de la construcción pública. No obstante, sólo en el caso de las sociedades se tiene información directa sobre esta variable; en el resto de los casos se trata de un cálculo para fines de la propia elaboración de las Cuentas Nacionales. Para evitar los errores implícitos en estos cálculos, sería quizás deseable manejar directamente los datos de ahorro bruto de los diferentes agentes económicos y no los valores netos de dicha variable. No obstante, no fue posible tener acceso a la información correspondiente. Por este motivo, aunque en esta sección del estudio se detalla el comportamiento del ahorro para los diferentes agentes, en los ejercicios econométricos que se presentan en la parte III sólo se incluyeron como variables dependientes del análisis los ahorros brutos privado y total, respectivamente.³⁹

En el caso de la inversión se presentan dos problemas adicionales: el más importante es la imposibilidad de distinguir

³⁹ Según veremos más adelante, este problema no se presenta en las nuevas Cuentas Nacionales, cuyos datos se refieren a los ahorros brutos de los diferentes agentes económicos. El problema del agregado de hogares subsiste, sin embargo, en la nueva contabilidad.

entre la inversión en maquinaria y equipo de transporte del sector público y aquella que realiza el sector privado. De esta manera, es imposible con base en estas Cuentas tener una idea precisa de la importancia del gobierno y sus empresas en la inversión total y, por ende, un cálculo del déficit consolidado del sector público.⁴⁰ El segundo problema es la existencia de una tendencia ascendente de los precios relativos de todos los tipos de inversión. En el caso de la maquinaria y equipo, este incremento refleja la devaluación real que ha experimentado la economía colombiana en el largo plazo y el alto componente importado de este tipo de gasto. En la construcción, puede estar asociado con un menor dinamismo de la productividad del sector en comparación con el de la economía en su conjunto.⁴¹ No obstante, la tendencia ascendente de los precios puede reflejar errores estadísticos no identificados plenamente.

Para iniciar el análisis de las series mencionadas, conviene recordar la diferenciación entre la inversión real y el esfuerzo de ahorro que ella exige, sobre la cual hicimos algunas apreciaciones en la parte I de este trabajo. La diferenciación es muy relevante en el caso colombiano, según se aprecia en el Cuadro No. 3. En efecto, la inversión nominal ha crecido a largo plazo como proporción de los ingresos corrientes. El mayor esfuerzo de ahorro correspondiente ha provenido de fuentes domésticas, especialmente de las sociedades y del gobierno, ya que el ahorro

⁴⁰ Este problema desaparece igualmente en las nuevas Cuentas Nacionales.

⁴¹ Problemas similares de aumento en los precios relativos a largo plazo de los bienes de capital se han observado en otros países. Véase, por ejemplo, Díaz-Alejandro (1975), Cap. 6.

externo no presenta una tendencia claramente ascendente. Más aún, el ahorro externo ha contribuido sólo en forma exigua al financiamiento de la inversión en Colombia (6,2% de la inversión fija y un poco menos de la inversión total). Sin embargo, a pesar del mayor esfuerzo de ahorro, sólo en la construcción pública se aprecia un crecimiento de la inversión real superior al del Producto Interno Bruto. En los otros casos, la inversión real ha crecido a ritmos inferiores al de esta última variable. El mayor esfuerzo de ahorro se ha perdido así en la menor capacidad de compra del ingreso bruto del país en términos de bienes de capital.

Como se puede apreciar en el Cuadro 3 y en el Gráfico 1, las tasas de inversión real en maquinaria y equipo y en construcción pública han tenido ciclos muy marcados. Por el contrario, en la construcción privada, la tendencia es mucho más acentuada que los ciclos. En relación con la maquinaria y equipo, las series reseñadas se inician con la impresionante bonanza de 1953-1956, que fue posible gracias a la coyuntura cafetera de aquella época; de hecho, la bonanza permitió satisfacer finalmente una demanda represada de bienes de capital que se había hecho evidente en los años inmediatamente posteriores a la segunda Guerra Mundial, pero que había tenido que comprimirse desde 1948 por la insuficiencia de los ingresos de divisas del país. A fines de la década del cincuenta, la crisis cambiaria restringió la inversión en maquinaria y equipo. Después de la recuperación de comienzos de la década del sesenta, la agudización de la crisis externa generó una nueva tendencia descendente de este tipo de acumulación. Por razones que no son enteramente claras, la

eliminación gradual de la restricción de divisas en los años posteriores a 1967 apenas generó una pequeña bonanza de inversión en equipo de transporte. Solamente en la segunda mitad de la década del setenta, ante la gran demanda generada por las empresas públicas y por el crecimiento y renovación del equipo rodante, el país experimentó una nueva bonanza de inversión en maquinaria.

La tendencia de la construcción privada refleja ante todo las exigencias del proceso de urbanización del país, proporcionalmente mucho más marcado en la década del cincuenta que en la actualidad. Por el contrario, el comportamiento de la construcción pública ha sido el resultado de decisiones de la política de ciertas administraciones y de la presencia de restricciones presupuestales en otros momentos. El impulso de la inversión pública durante la bonanza cafetera de los años cincuenta se frenó con la política de estabilización adoptada en 1957 y con la escasez de recursos que caracterizó al sector público en los años subsiguientes. La crisis fiscal comenzó a revertirse definitivamente a mediados de la década del sesenta; esto permitió adoptar una política expansionista de inversión que anticipó claramente la recuperación de la economía a fines de dicha década. La construcción estatal se mantuvo a niveles elevados durante los primeros años del decenio de los setentas, pero se redujo significativamente como resultado de las medidas de estabilización de mediados de dicha década, que buscaban inicialmente controlar el déficit fiscal y, posteriormente (en marcado contraste con la experiencia de los años cincuenta), contrarrestar los efectos expansionistas de la bonanza cafetera. Finalmente, en 1980 se inició una nueva fase de expansión de la

construcción pública, como parte de una política dirigida a compensar los efectos contraccionistas generados por la crisis externa.

Como se puede apreciar en el Gráfico 2, los diversos componentes del ahorro han mostrado fluctuaciones bastante marcadas, que no siempre se han manifestado en los montos globales de dicha variable. Después de un período de estabilidad inicial, la tasa de ahorro se elevó en forma pronunciada entre 1957 y 1960, como resultado de las políticas de estabilización adoptadas en la época; el mecanismo fundamental fue el creciente ahorro de las empresas, tanto en forma directa como de fondos de depreciación. Esta evolución compensó ampliamente la tendencia de la disminución del ahorro de los hogares y de aquel proveniente del exterior. En la primera mitad de la década del sesenta, se debilitaron los mecanismos de ahorro empresarial, a lo cual se conjugó una crisis fiscal profunda. El ahorro interno se redujo sensiblemente, siendo compensado en parte por el de origen externo, una vez iniciados los programas de la Alianza para el Progreso. En la segunda mitad de la década del sesenta, el ahorro público jalonó la recuperación de la tasa de ahorro promedio de la economía. Finalmente, en la década del setenta, con la sola excepción de un año de crisis (1975), el hecho más sorprendente fue la impresionante recuperación del ahorro familiar, que había manifestado durante las dos décadas precedentes un descenso pronunciado. El debilitamiento del ahorro gubernamental impidió en la primera mitad de la década que el menor consumo relativo de los hogares se manifestara con toda su fortaleza sobre la tasa de ahorro global. Por el contrario, durante los años de la bonanza cafetera (a

partir de 1976), el incremento del ahorro de los hogares se unió con los esfuerzos en materia de ahorro gubernamental y con una política económica dirigida a elevar el ahorro de la economía a través de mecanismos forzosos, para financiar en forma no inflacionaria el superávit en cuenta corriente con el exterior. La tasa de ahorro respondió en forma pronunciada, alcanzando los niveles más altos de la historia económica del país.

B. Flujos de ahorro e inversión, 1970-1983

1. Algunos aspectos metodológicos

Las innovaciones que en materia de contabilidad macroeconómica ha registrado el país en los últimos años, permiten un análisis mucho más completo del proceso de Ahorro-Inversión para la economía colombiana en el período 1970-1983. La adopción del nuevo sistema de Cuentas Nacionales por parte del DANE presenta múltiples ventajas a este respecto. El sistema complementa la clasificación de las operaciones de bienes y servicios y la contabilidad de los agregados macroeconómicos con un análisis detallado del comportamiento de los diferentes agentes económicos. Entre éstos se discriminan las administraciones gubernamentales, las empresas públicas y privadas, las instituciones financieras, los hogares y el sector externo. La contabilización detallada de los flujos de ahorro e inversión permite una mejor comprensión del comportamiento de los distintos agentes y de sus interrelaciones en los procesos de acumulación y financiamiento. Ello representa una ventaja enorme frente al anterior sistema contable, especialmente en el análisis del sector

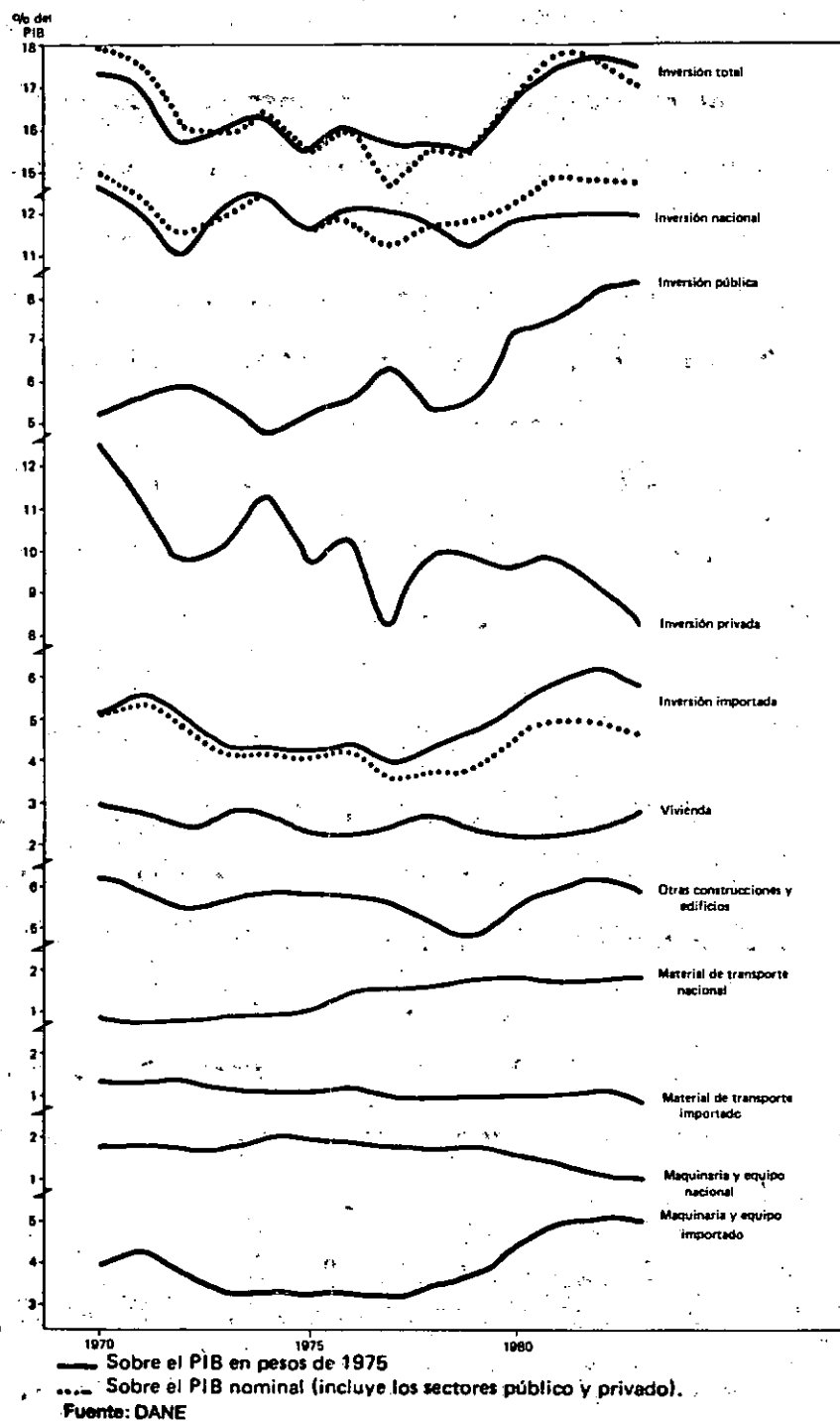
público y de los hogares. Por otra parte, la delimitación institucional ha ido paralela a un mayor refinamiento en el registro de los ahorros brutos - por el mayor número de chequeos de consistencia y la exclusión de los cálculos de depreciación para cada sector - y de la variación de existencias, al derivarlas de los equilibrios desagregados de los diferentes bienes.

El registro de las operaciones de compraventa de bienes y servicios de los diferentes agentes económicos ha sido complementado además con un registro detallado de las operaciones financieras que le subyacen. Tal es el papel de las Cuentas Financieras realizadas por el Banco de la República desde 1970. El análisis de estas operaciones financieras - cuya clasificación incluye principalmente medios de pago, derechos de acreedores y propietarios, y operaciones de financiación - permite precisar los instrumentos de movilización del ahorro y del préstamo de los diversos sectores institucionales.

2. Tendencias de la formación de capital

El período 1970-1982 encierra un ciclo completo en la evolución de la inversión en la economía colombiana. El ascenso de la inversión real en el período 1966-1971 (Véase el Gráfico 1) fue seguida de una fase de descenso que se prolongó hasta 1979, para dar paso a un nuevo ascenso en el período 1979-1983 (Gráfico 3). Así las cosas, aunque la década del setenta se caracterizó por una menor tasa de inversión real, los primeros años del decenio actual registraron una creciente acumulación del capital. Por otra parte,

GRAFICA 3
FORMACION DE CAPITAL FIJO POR TIPO DE BIEN Y AGENTE DE GASTO
(Pesos de 1975)



determinó a su vez las fluctuaciones de la inversión en bienes importados.

A nivel desagregado, la evolución de los precios relativos de los bienes de capital contribuyó - al igual que en períodos anteriores - a que las fluctuaciones de la inversión real no coincidieran con las del esfuerzo de ahorro necesario para financiarla. El encarecimiento relativo de la construcción pública restó eficacia a este instrumento a partir de 1979, y la revaluación de la tasa de cambio a partir de 1977 permitió reducir el esfuerzo de ahorro nacional para obtener una creciente inversión real en maquinaria y equipo. Sin embargo, el efecto de los precios relativos de este par de bienes fue compensatorio. De esta manera, según lo anotamos al comienzo de esta sección, la tasa de inversión global evolucionó en forma muy similar al esfuerzo de ahorro.

El período 1970-1983 registró asimismo cambios de mucha importancia en la composición del gasto de inversión por agentes institucionales. El mayor esfuerzo de formación de capital del sector público estuvo apareado con una pérdida de dinamismo de la inversión privada (Gráfico 3). Entre 1970-1973, la inversión nominal del sector público aumentó de un 5,6 a un 7,7% del PIB, mientras la realizada por el sector privado descendía del 10,7 al 8,9%. El cambio en los precios relativos ya anotado y el impacto de la política fiscal sobre el gasto contribuyeron en alguna medida a este resultado. No obstante, el factor más importante fue la tendencia continua a la recomposición de la inversión entre empresas públicas y privadas. En el período anotado, mientras

aquellas aumentaron su acumulación de capital en lo equivalente al 1,4% del PIB, éstas la disminuyeron en 1,8%. El ciclo agregado de la inversión resultó así en gran medida, del cruce de estas tendencias opuestas. El descenso de la actividad inversora de las empresas privadas condujo a su desplazamiento de la posición de comando en el proceso de acumulación de capital. Luego de representar un 45% de la inversión total en 1970-1971, las empresas privadas redujeron su participación a sólo un 27,2% en 1980-1983, una magnitud no mayor que la inversión realizada por los hogares, las empresas públicas o las administraciones públicas, respectivamente (Cuadro 4).

3. El financiamiento de la formación de capital

a. La evolución global y las transferencias interinstitucionales

Manteniendo las tendencias de la postguerra, la tasa de ahorro interno fue ligeramente creciente en el período 1970-1983, aunque con fluctuaciones asociadas con el comportamiento del sector externo y de las finanzas del gobierno nacional. Influido en gran parte por los cambios distributivos derivados de la dinámica del sector externo, el coeficiente de ahorro interno creció hasta 1977-1978, descendiendo con posterioridad.

Los diversos sectores institucionales se diferenciaron significativamente por la magnitud y la estabilidad de su esfuerzo de ahorro. El sector empresarial de la economía (constituido por las empresas públicas y privadas y las instituciones financieras)

CUADRO 4

FORMACION DE CAPITAL Y AHORRO BRUTO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

	Administraciones Públicas												Sociedades y Cuasiosociedades												Sector Externo							
	Instituciones Financieras			Fondo Nal. del Café			Central			Local			Seguridad Social			Públicas			Privadas			Hogares										
	Ingr.	Egr.																														
	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A	I	Δ	E	A
1970	0.4	0.1	1.0	-	0.2	0.3	2.4	-	1.9	0.8	-	0.1	0.1	-	0.5	2.1	(0.1)	1.6	8.4	1.4	3.9	4.1	0.6	7.1	14.7	18.6						
1971	0.5	0.1	0.9	-	0.2	0.1	2.5	-	1.2	0.5	-	(0.2)	0.1	-	0.7	2.5	0.2	1.5	7.7	1.3	4.1	3.8	0.1	5.0	13.2	19.4						
1972	0.6	-	0.8	-	(0.5)	0.1	2.6	-	1.1	0.6	-	(0.3)	0.1	-	0.5	2.8	0.1	1.6	5.0	1.5	3.5	4.6	1.8	8.8	14.4	16.4						
1973	0.5	0.2	1.2	-	0.7	0.3	2.7	-	1.1	0.9	-	(0.1)	0.1	-	0.5	1.8	0.4	1.4	5.1	0.5	3.9	4.8	0.6	10.2	16.2	16.2						
1974	0.5	0.6	1.4	-	(0.6)	0.3	2.1	-	1.6	1.1	-	0.4	0.1	-	0.6	1.5	0.4	1.4	6.3	3.1	4.2	5.0	1.6	9.3	16.3	18.9						
1975	0.5	(0.1)	1.4	-	(0.3)	(0.1)	1.7	-	2.5	0.8	-	0.6	0.1	-	0.7	2.7	0.2	1.3	5.4	0.6	2.9	4.4	1.3	9.3	17.7	17.7						
1976	0.3	0.1	1.1	-	-	0.7	1.7	-	3.8	0.9	-	0.1	0.1	-	0.7	2.8	-	1.4	5.9	0.8	3.3	4.3	0.9	7.9	19.0	17.5						
1977	0.4	-	1.1	-	2.2	2.0	1.9	-	3.6	0.9	-	0.6	0.1	-	0.6	3.4	0.3	1.7	3.8	1.2	3.1	4.1	0.4	9.9	18.8	16.0						
1978	0.4	-	1.4	-	1.1	0.5	1.8	-	3.8	0.8	-	0.9	0.1	-	0.5	2.6	0.2	1.2	5.2	1.3	3.3	4.6	0.3	9.0	18.7	16.6						
1979	0.4	-	1.4	-	(0.2)	1.3	1.6	-	0.5	1.0	-	1.0	0.3	-	0.7	2.6	0.4	1.2	5.2	1.6	4.4	4.5	0.8	9.4	17.8	16.2						
1980	0.6	0.1	2.1	-	(0.3)	1.0	2.3	-	0.5	1.2	-	0.8	0.3	-	0.8	3.3	0.4	1.5	5.0	1.3	3.9	4.2	0.8	9.0	19.1	18.6						
1981	0.7	0.1	2.1	-	0.5	(0.5)	2.4	-	0.3	1.4	-	0.8	0.3	-	0.7	3.2	0.2	1.6	5.4	1.5	3.9	4.2	0.7	8.0	15.0	18.7						
1982	0.6	-	1.6	-	0.3	(0.2)	2.3	-	(0.2)	1.2	-	0.4	0.2	-	0.5	4.3	0.5	1.5	4.7	1.4	3.8	4.1	0.8	8.1	13.6	18.9						
1983	0.8	-	1.3	-	0.6	-	2.1	-	(1.8)	1.2	-	0.5	0.2	-	0.4	4.7	0.2	1.3	3.6	0.9	3.6	4.3	0.8	9.6	-	-						
Media	0.5	-	1.3	-	-	0.4	2.2	-	1.7	-	-	0.4	-	-	0.6	2.9	-	1.4	5.5	-	3.7	4.4	-	8.6	16.5	17.7						
Coef.de variación	26.3	-	29.0	-	-	150.8	17.6	-	83.2	-	-	107.1	-	-	16.3	30.0	-	11.2	23.8	-	11.7	7.3	-	15.6	13.0	7.1						

Fuente: DANE. Nuevo sistema de Cuentas Nacionales. Valores expresados como porcentaje del PIB corriente.

Nomenclatura: I = Formación de capital fijo; ΔE = Cambio de existencias; A = Ahorro bruto.

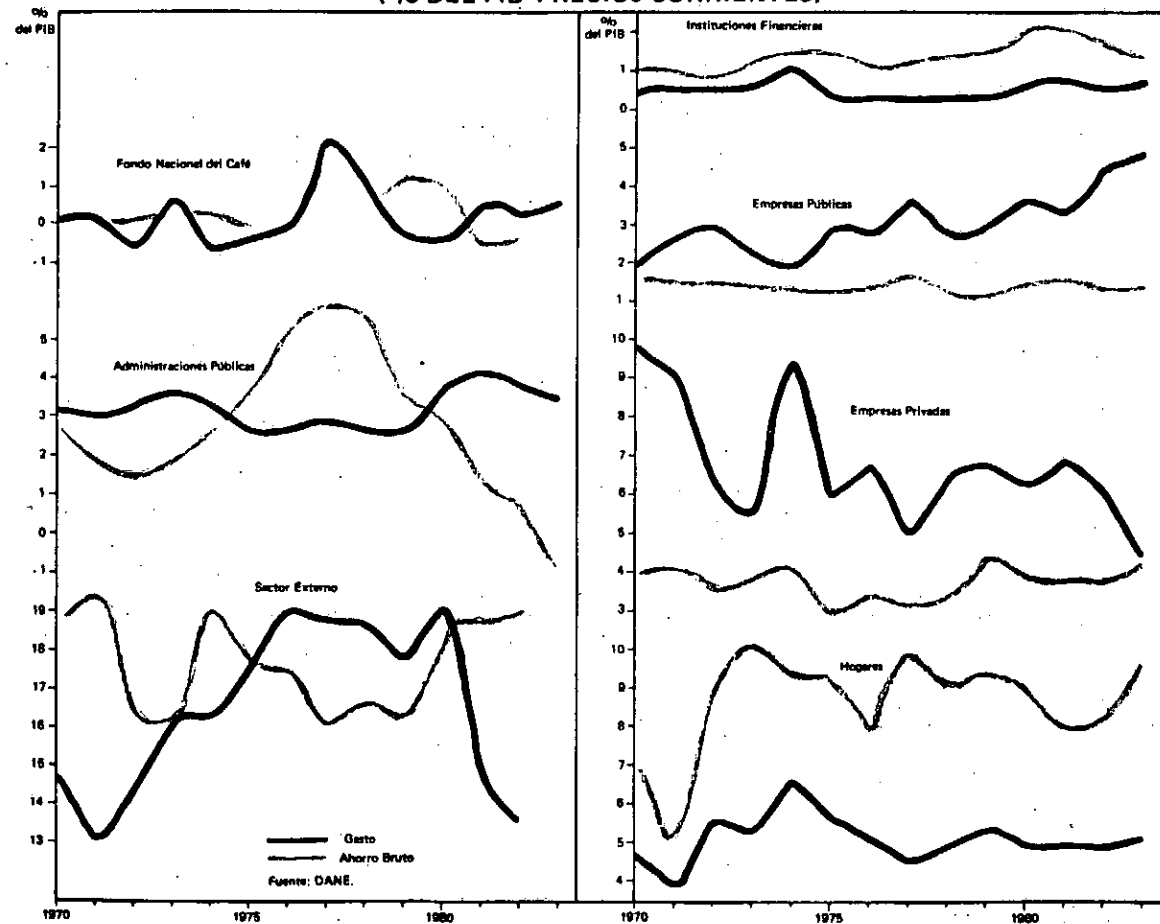
registró propensiones al ahorro mayores y relativamente estables, en tanto que éstas fueron menores y más inestables en las administraciones públicas y en los hogares.⁴² No obstante, debido a la alta participación en el Producto Interno Bruto en el caso de los hogares, y a la discrecionalidad en el manejo del ahorro de las administraciones gubernamentales, fueron estos agentes económicos quienes regularon la mayor parte del ahorro de la economía y de sus fluctuaciones durante el período analizado. En efecto, al analizar las transferencias de ahorro entre los diversos sectores institucionales (Gráfico 4) se encuentran dos rasgos sobresalientes: por una parte, el déficit de ahorro del sector empresarial de la economía se financió con el superávit financiero de los hogares; por otra, las fluctuaciones del balance externo se compensaron fundamentalmente con variaciones en la tasa de ahorro público.

La economía colombiana registró entre 1970 y 1983 desequilibrios importantes en las cuentas del gobierno y del resto del mundo, cuyo impacto macroeconómico resultó en gran medida compensatorio. Al observar el Gráfico 4 pueden diferenciarse claramente tres períodos: 1970-1974, 1975-1979 y 1980-1983. En el primero, el déficit externo fue parcialmente compensado por un déficit de la administración pública. La generación de ahorro neto apreciable por parte del sector público constituyó, a su vez, un elemento clave de la política de estabilización durante la bonanza

⁴² En el período 1970-1983, la propensión al ahorro tuvo las siguientes medias y coeficientes de variación: empresas públicas (55,5%, 13,8%), instituciones financieras (23,4%, 11,6%), empresas privadas (22,0%, 13,5%), administraciones públicas (18,1%, 51,7%) y hogares (10,5%, 15,8%).

GRAFICO 4

ACUMULACION DE CAPITAL Y AHORRO POR SECTORES INSTITUCIONALES
(% DEL PIB PRECIOS CORRIENTES)



cafetera que se presentó en el segundo período. Finalmente, entre 1980 y 1983, la caída del sector externo fue paralela con un acrecentamiento del déficit fiscal que, aunque parcialmente causado por aquélla (al debilitar los tributos vinculados al sector externo y los niveles de actividad internos) fue también el resultado de una política económica compensatoria.

Aunque los sectores externo y público han jugado el mayor papel en las oscilaciones del ahorro, las transferencias permanentes más importantes del mismo han involucrado a las empresas y a los hogares. En efecto, estas últimas unidades económicas han sido las mayores proveedoras de fondos de la economía, contribuyendo con el 48,0% al ahorro interno bruto en el período 1970-1983, la mitad del cual se destinó a préstamos para los sectores deficitarios. Las sociedades y cuasisociedades no financieras fueron las mayores demandantes de estos fondos, recibiendo, en promedio, préstamos equivalentes al 4,6% del PIB durante el período analizado.

Las fluctuaciones de la oferta de fondos netos de los hogares pueden asociarse a los cambios en la distribución factorial del ingreso, según se analiza en otras partes de este estudio. En efecto, como la formación de capital de los hogares ha sido bastante estable, la oferta neta de fondos de estos agentes ha dependido de los cambios en los montos de ahorro. Este ahorro no ha resultado simplemente de cambios de los niveles de ingreso, ya que la tasa de ahorro ha sido bastante volátil. En particular, la repartición del ingreso entre asalariados y otros agentes económicos (los receptores de excedentes urbanos y rurales) han

contribuido a la generación de mecanismos de ahorro forzoso, que se manifiestan en las fluctuaciones de la propensión agregada al ahorro de las familias.

Las fluctuaciones de la demanda de fondos por parte de las empresas, a su vez, han dependido más de los cambios en su esfuerzo de inversión que de sus niveles de ahorro. En efecto, el Cuadro 4 permite apreciar cómo las empresas públicas y privadas ahorran una porción muy estable del PIB, por lo cual los movimientos de la tasa de inversión se reflejan directamente en mayores o menores déficits financieros, que se subsanan con ahorros de los hogares.

Debe anotarse, por último, que la recomposición de la inversión entre las empresas públicas y privadas en el período 1970-1983 significó que las transferencias de ahorro de los hogares se dirigieran en una mayor proporción hacia aquéllas, hasta el punto que al final del período las empresas privadas prácticamente habían llegado a un equilibrio en sus cuentas de acumulación.

b. Las modalidades de financiamiento de la acumulación,
1970-1982

Al examinar con mayor detenimiento el carácter de las transferencias de fondos de los hogares hacia las empresas, se encuentra que ambos tipos de agentes registraron profundos cambios en sus modalidades financieras que afectaron el excedente económico y su repartición.

El Cuadro 5 sintetiza los principales cambios en la estructura financiera de las sociedades⁴² y de los hogares en el período bajo consideración. Aunque los requerimientos netos de fondos de las empresas no se modificaron prácticamente - la tasa de ahorro no decreció ni la tasa de préstamos aumentó - el carácter de los recursos se modificó sustancialmente. Los hogares proporcionaron cada vez menos capital accionario y cada vez más préstamos intermediados a través del sistema financiero. La transformación del mercado financiero en los últimos años conllevó entonces un cambio en la composición de los recursos externos de las empresas y de los activos de los hogares. Para aquéllas aumentaron los recursos de financiación - especialmente de corto plazo - y cayeron los recursos de colocación de acciones. Los hogares se convirtieron en poseedores netos de activos financieros de corto plazo, particularmente de depósitos no monetarios (Cuadro 5), liquidando al mismo tiempo sus tenencias de acciones (Gráfico 5).

Esta modificación en la composición de los pasivos no fue neutra para la estructura de costos de las empresas ni para el funcionamiento del mercado accionario. Para las empresas privadas el cambio en la modalidad de captación de fondos significó una inflexibilidad creciente en la repartición del excedente, acrecentando así su fragilidad financiera. En particular, el pago de rentas de las empresas se hizo más independiente de la

⁴² Desafortunadamente no es posible desagregar en las Cuentas Financieras del Banco de la República el sector de las sociedades no financieras en sus componentes público y privado.

CUADRO 5

CUENTAS FINANCIERAS
(Como proporción del PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
A. Sociedades y cuasisociedades no financieras													
I. Medios de pago	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	0.1	0.7	0.6	0.8	0.5	0.9	0.8	1.0
II. Operaciones de colocación	(3.0)	(4.5)	(4.1)	(0.9)	(2.3)	(2.3)	(2.1)	0.4	(0.2)	(0.6)	(0.3)	(0.8)	(2.6)
a. Ahorro transferible	0.4	-	0.2	2.0	0.8	-	0.3	2.5	1.0	1.6	1.8	1.5	0.2
b. Derechos de propiedad	(3.4)	(4.5)	(4.3)	(2.9)	(3.1)	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(1.2)	(2.2)	(2.1)	(2.4)	(2.9)
III. Operaciones de financiación	(5.7)	(2.7)	(2.2)	(1.9)	(3.8)	(1.5)	(3.3)	(4.7)	(6.1)	(2.2)	(5.5)	(5.8)	(5.6)
a. Préstamos corto plazo	(2.8)	(1.5)	(1.6)	0.7	(2.3)	(1.8)	(2.2)	(2.3)	(2.1)	(4.2)	(4.2)	(4.6)	(2.5)
b. Préstamos largo plazo	(1.9)	(2.4)	(3.2)	(2.4)	(1.6)	(0.7)	(1.5)	(3.4)	(4.1)	(2.2)	(3.7)	(1.5)	(2.7)
- Externos	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.8)	-	(0.7)	(1.3)	ND	ND
- Internos	(1.2)	(1.9)	(2.5)	(1.7)	(0.8)	(0.1)	(1.1)	(2.6)	(4.1)	(1.5)	(2.4)	ND	ND
c. Crédito comercial	(1.0)	1.2	2.6	(0.2)	(0.9)	1.1	0.5	0.9	-	4.3	2.4	0.4	(0.3)
IV. Préstamo neto (1)	(8.6)	(6.7)	(6.3)	(2.8)	(6.0)	(4.1)	(4.8)	(4.0)	(6.0)	(3.2)	(5.8)	(6.1)	(7.6)
B. Hogares													
I. Medios de pago	1.6	0.9	1.8	1.7	0.7	1.0	2.7	2.3	1.5	1.3	1.1	0.8	1.0
II. Operaciones de colocación	2.9	3.4	4.0	3.9	3.8	2.8	3.3	3.2	2.6	2.6	5.0	4.9	3.5
a. Ahorro transferible	1.1	0.8	1.5	2.0	1.8	1.5	1.8	1.9	2.0	1.5	3.8	3.9	2.5
b. Derechos de propiedad	1.7	2.5	2.4	1.9	1.3	1.3	1.6	1.3	0.6	1.0	1.2	1.3	1.0
III. Operaciones de financiación	(0.8)	(4.7)	(3.8)	(4.5)	(3.8)	(1.9)	(3.6)	(1.7)	(1.2)	(1.2)	(2.9)	(2.3)	(2.3)
a. Préstamos corto plazo	-	0.2	0.8	(2.5)	(1.9)	(0.8)	(1.1)	0.3	(0.4)	1.3	(0.6)	0.5	(0.2)
b. Préstamos largo plazo	(1.6)	(0.7)	(1.1)	(1.0)	(1.4)	(1.4)	(0.5)	(0.5)	1.2	(0.1)	(0.4)	(1.1)	(1.2)
c. Crédito comercial	0.7	(4.0)	(3.1)	(0.3)	(0.6)	0.2	(1.9)	(1.4)	(1.6)	(1.7)	(1.9)	(1.7)	(1.0)
IV. Préstamo neto (1) financiero	4.5	1.1	3.5	3.9	2.0	2.7	3.5	5.4	4.5	4.5	4.0	4.6	3.4

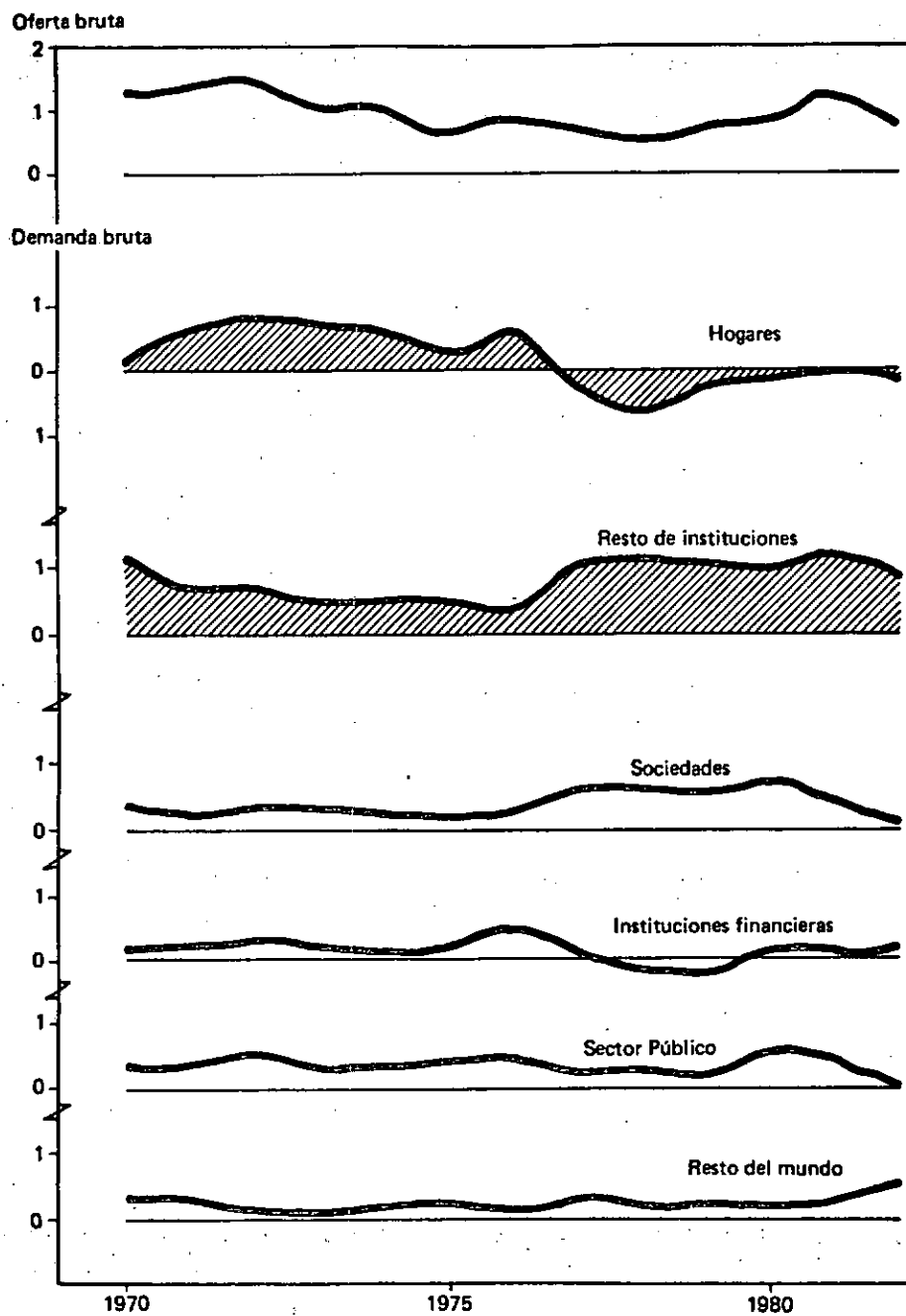
Fuente: Cuentas financieras del Banco de la República.

Nota: Los datos positivos corresponden a saldos activos y los datos negativos (entre paréntesis) corresponden a saldos pasivos.

(1) No corresponde estrictamente a la suma de los componentes expuestos, pues faltan las reservas matemáticas y cuentas por pagar.

ND No disponible.

GRAFICO 5

MERCADO PRIMARIO DE ACCIONES
(% del PIB, precios corrientes)

FUENTE: Cuentas Financieras, BANCO DE LA REPUBLICA

generación de recursos: se cambió una renta (dividendos) que dependía directamente de la generación de excedentes - representando un porcentaje más o menos estable de éste, de un 40% - a otra (intereses) que no dependía de él. El creciente pago de intereses - que alcanzó al final del período analizado un monto mayor al de los dividendos - se hizo a costa de menores impuestos directos y, probablemente, de la inversión real (Cuadro 6).

La irrupción de las empresas públicas en el mercado de fondos prestables contribuyó al cambio en las modalidades financieras, pues éstas - al no contar con instrumentos de colocación de derechos de propiedad entre los hogares - presionaron la demanda de recursos de financiación. Dicha demanda fue creciente, ya que la tasa de ahorro disminuyó ligeramente mientras la tasa de inversión aumentó considerablemente. El creciente pago de renta (intereses) se financió con un aumento importante de los precios relativos de los bienes producidos por estas empresas (Cuadro 6).

Por último, el mercado accionario perdió paulatinamente en la década del setenta su función como instrumento de transferencia de fondos desde los hogares hacia el sector empresarial, para convertirse en un mecanismo de traslación de fondos entre empresas financieras y no financieras (Véase al respecto el Gráfico 5).

De esta forma, los desarrollos financieros de los últimos años contribuyeron a un cambio en las modalidades de transferencia de los fondos excedentes de los hogares hacia las empresas, sin afectar las tasas de ahorro de la economía, cuya evolución se

CUADRO 6
CUENTAS DE ACUMULACION DE LAS SOCIEDADES
(Proporción del PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
A. PRIVADAS														
1. Ingresos														
a. Excedente	14.5	15.1	15.5	16.4	16.7	15.5	16.1	14.5	14.5	13.9	14.1	14.5	14.2	14.8
b. Renta	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	1.5	1.6
Intereses	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.3	1.2	1.4
Dividendos	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
c. Préstamo	5.6	5.0	2.9	1.7	5.2	3.0	3.3	1.8	3.1	2.5	2.3	3.0	2.5	0.1
2. Gastos														
a. Renta	9.1	9.3	10.7	11.2	11.3	11.3	11.5	10.7	9.9	8.9	9.7	10.3	10.3	10.6
Intereses	3.0	3.4	3.4	3.6	3.4	4.3	4.1	3.8	3.9	3.8	4.4	5.3	5.6	5.6
Dividendos	5.7	5.4	7.0	7.3	7.7	6.8	7.1	6.8	5.8	5.0	5.2	4.9	4.6	4.9
b. Impuestos	2.4	2.7	2.2	2.3	2.2	2.4	2.3	1.6	2.4	1.7	1.8	1.8	1.6	1.4
c. Capital fijo	8.3	7.7	5.0	5.1	6.3	5.3	5.9	3.8	5.1	5.1	5.0	5.4	4.7	3.7
d. Existencias	1.4	1.3	1.5	0.5	3.1	0.6	0.8	1.2	1.3	1.6	1.3	1.5	1.5	0.9
B. PUBLICAS														
1. Ingresos														
a. Excedente	2.4	2.1	2.2	2.0	2.1	1.8	2.0	2.1	1.8	1.7	2.3	2.6	2.5	
b. Renta	0.1	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	
c. Préstamo	0.2	0.9	1.0	0.9	0.6	1.5	1.5	2.2	1.5	1.8	2.1	1.4	3.1	
2. Gastos														
a. Consumo interm.	2.8	3.0	3.1	3.3	4.1	4.1	5.3	4.8	4.4	4.5	5.0	5.5	5.2	
b. Salarios	2.3	2.5	2.6	2.3	2.2	2.4	2.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.7	3.0	
c. Pago de renta	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7	0.6	0.8	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	
Intereses	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5	0.7	0.6	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	
Dividendos	0.2	0.1	0.1	-	0.1	-	0.1	-	-	-	0.1	0.1	0.2	
d. Capital fijo	2.1	2.5	2.7	1.8	1.5	2.6	2.8	3.5	2.5	2.6	3.3	3.2	4.2	
e. Existencias	(0.1)	0.2	0.1	0.4	0.4	0.2	-	0.3	0.2	0.4	0.4	0.2	0.3	
3. Indicadores adicionales														
Mark-up (1)	46.5	37.2	38.2	34.7	34.2	28.0	25.4	29.3	25.3	23.6	29.5	31.1	31.9	
Precio relativo (75 = 100)	102.0	101.3	103.7	100.5	100.3	100.0	111.7	112.2	106.8	114.0	129.5	140.2	142.6	

Fuente: DANE.

(1) Excedente de explotación (consumo intermedio más salarios).

(2) Precio del valor agregado/precios implícitos en el PIB.

relaciona con factores macroeconómicos de orden más general.

Igualmente, el cambio en los montos y en la composición de la acumulación de capital de los diferentes agentes económicos estuvo acompañada de transformaciones en las modalidades de financiamiento.

III. DETERMINANTES DEL AHORRO Y LA INVERSION EN COLOMBIA

El análisis de la evolución del ahorro y la inversión se complementa en esta parte del trabajo con los resultados de algunos ejercicios econométricos simples dirigidos a ubicar los principales determinantes de dichas variables en Colombia. Los ejercicios realizados deben considerarse como pruebas preliminares de las hipótesis consideradas, ya que no analizan la dependencia de algunas variables explicativas de los modelos utilizados (el nivel de ingresos, por ejemplo) del ahorro y la inversión, o la interrelación que existe entre estas últimas variables.

Desafortunadamente, una solución completa de estos problemas exigiría formular un modelo macroeconómico completo, propósito que excede los objetivos particulares del presente ensayo.

A. Determinantes de la formación interna bruta de capital fijo

Los ejercicios dirigidos a estudiar los determinantes de la inversión real fueron realizados tanto para el conjunto de la formación interna bruta de capital fijo como separando la inversión en maquinaria y equipo, muy intensiva en importaciones, de la inversión en construcción. A su vez, esta última variable

fue subdividida entre la construcción pública y la correspondiente al sector privado.

Para los estimativos correspondientes a la inversión total y a la inversión privada se utilizaron dos tipos de modelos. El primero de ellos, más ortodoxo, busca explicar directamente el comportamiento de la inversión real, mientras el segundo, tratando de evitar los problemas econométricos que surgen de la colinealidad entre las variables utilizadas, se concentra en la determinación de la tasa de inversión (la inversión como proporción del PIB, medidos ambos a precios constantes) o propensión media a invertir. Por su parte, el comportamiento de la construcción pública se estudió con la ayuda de un modelo en el cual este tipo de inversión está determinado por los ingresos corrientes y de capital del gobierno.

1. Determinantes de la inversión real

a. Formulación

El primer modelo se basa en el principio clásico del acelerador. Suponiendo una relación marginal capital-producto estable, postula la inversión real (I) como función del acervo de capital (K) del período anterior⁴⁴, por un lado, y del nivel de

⁴⁴ El acervo de capital utilizado como dato inicial en 1952 fue tomado de Harberger (Revista de Planeación y Desarrollo, octubre 1969), tanto para maquinaria y equipo como para construcción total. Esta última se subdividió entre privada y pública, con base en la participación de las inversiones respectivas entre 1950 y 1960. Las tasas de depreciación utilizadas fueron 5% anual para maquinaria y equipo y 2% para construcción.

producción (acelerador flexible), o del cambio en este nivel (acelerador simple), por el otro.⁴⁵ Adicionalmente, se incluyeron algunas variables que pudieran afectar la relación deseada capital-producto o las posibilidades de llevar a cabo la inversión. Dentro de estas variables se encuentran:

i) Los precios relativos de los bienes correspondientes a cada tipo de inversión, definidos como los cocientes entre los índices de precios respectivos y los implícitos en el PIB (P). Dada la importancia de la inversión dentro del gasto total, el signo esperado del coeficiente de esta variable debe ser negativo, no sólo por la sustitución hacia otros tipos de gastos que genera un aumento en el precio (efecto sustitución), sino también por el efecto sobre el ingreso real de los demandantes que tiene ese aumento (efecto ingreso)

ii) Las condiciones financieras y de liquidez de la economía, medidas alternativamente por la tasa de interés real (r) ⁴⁷ y por el cociente entre el saldo promedio de los medios de pago y el producto interno bruto nominal (L). A priori, una mayor liquidez (L) o una menor tasa de interés (r) deberían generar mayores niveles de inversión real. Se trató de captar a través de estas variables el efecto de las condiciones crediticias en la economía

⁴⁵ Véase, por ejemplo, Evans (1969), Cap. 4.

⁴⁶ No obstante, el coeficiente puede ser positivo si los bienes de capital son objeto de demandas especulativas (v. gr.: la construcción).

⁴⁷ Las tasas de interés utilizadas fueron facilitadas por "Memorando Económico" y corresponden a un promedio del rendimiento de ocho acciones de la Bolsa de Bogotá entre 1950 y 1972, al rendimiento del CAT entre 1973 y 1978, a un promedio del rendimiento de varios papeles en 1979 y al de los CDT en 1980.

sobre el nivel de la inversión, tratando de corroborar las conclusiones de estudios anteriores sobre el tema.

iii) Adicionalmente a las variables anteriores, cuyos efectos se manifiestan todos sobre la demanda, las estimaciones correspondientes a la inversión total y en maquinaria y equipo incluyeron también un indicador del grado de control cuantitativo de las importaciones, con el objeto de tener en cuenta las restricciones de oferta que se pueden generar en períodos de problemas en la balanza externa del país. Para este propósito se definió una variable ($RIMP_t$) construida "ad-hoc" con valores iguales al PIB en los años de restricción y a cero en los de relativa liberalización.⁴⁸ De esta forma, se supuso implícitamente que el efecto de la restricción de importaciones sobre la inversión es proporcional al nivel del PIB.⁴⁹ Además, se supuso que una variable de restricción a las importaciones mide mucho más directamente los efectos de la escasez de divisas sobre la inversión que indicadores alternativos de dicha escasez.

⁴⁸ Los años considerados de restricción fueron 1950 a 1952, 1956 a 1965 y de 1967 a 1969.

⁴⁹ También se utilizó en el estudio la variable tradicional de restricción de importaciones - la proporción de registros de importación aprobados por el régimen de licencia previa-, aunque corregida por su tendencia. No obstante, los resultados econométricos con dicha variable no fueron satisfactorios y por ello se omiten del análisis.

b. Principales resultados

Los principales resultados del modelo descrito se presentan en el Cuadro 7. La variable representativa del nivel de producción (PIB) resultó fuertemente significativa, tanto para la inversión total como para la maquinaria y equipo y para la construcción privada. Las elasticidades con respecto al PIB, además, resultaron superiores a la unidad en la inversión total y en maquinaria y equipo (1,5 y 1,4, respectivamente), mientras la de la construcción privada resultó ligeramente inferior (,9). Este último tipo de inversión, sin embargo, fue el único que respondió significativamente a los cambios en el PIB, con una propensión a invertir cada peso adicional producido de alrededor del 15%, que supera ampliamente la participación promedio de la construcción en la producción agregada (6,4%). De esta forma, aunque el crecimiento económico no necesariamente conduce a mayores tasas de inversión en construcción privada, estas tasas sí tienden a aumentar en los períodos de aceleración de dicho crecimiento.⁵⁰ Por otra parte, conviene anotar que la alta elasticidad ingreso de la inversión total y en maquinaria y equipo no ha conducido a tasas crecientes de inversión en Colombia, que más bien muestran una tendencia a la baja en el período de postguerra, según vimos en la parte II de este trabajo. Ello resalta la importancia de otros factores que han impedido que se manifieste la alta

⁵⁰ Conviene anotar que este comportamiento (baja elasticidad de largo plazo y alta en períodos cortos) puede ayudar a compatibilizar los resultados de Martínez et. al. y Carrizosa et. al. sobre el comportamiento de la construcción en vivienda. Véase al respecto la Sección I.B.2 de este trabajo.

CUADRO 7
DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN REAL, 1950-1980
(Estadística t entre paréntesis; e = elasticidad en el punto medio)

Variable dependiente	Variables independientes								R ²	F	DW	ρ
	Constante	PIB	DPIB	K(-1)	P	L	r	RIMP ₁				
A. Inversión total ^a (Media: I=22.472)	14.718,9	.30** (5,4) e=1,5		-.04* (-1,6)	-156,5** (-3,1) e=-,6				98,0	416,9	1,7	.5
	14809,4	.30** (2,3) e=1,5		-.05 (-,7)	-145,6 (-2,1) e=-,6			-0,5 (-,6)	97,9	210,7	1,6	.5
B. Maquinaria y equipo (media: IME=9,913)	-1068,4	.003 (,5)		.18** (1,7)	-89,2** (-2,8) e=-,8			-1,5** (-2,0)	94,0	94,8	1,9	.7
	3294,9	.12** (5,8) e=1,4			-75,9** (-2,2) e=-,6			-1,1* (-1,6)	93,4	117,8	1,7	.8
C. Construcción privada (media: ICPR=7,320)	-2184,2	.06** (2,3) e=,9		-.01 (-,3)	-35,2* (-1,4) e=-,5	511,0** (2,6)			93,6	88,6	1,8	.1
	3967,0	.01 (,6)		.04** (1,7)	-21,6 (-,7)		-22,6 (-,7)		92,1	70,0	1,9	.2
	-1066,6	.04** (5,5)	.14** (2,5)		-24,1 (-1,0)	384,1** (3,0)			94,9	112,0	1,8	.1
	-2629,0	.03** (7,6)	.15** (2,7)			377,9** (2,8)			94,7	148,6	1,8	.2
	3362,9	.027** (6,2)	.17** (3,4)				-31,5 (-1,1)		94,1	133,0	2,1	.4

Nomenclatura

^a Inversión y PIB expresados en millones de pesos de 1970.

PIB = Producto Interno Bruto real (media = 114,629)

DPIB = Cambio absoluto en el PIB (media = 5,985)

K (-1) = Acervo de capital en el período anterior (medias: inversión total = 284,264; maquinaria y equipo = 104,378; construcción privada = 11,3261).

P = Precio relativo de la inversión (medias: inversión total: 89,0; maquinaria y equipo = 85,5, y construcción privada = 95,8).

L = Grado de liquidez: M₁/PIB nominal (media = 13,8).

r = Tasa de interés real (media = 2,27).

RIMP₁ = Variable ficticia igual al PIB en los años de restricción de importaciones: 1950 a 1952, 1956 a 1965 y 1967 a 1969. Los coeficientes obtenidos por esta variable se multiplicaron por 100 para su presentación en el cuadro.

elasticidad ingreso, en particular el aumento en los precios relativos de los bienes de capital, cuyo impacto sobre la inversión se analiza más adelante.

El efecto del acervo de capital sobre los niveles de inversión no pudo ser captado satisfactoriamente en nuestras estimaciones econométricas, debido al fuerte grado de colinealidad de dicho indicador con otras variables independientes de las regresiones.⁵¹ Sólo en el caso de la inversión total se logró el signo negativo que se esperaba, e incluso en este caso la significancia estadística del coeficiente desapareció al ser incluida la variable de restricción de importaciones ($RIMP_1$). Además, al desagregar en maquinaria y equipo y construcción privada se obtuvo un signo positivo, contrario al que sugiere la teoría.

La incidencia de los precios relativos se manifestó claramente en las regresiones correspondientes a la inversión total y a la inversión en maquinaria y equipo. En ambos casos, las elasticidades estimadas fueron inferiores a la unidad y se ubicaron alrededor de $-0,6$. De esta forma, un cambio de un 10% en los precios relativos generaría variaciones en el sentido opuesto proporcionalmente inferiores, de un 6%, en los niveles reales de

⁵¹ En particular, el coeficiente de correlación entre el PIB corriente y el acervo de capital en el período anterior es de 99,6% en el caso de capital fijo total, del 98,5% en maquinaria y equipo y del 98,8% en construcción pública. En un intento por corregir este problema, se utilizó alternativamente una transformación algebraica del acervo de capital en la que se aislaba parcialmente su correlación con el PIB. Los resultados obtenidos para los distintos tipos de inversión, sin embargo, fueron muy similares a los del Cuadro 7, que se comentan en el

la inversión. Como se dijo anteriormente, los cambios en la inversión real inducidos por variaciones en precios relativos no serían generados solamente por efectos de sustitución hacia otros tipos de gastos. Por el contrario, buena parte de dichos cambios podrían responder más bien a los efectos ingreso que conllevan las variaciones en precios relativos de bienes que representan una parte importante de los gastos totales de la economía.

Es importante destacar que las variaciones en los precios relativos de la inversión en maquinaria y equipo dependen fundamentalmente de la tasa de cambio real y del costo real en el exterior de las importaciones. Dichos precios pueden considerarse así como variables exógenas del modelo estimado sin incurrir en sesgos graves de simultaneidad. Por otra parte, la inelasticidad precio de la inversión en maquinaria y equipo implica que el intento de lograr un ajuste del sector externo de la economía a través del tipo de cambio exige al mismo tiempo un mayor esfuerzo de ahorro y un sacrificio en la tasa de acumulación de capital. Este doble impacto, aparentemente contradictorio, de los procesos de ajuste externo no ha sido resaltado adecuadamente en estudios anteriores sobre el tema.

El efecto de los precios relativos sobre la inversión en construcción privada es menos claro. La significación estadística del coeficiente es siempre más baja que en los otros tipos de inversión y desaparece cuando se incluye el incremento en el PIB entre las demás variables independientes. Aunque la causa

texto.

principal de este resultado puede ser la existencia de problemas de multicolinealidad, también puede estar vinculada a la existencia de sesgos de simultaneidad en las estimaciones, ya que se consideran los precios como variables exógenas del modelo. En efecto, a diferencia del caso de maquinaria y equipo, la importancia de la producción doméstica en la oferta de materiales de construcción puede hacer que las cantidades demandadas afecten positivamente los precios y que no se pueda postular, por tanto, una relación de causalidad unívoca entre éstos y aquéllos.

Las variables de tipo financiero incorporadas en las estimaciones, el grado de liquidez (L) y la tasa de interés (r), no mostraron resultados significativos sobre la inversión total ni sobre la inversión en maquinaria y equipo, casos en los cuales, por el contrario, se obtuvieron signos opuestos a los esperados teóricamente. Sólo en el caso de la construcción privada se obtuvieron los signos esperados de los coeficientes, aunque en el caso de la tasa de interés no fueron estadísticamente significativos. De acuerdo con los resultados del Cuadro 7, si la oferta monetaria como proporción del PIB aumentara en 3 puntos porcentuales, la inversión en construcción privada aumentaría, *ceteris paribus*, en un 15% real, equivalente a un punto porcentual como proporción del PIB. El efecto no es muy significativo, habida cuenta de que exigiría aumentar la oferta monetaria en un 22% en relación con el ingreso nominal (ya que la media de la variable L es 13,6).

Finalmente, la variable de restricción de importaciones presentó un efecto significativo y con el signo negativo esperado

sobre la inversión en maquinaria y equipo. Debido a la forma como se construyó la variable $RIMP_1$, el coeficiente obtenido indica que la inversión en ese tipo de bienes se reduciría, en los años de restricción de importaciones, en más de un 1% del PIB.

2. Determinantes de la tasa de inversión

a. Formulación

El segundo modelo utilizado para estudiar el comportamiento de la inversión estuvo dirigido fundamentalmente a evitar los problemas de multicolinealidad que se presentan en estimaciones econométricas con series de tiempo. Con este propósito, se tomó la propensión media a invertir en la economía como variable dependiente de las estimaciones y se postuló como función de varios tipos de variables:—

- i) Las desviaciones porcentuales de la producción real frente a su tendencia de largo plazo (YT), cuyos efectos positivos o negativos sobre la tasa de inversión muestran el grado en que ésta refuerza o atenúa los ciclos de la actividad económica general.
- ii) La relación capital-producto, definida como el cociente entre el acervo de capital de cada sector en el período inmediatamente anterior [$K(-1)$] y el nivel de producción corriente (PIB). De acuerdo con el modelo del acelerador, esta variable debe afectar negativamente la tasa de inversión.

- iii) Los precios relativos de los bienes correspondientes a cada tipo de inversión (P), definidos en la misma forma que en el modelo anterior.
- iv) Las variables de tipo financiero como el grado de liquidez (L) o la tasa de interés real (r).
- v) La restricción de importaciones, expresada por una variable binaria (RIMP₂) con valor (1) en los años de restricción y cero (0) en los años de relativa liberalización.⁵²

b. Principales resultados

Como se puede observar en el Cuadro 8, la variable YT manifestó un efecto positivo sobre el coeficiente de inversión, tanto a nivel global, como en maquinaria y equipo y en construcción privada tomadas por separado. De esta manera, se encontró que la formación interna bruta de capital fijo es una variable procíclica, por cuanto los incrementos en el PIB por encima de su tendencia conducen a una mayor propensión media a invertir, la cual, a su vez, al generar mayor demanda, debe contribuir a acelerar aún más el crecimiento de la producción.

Los resultados obtenidos con la relación capital-producto, por su parte, fueron similares a los conseguidos con el acervo de capital en el modelo anterior. En particular, sólo se obtuvo el signo negativo esperado en las estimaciones correspondientes a la

⁵² Véase al respecto la nota 48.

CUADRO 8

DETERMINANTES DE LA TASA DE INVERSIÓN REAL, 1950 - 1980

(Estadística t entre paréntesis; e = elasticidad en el punto medio)

Variable dependiente	Variables Independientes							R ²	F	DW	ρ
	Constante	YT	K(-1)/ PIB	P	L	r	RIMP ₂				
A. Inversión total (media: I/PIB = 20,3%)	60,6	.007	-.075	-.23**			-1.11*	83,9	31,3	1,7	.5
		(.0)	(-1,1)	(-4,6)			(-1,3)				
			e=-1,00								
	37,0	.26*		-.17**			-1.50**	81,4	37,9	1,6	.8
		(1,5)		(-4,6)			(-1,9)				
			e=-.8								
	31,7	.28**		-.17**	.34			81,8	28,1	1,7	.5
		(1,6)		(-4,8)	(,9)						
			e=-.8								
B. Maquinaria y equipo (media: IMET/PIB = 8,95%)	18,4	.16*		-.10**			-1.72**	79,2	32,9	1,9	.4
		(1,2)		(-4,8)			(-2,4)				
			e=-.9								
C. Construcción privada (media: ICPR/PIB = 6,4%)	3,3	.13**		-.05**	.57**			84,6	48,9	1,7	.5
		(2,6)		(-3,7)	(4,5)						
			e=-.75								
	13,4	.005		-.07**		-.05		73,5	24,1	1,3	.3
		(,1)		(-5,6)		(-,2)					
			e=-.8								

Nomenclatura:

YT = Desviación porcentual del PIB, frente a su tendencia.

P = Precio relativo de la inversión (medias: inversión total = 89,0; maquinaria y equipo = 85,5 construcción privada = 95,8)

L = Grado de liquidez: M1/PIB (media = 13,6)

r = Tasa de interés real (media = 2,27)

RIMP₂ = Variable ficticia igual a 1 en los años de restricción de importaciones: (1950 a 1952, 1956 a 1965 y 1967 a 1969)

inversión total e incluso en ese caso los coeficientes no fueron significativamente diferentes de cero.

En forma consistente con las estimaciones del primer modelo, los precios relativos mostraron un efecto significativo, pero con elasticidades algo superiores, más cercanas a la unidad, sobre los distintos tipos de inversión. Los efectos del grado de liquidez sólo se manifestaron en forma significativa sobre la construcción privada y fue ésta también la única que mostró un impacto negativo, aunque sin significación estadística, de los cambios en la tasa de interés real. Finalmente, la variable de restricción de importaciones manifestó un efecto estadísticamente significativo, no sólo sobre la tasa de inversión en maquinaria y equipo sino sobre la de formación global de capital fijo en la economía. De acuerdo con los parámetros obtenidos, la restricción de importaciones tendría un efecto sobre la inversión ligeramente superior al que se captaba en las estimaciones del primer modelo, reduciendo su participación en el PIB en algo más de 1,5 puntos porcentuales.

3. Determinantes de la inversión en construcción pública

Una parte importante de la formación interna bruta de capital fijo en Colombia está constituida por inversión pública, cuyos determinantes deben obviamente diferir de los de la inversión privada. Desafortunadamente, según vimos en una sección anterior, las Cuentas Nacionales del Banco de la República, con las cuales se pueden obtener series de tiempo relativamente largas, no permiten discriminar estrictamente dicho tipo de

inversión en el caso de la maquinaria y equipo, y sólo consideran por separado a la construcción pública. En cualquier caso, el análisis de los determinantes de esta construcción puede otorgar algunas luces sobre el conjunto de la inversión gubernamental, aunque, por las razones expuestas, cualquier resultado estadístico debe mantenerse simplemente en calidad de hipótesis.

El modelo básico utilizado para explicar el comportamiento de la construcción pública real (ICPU) la postula como dependiente de los ingresos corrientes del gobierno y del crédito externo neto al sector público. Para las estimaciones econométricas, además, se consideró que la respuesta efectiva de la construcción pública frente a los cambios en las variables mencionadas sólo se daría parcialmente durante un mismo año, rezagándose parte del ajuste para años posteriores. Por esta razón siguiendo el método de Koyck, se incluyó la propia inversión en construcción pública rezagada un año entre las variables explicativas.

La ecuación estimada por el método de mínimos cuadrados ordinarios fue

$$\text{ICPU} = 35.404 + 0,07T + 46CP + 0,64 \text{ ICPU } (-1)$$

$$t = \quad (1,8) \quad (3,6) \quad (5,4)$$

$$R^2 = 96,5\% \quad F = 238,1$$

$$DW = 1,72$$

donde,

ICPU = Inversión en construcción pública, en millones de pesos de 1970.

T = Ingresos corrientes del gobierno, en millones de pesos de 1970, deflactados con los precios implícitos en la construcción pública.

CP = Crédito externo neto al sector público, en millones de pesos de 1970, deflactado con los precios implícitos en la construcción pública.

De acuerdo con estos resultados, el efecto del crédito externo es notoriamente más importante que el de los ingresos corrientes del gobierno para la determinación del comportamiento de la construcción pública. Teniendo en cuenta la importante porción de los ajustes que se rezaga para años posteriores (un 46%), \$100 adicionales de crédito externo aumentarían la inversión en construcción pública en \$128 (\$46 el mismo año y el resto en los siguientes). En cambio, el aumento en la construcción pública generada por un aumento de \$100 en los ingresos corrientes del gobierno sería de sólo \$19, de los cuales apenas \$7 se manifestarían durante el mismo año.⁵³ Se confirma, de esta manera, la estrecha vinculación entre el crédito externo y la inversión

⁵³ El tipo de resultados presentado en esta sección se corrobora también mediante estimaciones sobre la tasa de inversión con respecto al PIB, en las cuales se pudo detectar además un efecto negativo del precio relativo de esa inversión estadísticamente significativo, con elasticidad de corto plazo cercana a -0,4.

realizada por el sector público, que habían encontrado varios trabajos comentados en una sección anterior de este estudio.⁵⁴

No obstante, este resultado no debe hacernos perder de vista la dependencia de la inversión pública de la política económica adoptada por distintas administraciones y que explica, según vimos en la parte II, las principales fluctuaciones de la construcción gubernamental en el pasado. En este sentido, el análisis anterior no debe ocultar el hecho de que la búsqueda de crédito externo o de recursos tributarios adecuados puede estar determinada por la política de inversión estatal y no a la inversa, tal como se supone en el ejercicio econométrico realizado.

B. Determinantes del ahorro

Como se vio en la primera parte del presente artículo, las hipótesis que existen sobre los determinantes del ahorro en Colombia son variadas. En esta sección se presentan algunos ejercicios econométricos sobre series de tiempo, en los cuales se busca contrastar algunas de dichas hipótesis para el período 1950 a 1980. Para ello, se utilizaron las cifras sobre ahorro bruto total y privado de las Cuentas Nacionales elaboradas por el Banco de la República. Desafortunadamente, la falta de desglose de los fondos de depreciación en dichas Cuentas nos impidió trabajar en forma aislada los determinantes del ahorro bruto de los hogares y de las empresas privadas.

⁵⁴ Véanse los trabajos citados en las notas 25 y 26.

Aparte del efecto más aceptado del ingreso sobre el ahorro se consideraron tres tipos de hipótesis, cuya constatación estadística se presenta inicialmente por separado y más adelante en forma conjunta:

- a) En primer término se consideraron las teorías tradicionales sobre determinantes de la tasa de ahorro. En particular, se incluyeron en este grupo cuatro tipos de hipótesis: (i) aquella según la cual el consumo depende del ingreso "permanente" o de largo plazo de los agentes económicos más que de su ingreso corriente; en este caso, el ahorro se incrementaría relativamente en los períodos de auge, en que el ingreso supera sus niveles "normales", y se reduciría como proporción del ingreso en las situaciones opuestas; (ii) la hipótesis ortodoxa de tipo financiero, según la cual el ahorro depende positivamente del nivel de la tasa de interés real, entendida ésta como remuneración por la abstinencia; (iii) la hipótesis monetaria, según la cual el grado de liquidez, al tener un efecto riqueza sobre el consumo, reduce la propensión media al ahorro; y, (iv) la hipótesis del ahorro forzoso generado por la inflación.
- b) En un segundo grupo se consideraron tres hipótesis vinculadas con el sector externo: (i) el efecto de sustitución entre el sector externo y el ahorro interno;⁵⁵ (ii) el impacto particularmente fuerte de los ingresos provenientes de las

⁵⁵ Según veremos más adelante, la interpretación de este efecto

exportaciones sobre el ahorro; y (iii) el ahorro forzoso que generan los controles cuantitativos a las importaciones, al obstaculizar la realización efectiva de una parte del consumo deseado; este efecto es una alternativa a la sustitución forzosa por bienes y servicios nacionales que generan los mismos controles, y es, por lo tanto, más importante cuanto menor sea el grado de sustituibilidad de las importaciones de bienes de consumo (o de insumos que se incorporan en la producción interna de dichos bienes) por otros artículos producidos domésticamente.

- c) Finalmente, se consideraron las hipótesis relacionadas con la distribución del ingreso, en las que se busca captar las posibles diferencias entre las propensiones marginales al ahorro de los asalariados, y de los receptores de excedentes urbanos y rurales.

1. Hipótesis tradicionales sobre determinación del ahorro.

Las cuatro primeras hipótesis mencionadas en el aparte anterior pueden verse como las más tradicionales sobre la determinación de la tasa de ahorro. El análisis econométrico de estas hipótesis fue realizado con dos tipos alternativos de estimaciones: (a) postulando el ahorro deflactado por el índice de precios implícitos de la demanda interna, como función del ingreso bruto real en la economía y de las variables correspondientes a las distintas hipótesis; y (b) postulando directamente la tasa de

es, sin embargo, problemática.

ahorro sobre ingreso bruto como función de dichas variables.

En el Cuadro 9 se presentan algunos de los resultados obtenidos en las estimaciones realizadas por el método de Cochrane-Orchutt para corregir por autocorrelación. Como se puede apreciar, los coeficientes de autocorrelación entre los errores (ρ) fueron muy altos en todos los casos, acercándose a la situación conocida en la literatura econométrica como de "paseo aleatorio" ($\rho=1$). Este tipo de resultado sugiere que las funciones de ahorro (o de consumo) tienen desplazamientos asociados a factores no considerados entre las variables independientes de las ecuaciones, con efectos que perduran más allá del período anual tomado como referencia. Así, por ejemplo, un cambio en las preferencias de los consumidores, una reforma tributaria o una restricción sobre el consumo (como la restricción de importaciones) que no estén captadas satisfactoriamente por las variables consideradas en las ecuaciones, podría inducir un determinado error en la estimación econométrica del año correspondiente, que perdura en los años posteriores.

Los efectos de las variables incluidas en las ecuaciones del Cuadro 9, siguiendo las hipótesis tradicionales sobre el ahorro, fueron en general muy poco concluyentes. La única variable que resultó estadísticamente significativa en todas las estimaciones, tanto para el ahorro total como para el privado, fue el ingreso bruto real. Los coeficientes obtenidos para esa variable sugieren que la propensión marginal a ahorro de la economía en su conjunto se ubica en torno al 30%. Esta propensión al ahorro proviene en parte del sector privado, el cual, de

CUADRO 8

DETERMINANTES TRADICIONALES DEL AHORRO BRUTO TOTAL Y PRIVADO, 1950 - 1980
(Estadísticas t entre paréntesis)

Variable dependiente	Variables independientes						R ²	F	DW	ρ
	Constante	Y	YT	r	L	IPC				
A. Ahorro bruto total real (media: 22,100)	-27892	.31** (6.3)	-121.8 (-7)	226.7* (1.4)	925.3 (1.1)	103.7 (1.1)	97.1	158.2	2.3	.8
	-9096	.27** (9.4)		189.1 (1.2)		76.0 (.8)	96.9	271.2	2.0	.7
B. Ahorro privado bruto real (medio: 16,079)	-11166	.19** (7.1)	67.2 (.4)	175.5 (1.1)	295.1 (.4)	189.8** (1.9)	95.4	99.1	2.3	.6
	-6492	.18** (7.5)	57.7 (.4)	-158.7 (1.1)		178.6* (2.0)	95.4	128.3	2.2	.6
C. Ahorro bruto total/ingreso bruto (media: 18.7%)	11.2		-.002 (0.0)	.11 (1.0)	.60 (1.1)	.8 (1.2)	68.2	13.4	2.2	.9
	18.9			.07 (.7)		.06 (1.0)	66.9	27.3	2.1	.8
D. Ahorro privado bruto/ingreso bruto (media: 14.0%)	6.8		.09 (.9)	.07 (.6)	.37 (.7)	.16** (2.6)	61.1	9.8	2.2	.6
	12.2		.06 (.7)	.04 (.4)		.15** (2.7)	60.3	13.1	2.2	.6

Nomenclatura:

Y = Ingreso bruto real en millones de pesos de 1970, definido como el Producto Nacional Bruto deflactado por el índice precios implícitos en la demanda interna (media= 112059)

YT = Desviaciones porcentuales de Y con respecto a su tendencia logarítmica entre 1950 y 1980 (expresadas como porcentaje)

r = Tasa de interés real (media= 2.27)

L = Grado de liquidez, definido como M1/PNB, en términos nominales (media= 13.8)

IPC = Tasa de crecimiento en el índice de precios al consumidor (media= 13.1)

* = Significativamente diferente de cero con 90% de probabilidad

** = Significativamente diferente de cero con 95% de probabilidad

acuerdo con los parámetros estimados, incrementa el ahorro en \$18 ó \$19 por cada \$100 adicionales de ingreso generados en la economía. Otra parte, sin embargo, debe convertirse en ahorro a través de mecanismos tributarios y del ahorro gubernamental.

En consistencia con la hipótesis tradicional, el ingreso "transitorio", entendido como las desviaciones del ingreso corriente frente a sus niveles normales debería tener un efecto positivo sobre el ahorro, adicional al del propio ingreso corriente o, en otros términos, un efecto positivo sobre la propensión media al ahorro. Las regresiones presentadas en el Cuadro 9 no corroboran esta apreciación.⁵⁴

En el caso del ahorro privado, las desviaciones porcentuales del ingreso real frente a su tendencia de largo plazo (YT), tomadas como indicativas del ingreso "transitorio", manifestaron el signo positivo esperado, pero los niveles de significancia estadística fueron poco significativos. Por su parte, para el ahorro total, los coeficientes de YT resultaron negativos - aunque tampoco fueron significativos estadísticamente - sugiriendo que la tasa de tributación y de ahorro oficial se reducen en los períodos de auge económico.

Las hipótesis ortodoxas sobre la determinación de la tasa de ahorro mediante variables financieras no recibieron tampoco

⁵⁴ Los efectos del ingreso transitorio sobre el ahorro se trataron de captar también mediante una variable alternativa a YT, definida por las desviaciones del ingreso frente a sus promedios móviles de tres años, sin que se obtuviera con ello mejores resultados.

sustento estadístico satisfactorio. Aunque el efecto de la tasa de interés real (r) resultó positivo, de acuerdo con lo esperado, su significación estadística fue muy baja. Por su parte, la variable indicativa del grado de liquidez en la economía (L), definida como el cociente entre la oferta monetaria y el PNB nominal, condujo a resultados con signo contrario al respecto teóricamente:

La tasa de inflación (IPC) mostró en todas las estimaciones el efecto positivo que se esperaba sobre el ahorro. Aunque en el caso del ahorro total ese efecto no fue estadísticamente significativo, en el ahorro privado sí lo fue. En realidad, entre las hipótesis ortodoxas que se consideran en el Cuadro No. 9, sólo la correspondiente a la tasa de inflación recibió sustento estadístico satisfactorio. Según esas estimaciones, una aceleración de la inflación en 10 puntos porcentuales haría aumentar el ahorro privado como proporción del ingreso nacional bruto, en cerca de 1,5 puntos, aunque sin afectar sensiblemente el ahorro total (o alterándolo en una proporción mucho menor).

Vale la pena anotar que este efecto puede estar vinculado en buena medida con dos tipos de procesos redistributivos:

- a) Por una parte, los mayores ritmos de crecimiento de los precios tienden a trasladar rentas de sectores de ingresos más rígidos, como el de los asalariados, cuyas propensiones al ahorro son muy bajas, hacia sectores capitalistas y rentistas con mayores propensiones a ahorrar. Este efecto es compatible con la hipótesis del ahorro forzoso que han postulado diferentes

autores, aunque no necesariamente tiene que estar vinculado con ésta. Según dicha hipótesis, la insuficiencia de un ahorro adecuado para financiar la inversión en las economías en desarrollo obligaría a las empresas a financiarse mediante aumentos en los precios. Al reducir el ingreso real de los asalariados, esos aumentos permitirían reducir forzosamente el consumo y generar el ahorro requerido para el ajuste macroeconómico. Alternativamente, en la medida en que el exceso de demanda se manifieste primordialmente sobre el mercado de alimentos, el ajuste correspondiente en los niveles de precio genera una transferencia de ingreso de los asalariados hacia los rentistas rurales, con un efecto nuevamente positivo sobre el ahorro, debido a la mayor propensión a ahorrar de éstos últimos.⁵⁷

- b) Por otra parte, debido a la inelasticidad que tradicionalmente ha caracterizado la estructura tributaria colombiana, la inflación tiende a redistribuir ingresos en favor del sector privado, aumentando su ingreso disponible. Aunque en este caso no se daría necesariamente un incremento en la tasa de ahorro de la economía - para lo cual se requeriría que la propensión al ahorro de los agentes privados favorecidos por la inflación fuera superior a la del sector oficial -, sí aumentaría el ahorro privado y la proporción que éste representa en el ingreso nacional. Este tipo de fenómeno es probablemente el que explica que la inflación tenga un impacto significativo sobre el ahorro privado, pero no se manifieste en forma significativa

⁵⁷ Ver Londoño (1985) y Lara Resende (1979).

sobre el ahorro bruto de la economía en su conjunto.

2. Hipótesis sobre determinación del ahorro vinculadas con el sector externo.

Varios estudios sobre los procesos de endeudamiento externo de América Latina han sugerido que para la mayor parte de estos países el ahorro externo que ingresa como capital de préstamo o de inversión directa no viene a complementar sino más bien a sustituir los esfuerzos de ahorro interno. Desde otra perspectiva, el ahorro externo permitiría reducir la parte no deseada o forzosa del ahorro doméstico que tienen que realizar en su ausencia estos países. El caso colombiano no parece ser una excepción a esta regla. Por el contrario, el ahorro interno en Colombia muestra un patrón de comportamiento que sugiere claramente esa sustitución, reduciéndose en los períodos en que el ahorro externo que ingresa al país es mayor. En efecto, el déficit en cuenta corriente con el exterior - que desde el punto de vista macroeconómico equivale al ahorro externo - tiene un efecto negativo altamente significativo sobre el ahorro doméstico, tanto público como privado (Véase al respecto el Cuadro 10).³²

La interpretación de este resultado exige, sin embargo, algunos comentarios. El primero y más importante se relaciona con los mecanismos de ajuste macroeconómico en una economía que enfrenta una brecha externa. Parte del ajuste puede operar en estas condiciones mediante una reducción del nivel de actividad

³² Gersovitz (1982) y Landau (1971), Cap. 13), obtuvieron para

CUADRO 10
DETERMINANTES DEL AHORRO BRUTO TOTAL Y PRIVADO VINCULADOS CON EL SECTOR EXTERNO,
1950 - 1980
 (Estadísticas t entre paréntesis)

Variables dependientes	Variables Independientes					R ²	F	DW	p
	Constantes	Y	DCC	X	RIMP				
A. Ahorro Bruto total real (media = 22100)	7651	.27** (14.4)	-.44** (2.0)			97.0	434.4	2.1	.6
	-6438	.09** (1.7)		1.02** (3.1)	2.3 (1.2)	97.4	319.9	2.1	.5
B. Ahorro privado bruto real (media = 16,079)	-3906	.19** (24.7)	-.85** (-5.8)			96.0	325.5	1.8	.2
	-4088	.05 (1.0)		.88** (2.9)	0.8 (.4)	95.3	175.6	2.1	.3
C. Ahorro bruto total/ingreso bruto (media = 18,7%)	20.8		-.34** (-1.9)			69.4	63.5	2.2	.9
	15.7			.31* (1.4)	1.35* (1.6)	69.7	31.1	2.3	.9
D. Ahorro privado bruto/ingreso bruto (media = 14,0%)	15.1		-.42** (-2.3)			58.8	39.9	2.2	.7
	11.7			.17 (.7)	.81 (.9)	53.0	15.2	2.3	.8

Nomenclatura:

Y = Ingreso bruto real en millones de pesos de 1970, definido como el Producto Nacional Bruto deflactado por el índice de precios implícitos en la demanda interna (media = 112,059).

DCC = Déficit en cuenta corriente con el exterior, definido en términos reales, deflactado por los precios implícitos en la demanda interna, para las regresiones contra la tasa del ahorro real y expresado como porcentaje del ingreso en las regresiones contra la tasa de ahorro.

X = Exportaciones de bienes y servicios, definidos en términos reales, deflactados por los precios implícitos en la demanda interna, para la regresión contra el ahorro real (media = 16,574) y como porcentaje del ingreso bruto en las regresiones contra la tasa de ahorro (media = 14,4).

RIMP = Restricción de importaciones. En las regresiones contra el ahorro real esta variable se expresa por la magnitud del ingreso (Y) en los años de restricción y como cero en los de liberalización; los coeficientes obtenidos se multiplicaron por 100 para su presentación en el cuadro. En las regresiones contra la tasa de ahorro, toma valor uno en años de restricción y cero en el resto.

económica⁵⁹ o de la inversión en relación con sus niveles deseados (véanse al respecto las Secciones III-A-1 y III-A-2 de este trabajo). Sin embargo, otra parte puede ser el resultado de ajustes del ahorro. En este caso, una reducción del financiamiento externo forzaría un aumento del ahorro doméstico por encima de sus niveles deseados y un aumento del primero tendría el efecto contrario. No ocurriría lo mismo si, cuando priva la brecha interna, el ahorro se equipara con su nivel deseado. De esta manera, el coeficiente del déficit en cuenta corriente en las estimaciones econométricas correspondientes captaría, no sólo estos efectos de sustitución entre el ahorro externo y el interno, sino ante todo, la importancia relativa de la brecha externa como condicionante del proceso de desarrollo.⁶⁰ Ello puede explicar por qué en las primeras estimaciones de este efecto para Colombia, referidas al período 1950-1966, el efecto sustitución calculado era muy alto (-0,78), mientras en el Cuadro 10, el coeficiente estimado para el ahorro total en el período 1950-1980 fue mucho más bajo (-0,44).⁶¹

El segundo problema tiene que ver con los mecanismos a

Colombia este mismo resultado en el pasado.

⁵⁹ Véase, por ejemplo, Bacha (1984), Cap. 13.

⁶⁰ Véase Landau (1971). Obviamente, el argumento supone que cuando priva la brecha interna, el ajuste macroeconómico no exige cambios en el ahorro en relación con sus niveles deseados. La experiencia colombiana no confirma necesariamente este supuesto. En efecto, durante la bonanza cafetera de 1975-1979, el gobierno se vio obligado a diseñar instrumentos de ahorro forzoso para absorber el superávit en cuenta corriente con el exterior, según hemos visto en secciones anteriores de este trabajo.

⁶¹ El primero de los efectos anotados fue estimado por Landau. Gersovitz obtuvo para un estudio reciente, referido al período 1950-1978, un coeficiente de -0,36, pero en una regresión que incluía también las exportaciones como determinante del ahorro, adicionalmente al efecto del ahorro externo y del nivel de

través de los cuales opera el efecto sustitución anotado.

Podríamos suponer, en primer término, a través de variables financieras; no obstante, según vimos en la sección anterior, el efecto de estas variables sobre el ahorro en Colombia no es muy importante. Una segunda alternativa tendría que ver con los efectos distributivos que se generan en el proceso de ajuste externo; en este caso, sería mucho más lógico especificar una función de ahorro que incorpora dichos efectos directamente y analizar el impacto del ciclo externo sobre la distribución del ingreso. Finalmente, sería posible postular que algunas variables del sector externo afectan directamente el nivel de ahorro. Las posibilidades más evidentes son, por una parte, el efecto de los ingresos de los exportadores sobre el ahorro, tanto a través de sus receptores privados como indirectamente a través de la tributación y, por otra, el impacto del control de importaciones, que al obstaculizar el consumo de bienes y servicios importados (o bienes y servicios producidos internamente con un alto componente importado) inducen un ahorro forzoso en la economía.

El Cuadro 10 presenta algunos ejercicios dirigidos a corroborar estas últimas hipótesis. Como se puede apreciar, los coeficientes obtenidos tuvieron en todos los casos los signos positivos esperados, aunque su significancia estadística no fue enteramente satisfactoria. Como se hará claro más adelante, esto último puede surgir de problemas de especificación de las ecuaciones, al estar excluyendo variables con efectos importantes sobre el ahorro, particularmente aquellas relacionadas con la

ingreso.

distribución del ingreso derivado de actividades domésticas. Más aún, aunque el coeficiente de la variable que mide el nivel de exportaciones resultó altamente significativo en las regresiones que captan los determinantes del nivel de ahorro, las magnitudes de las propensiones marginales a ahorrar ingresos provenientes de las exportaciones calculadas son excesivas -93% para el ahorro privado (la suma de los coeficientes de las variables Y y X) y 111% para el ahorro total. De ser cierto, este último resultado implicaría que un aumento en las exportaciones no generaría una expansión sino una contracción económica.

3. Determinantes distributivos del ahorro

a. Variables distributivas utilizadas

El análisis econométrico de los efectos de las variables relacionadas con la distribución del ingreso sobre el ahorro fue realizado considerando tres tipos de ingresos: los salarios (S), las rentas y ganancias generadas en las actividades agropecuarias o "excedente rural" (ER) y el "excedente urbano" (EU). Los tres tipos de ingresos considerados se definieron con base en las Cuentas Nacionales del Banco de la República, de forma tal que su suma correspondiera con el Ingreso (o Producto) Nacional Bruto. Los salarios se tomaron directamente de las cifras sobre remuneración al trabajo; el "excedente rural" se definió como la diferencia entre el Producto Interno Bruto del sector agropecuario y la remuneración al trabajo en ese sector; y, finalmente, el "excedente urbano" se calculó como el residuo entre el PNB y la

suma de los salarios totales y el excedente rural.

Desafortunadamente, las cifras de las Cuentas Nacionales del Banco de la República no permiten identificar las proporciones en las cuales los ingresos de los distintos agentes económicos se convierten en impuestos ni, por lo tanto, la forma como se distribuye el ingreso disponible del sector privado. Por esta razón, la interpretación de los coeficientes estimados debe ser particularmente cuidadosa. En el caso del ahorro total, los efectos de cada una de las variables distributivas utilizadas incluyen, no sólo el ahorro directo de los receptores de ingresos correspondientes, sino también el impacto de dichos ingresos sobre la tributación y a través de esta sobre el ahorro gubernamental. Mientras tanto, en las estimaciones correspondientes al ahorro privado los coeficientes que se obtienen se refieren a los efectos del ingreso total (antes de impuestos) sobre el ahorro y no a los del ingreso disponible.

b. Métodos de estimación

Las estimaciones econométricas sobre los determinantes distributivos del ahorro se realizaron alternativamente postulando la tasa de ahorro o el ahorro real como variables dependientes, en la misma forma que con las hipótesis analizadas en las secciones anteriores. En el primer caso, la tasa de ahorro se postuló como una función de la participación de cada uno de los tres tipos de ingresos considerados dentro del ingreso nacional bruto (S/Y , EU/Y y ER/Y). No obstante, teniendo en cuenta que la suma de estas

participaciones debe ser igual a la unidad, el análisis econométrico sobre sus efectos no se puede hacer incluyéndolas a todas simultáneamente sin caer en un problema de plena multicolinealidad entre las variables explicativas. Por esta razón, las estimaciones se hicieron excluyendo siempre una de las variables distributivas. Más específicamente se optó por excluir la variable correspondiente a la participación de los salarios en el ingreso (S/Y) y por estimar las tasas de ahorro como funciones de la participación del excedente urbano y del excedente rural⁴² (Cuadro 11). Debe tenerse cuidado por tanto en no interpretar los coeficientes de estas variables como sus propensiones marginales al ahorro. Dichos coeficientes captan más bien el efecto incremental sobre el ahorro de redistribuir el ingreso de los asalariados en favor de cada uno de los tipos de excedentes.⁴³

En el segundo caso, se trató de estimar la ecuación:

$$(1) \quad A_T = a + bW_T + cEU_T + dER_T$$

donde A_T , W_T , EU_T y ER_T son el ahorro, los salarios, el "excedente urbano" y el "excedente rural", respectivamente, expresados todos en millones de pesos de 1970, deflactados por el

⁴² Alternativamente se realizaron estimaciones excluyendo el "excedente urbano" o el "excedente rural", con resultados perfectamente consistentes con los comentados en el texto.

⁴³ Si se supone que las propensiones media y marginal al ahorro son iguales para todos los tipos de ingreso, los interceptos obtenidos en las estimaciones podrían interpretarse como las propensiones al ahorro de los salarios, y la suma del intercepto y los coeficientes de las variables dependientes como las propensiones al ahorro de cada uno de los excedentes.

CUADRO 11

DETERMINANTES DISTRIBUTIVOS DE LAS TASAS DE AHORRO BRUTO TOTAL Y PRIVADO, 1950-1980

(Estadísticas t entre paréntesis)

Variables dependientes	Variables independientes								R ²	F	DW	ρ
	Constante	EU/Y	ER/Y	YT	r	IPC	RIMP	Dummy 1977				
A. Ahorro bruto total/Ingreso bruto (medio: 18,7%)	4.0 (.8)	.21 (.8)	.39* (1.4)						67.7	28.3	2.2	.9
	4.8 (.8)	.23 (.8)	.29 (.9)	.018 (.1)	.11 (1.0)	.014 (.2)	.16* (1.6)	2.7** (1.8)	76.6	10.2	2.3	.9
	5.7 (1.1)	.27 (1.1)	.22 (.8)				1.4** (1.7)	3.0** (2.3)	75.4	19.2	2.3	.9
B. Ahorro privado bruto/Ingreso bruto (media: 14,0%)	-11.8 (1.9)	.49** (1.9)	.23 (.8)						56.1	17.2	2.1	.7
	-2.9 (1.5)	.40* (1.5)	-.11 (-.4)	.11 (1.0)	.001 (.0)	.086* (1.6)	2.3** (2.4)	3.9** (2.4)	77.9	11.1	2.0	.7
	-7.6 (2.3)	.49** (2.3)	.02 (.1)				1.5** (2.1)	4.6** (4.0)	74.9	18.7	2.0	.8

Nomenclatura:

S/Y: Remuneración de los asalariados como proporción del ingreso nacional bruto, en pesos corrientes, expresado como porcentaje.

EU/Y: Excedente no agropecuario como proporción del ingreso nacional bruto, en pesos corrientes, expresado como porcentaje.

ER/Y: Excedente rural o agropecuario como proporción del ingreso nacional bruto, en pesos corrientes, expresado como porcentaje.

YT, r, IPC, X/Y

y RIMP: Ver Cuadros 10 y 11

Dummy 1977: Variable dicótoma igual a 1 en 1977 y a cero en los demás años.

índice de precios implícitos en la demanda interna, a es el ahorro autónomo y b , c y d las propensiones marginales a ahorrar de cada uno de los tipos de ingreso.

La estimación directa de la ecuación (1) con base en series de tiempo conlleva, sin embargo, graves problemas de multicolinealidad. Por eso se recurrió a una serie de transformaciones algebraicas basadas en el hecho de que las tres variables distributivas tienen que sumar por definición el ingreso nacional (Y). Para ello, se definieron unas variables W^c_T , ER^c_T y EU^c_T como las desviaciones de W_T , ER_T y EU_T con respecto a los niveles que tendrían cada una de estas variables si se mantuvieran sus participaciones promedio dentro del ingreso nacional entre 1950 y 1980 (P_W , P_{EU} y P_{ER}). Algebraicamente:

$$(2) \quad W^c_T = W_T - P_W Y_T, P_W = 0,356$$

$$(3) \quad EU^c_T = EU_T - P_{EU} Y_T, P_{EU} = 0,433$$

$$(4) \quad ER^c_T = ER_T - P_{ER} Y_T, P_{ER} = 0,211$$

De donde:

$$(5) \quad W^c_T + ER^c_T + EU^c_T = 0$$

Remplazando las ecuaciones (2) a (5) en la ecuación (1), con algunas transformaciones algebraicas sencillas, se obtiene que:

$$(6) A_T = a + (bP_w + cP_{EU} + dP_{ER})Y_T + (c-b)EU^C_T + (d-b)ER^C_T$$

De esta manera, estimando la ecuación

$$(7) A_T = e + fY_T + gEU^C_T + hER^C_T$$

se pueden obtener los parámetros buscados, los cuales se pueden deducir como:

$$a = e$$

$$b = f - gP_{ER} - hP_{EU}$$

$$c = b - g$$

$$d = b - h$$

c. Resultados

Ambos tipos de estimaciones permitieron obtener coeficientes con los signos positivos esperados (Véanse los Cuadros 11 y 12). Los resultados indican que reducciones en la participación de los salarios dentro del ingreso nacional - y los aumentos correspondientes en la participación de los excedentes - han estado asociados estadísticamente con mayores tasas de ahorro privado y total en el período analizado.

Sin embargo, la significancia estadística de los

CUADRO 12

DETERMINANTES DISTRIBUTIVOS DE LOS NIVELES DE AHORRO BRUTO TOTAL Y PRIVADO, 1960-1980
(Estadísticas t entre paréntesis)

Variable dependiente	Constante	Variables independientes										R ²	F	DW	p	
		Y	Sc	EU ^c	ER ^c	YT	r	IPC	X/Y	RIMP	Dummy 1977					
A. Ahorro bruto total Real (\$) (media = 22.100)																
	-8610 (8.8)	.27**		.40 (1.1)	.50 (1.4)							96.9	273.9	2.0	.1	
		b=-.03	c=.37	d=.47												
	-11593 (6.9)	.29**		.45 (1.2)	.27 (.7)	-91.3 (-5)	131.9 (.9)	-32.0 (-.4)		.030* (1.3)	.030** (2.5)	98.1	132.9	2.3	.8	
		b=.04	c=.49	d=.31												
	-9848 (7.8)	.27**		.45* (1.4)	.12 (.4)					.036* (1.8)	.031** (3.0)	97.9	228.4	2.2	.8	
		b=.12	c=.57	d=.24												
	-15902 (9.5)	.25**		.52* (1.6)	.12 (.3)	189.6* (1.4)		582.2* (1.4)		.038** (2.0)	.029** (2.7)	98.2	176.2	2.1	.8	
		b=.09	c=.61	d=.21												
B. Ahorro privado bruto real (\$P) (media = 16.579)																
	-4280 (8.8)	.18**		.79** (2.6)	.52* (1.8)							95.6	188.0	2.1	.4	
		b=-.21	c=.58	d=.31												
	-7510 (5.4)	.19**		.63** (2.5)	-.08 (-.3)	-28.2 (-2)	-3.34 (-.0)	23.8 (.4)		.033** (2.2)	.045** (5.5)	98.4	162.0	2.1	.8	
		b=.09	c=.72	d=.01												
	-6718 (5.8)	.19**		.61** (2.8)	-.08 (-.4)					.033** (2.6)	.047** (6.9)	98.4	292.4	2.1	.8	
		b=.10	c=.71	d=.02												
	-8879 (7.0)	.18**		.64** (2.8)	-.15 (-.6)			214.2 (1.0)		.035* (2.7)	.047** (8.8)	98.4	243.4	2.1	.8	
		b=.11	c=.75	d=-.04												

Nomenclatura:

Y: Ingreso bruto real, definido como el Producto Nacional Bruto deflactado por el índice de precios implícitos en la demanda interna, en millones de pesos de 1970.

Sc, EU^c o

ER^c: Desviaciones absolutas (en millones de pesos de 1970) de la remuneración al trabajo, excedente urbano y del excedente agropecuario respectivamente, en relación con las magnitudes que tendría cada una de estas dentro del ingreso nacional entre 1960 y 1980.

YT, r, IPC,

Y/Y y RMP: Ver Cuadros 8 y 10

Dummy 1977: Variable dicotómica igual al ingreso nacional real en 1977 y a cero en los demás años.

b, c y d: Propensiones marginales al ahorro de los salarios, el "excedente urbano" y el "excedente rural", respectivamente, deducidos de las estimaciones.

coeficientes obtenidos, así como la relación entre ellos, resultó totalmente diferente en las estimaciones para el ahorro privado y para el total. En el primer caso se encontró una asociación positiva particularmente fuerte con el excedente urbano. Mientras tanto los coeficientes del excedente rural no sólo fueron inferiores, sino que sólo resultaron estadísticamente diferentes de cero en la estimación del Cuadro No. 12. Conviene resaltar, sin embargo, que en estimaciones realizadas utilizando como variable dependiente el ahorro neto de los hogares, los resultados fueron diferentes. En este caso, se encontró que el mayor ahorro está claramente asociado con una redistribución del ingreso desde los asalariados hacia cualquiera de los dos excedentes, sin que las propensiones a ahorrar de estos dos tipos de excedentes difieran en forma significativa. Este resultado es consistente con los obtenidos con base en encuestas de hogares, según tuvimos oportunidad de analizarlo en la parte I de este estudio. No obstante, no se incorporaron en la presentación principal por referirse al ahorro neto y no al bruto, al cual se orientan las estimaciones de este trabajo.

En contraste con los resultados obtenidos para el ahorro privado, en el caso del ahorro total el coeficiente del excedente urbano resultó inferior y con menor significancia estadística que el que capta el impacto del excedente rural, pese a que este último tampoco fue significativamente diferente de cero en ninguna de las estimaciones con un nivel de confianza del 95%. La razón de estas diferencias reside en el tipo de asociación que se presentó en el período considerado entre las tasas de tributación y la distribución del ingreso. De acuerdo con estimaciones realizadas

con los mismos métodos para la tasa de ahorro, la tributación ha estado asociada positivamente con la participación de los asalariados en el ingreso nacional y, en menor medida, con la del excedente rural dentro de los ingresos no salariales.⁶⁴ El resultado es sorprendente, si se tiene en cuenta que contablemente, la mayor parte de los impuestos indirectos hacen parte del excedente urbano. Obviamente, la inestabilidad de la estructura tributaria del país durante el período analizado nos pone en guardia sobre la naturaleza de las estimaciones econométricas obtenidas para el ahorro total. No obstante, ellas indican que, en promedio en el período 1950-1980, los esfuerzos por aumentar el ahorro a través de la tributación se han hecho a costa de aquellos agentes privados con menos propensiones a ahorrar. Aunque el efecto correspondiente sobre el ahorro de la economía fue muy notorio, también se hizo por una vía particularmente recesiva. Finalmente, en concordancia con lo que han postulado varios autores, la propensión a ahorrar del gobierno es más alta que la correspondiente al sector privado en su conjunto (36% Vs. un 20%), aunque muy inestable, según vimos en la parte II de este trabajo.

⁶⁴ Las ecuaciones estimadas por el método de Cochrane-Orcutt fueron:

$$A/Y = 33,3 - 0,18 \text{ ER/Y} - 0,32^{**} \text{ EU/Y};$$

(-11) (-2,2)

$$R^2 = 81,2\%, F_{2,27} = 58,4, \text{ DW} = 0,9;$$

$$T = -54083 - 0,19Y^{**} - 0,29 \text{ ER}^c - 0,44 \text{ EU}^c$$

(15,5) (-1,8) (2,7)

$$R^2 = 98,5\%, F_{3,26} = 567,8, \text{ DW} = 2,4$$

4. Determinantes del ahorro: Estimaciones con las distintas hipótesis consideradas simultáneamente

Los ejercicios de regresión en los cuales las variables representativas de las distintas hipótesis se analizan aisladamente, como los que se han presentado hasta ahora, permiten evaluar su capacidad explicativa sobre el comportamiento del ahorro en el período analizado sólo si se supone en cada caso que las demás hipótesis son irrelevantes. Si se considera, sin embargo, que varias hipótesis cumplen algún rol simultáneamente, su constatación empírica conlleva un error econométrico de especificación. Por esta razón, se hizo un intento por estimar el comportamiento del ahorro como función de las distintas variables consideradas en los ejercicios anteriores, incluyéndolas en una sola regresión.

En los Cuadros 11 y 12 se presentan los resultados de las estimaciones realizadas por el Método de Cochrane-Orcutt, tanto para las tasas como para los niveles de ahorro. En ambos casos se postuló el ahorro como función de: (i) las variables distributivas explicadas en las secciones anteriores; (ii) el ingreso transitorio (YT); (iii) la tasa de interés real (r); (iv) la tasa de inflación (IPC); (v) las variables indicativas del control de importaciones (RIMP); y (vi) otra variable ficticia, que toma el valor de 1 o del nivel de PIB en 1977, con la cual se tratan de captar los efectos de las políticas de ahorro forzoso adoptadas en ese año por el gobierno (plazos de maduración de los certificados de cambio, TAC, etc.) y de aislar el aumento atípico en la tasa de

ahorro de las familias que se observa en las estadísticas correspondientes (Véase el Gráfico 2).

Pese a los fuertes efectos de las exportaciones sobre el ahorro que se encontraron en las estimaciones anteriores, dicha variable no se incluyó en las estimaciones del Cuadro 11, pues ello implicaría considerar un nuevo grupo de ingresos que, al no estar desagregado, no podría ser compatibilizado con la distribución entre salarios y los dos tipos de excedentes con los cuales se ha venido trabajando. En el Cuadro 12 se introdujo, sin embargo, el coeficiente de las exportaciones frente al ingreso nacional (X/Y), con el propósito de captar el impacto específico de los ingresos provenientes de las ventas al exterior.

Finalmente, la variable indicativa del grado de liquidez se excluyó de las estimaciones debido a que los primeros intentos por incluirla condujeron sistemáticamente a coeficientes con el signo contrario al esperado teóricamente y a fuertes cambios en las magnitudes de otras variables explicativas, cuyos coeficientes de correlación con esta son relativamente altos.

Los estimativos de los Cuadros 11 y 12 tienden a confirmar en general las estimaciones por grupos de hipótesis comentadas anteriormente, aunque con algunos cambios importantes, que pueden ser resumidos de la siguiente manera:

- a) La propensión marginal al ahorro promedio de la economía se ubica en torno al 27% y al 18% en el caso del ahorro privado. Al ser superiores a las medias respectivas, ello significa que la propensión media al ahorro crece a medida que aumenta el

ingreso nacional.

- b) No obstante, dichas propensiones son inestables, ya que dependen de la distribución del ingreso. En particular, existe evidencia en favor de la hipótesis de que una redistribución del ingreso de los asalariados hacia el excedente urbano aumenta la tasa de ahorro privado y, aunque en menor grado, la de ahorro total de la economía. Mientras la propensión marginal al ahorro de los ingresos salariales se estima en cerca de un 10%, tanto para el ahorro privado como para el total (cuando se tienen en cuenta los efectos de las demás variables simultáneamente), para el excedente urbano esta propensión se acerca al 60% en el caso del ahorro total y al 70% en el del privado.
- c) En la evaluación del impacto de las rentas agropecuarias sobre el ahorro enfrentamos algunas inconsistencias estadísticas que nos impiden obtener conclusiones suficientemente firmes. Aunque los ingresos familiares derivados de rentas agropecuarias muestran un efecto sobre el ahorro neto familiar comparable al del excedente urbano y superior al de los asalariados, según vimos en la sección anterior, el efecto sobre el ahorro privado bruto y el total es menos firme, según lo indican de nuevo los Cuadros 11 y 12. El impacto de este elemento distributivo deberá ser analizado con más detenimiento en investigaciones posteriores.
- d) Las variables de corte ortodoxo sobre determinación del ahorro, tales como el ingreso transitorio, la tasa de interés y la

inflación, no manifiestan efectos estadísticamente satisfactorios. Por el contrario, en el caso de las dos primeras se observan en el Cuadro 12 coeficientes de signo contrario al esperado (no significativos estadísticamente). La tasa de inflación es la única que muestra un efecto positivo de acuerdo con lo esperado sobre el ahorro privado (no sobre el total); aunque la magnitud y la significancia estadística de ese efecto se ve notablemente reducida cuando se estima simultáneamente con las variables representativas de la distribución del ingreso.

- e) La variable indicativa de la restricción de importaciones muestra un efecto positivo sobre el ahorro con un alto nivel de significancia estadística. Además, de acuerdo con la forma como fue construida esa variable, los coeficientes obtenidos en las estimaciones presentadas en los Cuadros 11 y 12 sugieren que, ceteris paribus, la tasa de ahorro se incrementaría entre 1,5 y 3,5 puntos porcentuales en los años de restricción de importaciones. El coeficiente obtenido es más bajo cuando la variable dependiente es la tasa de ahorro, que cuando se busca explicar el nivel de dicha variable.
- f) En concordancia con los estimativos analizados en la Sección III.B, los resultados del Cuadro 12 tienden a confirmar que los mayores ingresos por exportaciones están asociados con mayores niveles de ahorro. No obstante, la significancia estadística de este efecto es mucho menor a la que se obtuvo con anterioridad; en realidad, sólo se puede aceptar con un 90% de confianza en el caso del ahorro total.

g) Finalmente, cabe destacar que la variable introducida para aislar los cambios en el ahorro que siguieron a las medidas adoptadas al comienzo de la bonanza cafetera de la segunda mitad de los setenta mostró unos coeficientes claramente significativos, con magnitudes que sugieren unas tasas de ahorro privado superiores entre 4 y 5 puntos del PNB a lo que habrían sido en otro caso.

IV. CONCLUSIONES GENERALES

Del trabajo anterior pueden extraerse conclusiones de la mayor relevancia para la comprensión de la dinámica macroeconómica de nuestro país. En el análisis de la inversión privada se confirma la primacía de los factores de demanda en la explicación de su comportamiento y se precisa su conexión con las variables del sector externo. El mecanismo keynesiano clásico del acelerador constituye la mejor descripción de la dinámica de la inversión privada en el país.

La inversión en maquinaria y equipo ha resultado relativamente elástica al ingreso, como correspondería al caso de un país con cambios estructurales como los que ha registrado la economía colombiana. Esta elasticidad no se ha manifestado, sin embargo, en una tasa creciente de inversión real en equipo en la postguerra por el encarecimiento de este tipo de bienes de capital que ha conllevado el aumento de la tasa real de cambio. El fortalecimiento de la rentabilidad del sector exportador ha

menoscabado así la efectividad del esfuerzo de ahorro del país. El control de importaciones - resultante de las crisis recurrentes del sector externo - ha sido un mecanismo adicional que ha impedido la realización de la inversión en períodos críticos de la economía colombiana. La inversión privada de la postguerra ha sido así la respuesta al crecimiento de la economía en medio de las limitaciones impuestas por la dinámica y el manejo del sector externo.

La inversión privada en construcción ha presentado en cambio otras características y determinantes. Su elasticidad de largo plazo al crecimiento ha sido baja, como correspondería a un país con tasas cada vez menores de crecimiento urbano. No obstante, los niveles de construcción han resultado especialmente sensibles a los ciclos de corto plazo de la economía. Adicionalmente, mientras la construcción no parece haberse visto afectada por sus crecientes precios relativos, sí ha reflejado en alguna medida el impacto de la mayor liquidez monetaria de la economía y/o de las menores tasas de interés.

La inversión pública, por su parte, presenta una dinámica esencialmente distinta. Aunque los requerimientos de servicios del Estado han aumentado a lo largo del proceso de desarrollo, la realización de éstos ha dependido de decisiones de política y de la disponibilidad de recursos fiscales. La inversión pública del país ha registrado tres grandes ciclos (con picos en 1954-1956, 1967-1972 y 1980-1983) que han correspondido a propósitos explícitos de política fiscal y cuya realización ha sido posible gracias a la disponibilidad de crédito externo y, en menor medida,

de recursos tributarios adecuados.

Los diferentes componentes de la inversión enfrentan así diferentes condicionantes. La demanda es el principal determinante de la inversión privada, aunque el componente de maquinaria y equipo refleja conflictos asociados a los ciclos y a la política del sector externo y la construcción impulsos financieros. Los recursos de crédito externo y las decisiones de política juegan, a su vez, el papel determinante en la dinámica de la inversión pública.

Del análisis del comportamiento del ahorro se extraen conclusiones igualmente importantes para el análisis macroeconómico. La distribución del ingreso entre las diferentes clases sociales, y entre los sectores público y privado, parece de suyo más importante que aquellos factores que tradicionalmente ha enfatizado la teoría macroeconómica. Contrario a un esquema en donde el ahorro respondería en forma pasiva a los cambios en el nivel de ingreso o en las tasas de interés, se ha encontrado que para la economía colombiana los mecanismos forzosos de generación de ahorro juegan un papel fundamental. La pérdida de participación de los asalariados en el ingreso, bien sea a favor de los capitalistas urbanos y, en forma menos sistemática, de los receptores de rentas agropecuarias, ha sido un factor clave en la generación de ahorro forzoso. Los mecanismos a través de los cuales esta redistribución se ha generado han sido muy probablemente las presiones inflacionarias derivadas del sector agrícola o de la devaluación. El aumento en la tributación ha estado asociado también con mayores tasas de ahorro en Colombia.

Este mecanismo, a la par que las fluctuaciones en las decisiones de gasto corriente del gobierno, han sido igualmente claves en la generación de ahorro forzoso, ya que la flexibilidad en la propensión al ahorro del sector público - en estricto sentido una variable de política - ha permitido amortiguar las presiones sobre la demanda efectiva derivadas del sector externo, especialmente en las décadas del setenta y ochenta. Además, el control de importaciones ha sido un mecanismo de generación de ahorro forzoso particularmente importante en períodos de crisis.

Otros mecanismos clásicos de generación de ahorro han sido menos importantes en el país. La diferenciación entre ingreso permanente y corriente - derivada del carácter inestable del crecimiento - no parece relevante para la explicación de la tasa de ahorro. La evolución de la tasa de interés o de la liquidez de la economía tampoco parecen haber ejercido mayor influencia en el comportamiento de dicha variable. Este último punto permite un juicio crítico sobre los efectos de la política de estímulo al ahorro a través de la liberación financiera impulsados en la década anterior. Más que sobre el ahorro - cuyo nivel dependía más de factores macroeconómicos y distributivos -, la liberación condujo a una revolución en las modalidades de su movilización entre los diferentes agentes económicos. La colocación de títulos de propiedad como forma predominante dio paso al predominio de operaciones de financiación de las empresas con la intermediación del sector financiero. Una mayor preferencia por liquidez en la economía y menores niveles de inversión privada acompañaron dicho proceso.

Los anteriores puntos señalan los aspectos básicos de las interconexiones entre el ahorro y la inversión en la economía colombiana. El carácter de esta interconexión es bien diferente al estipulado por las escuelas neoclásica y keynesiana tradicionales. La tasa de interés no es un mecanismo eficaz de regulación de los desequilibrios entre ahorro e inversión, pues ambos elementos son bastante inelásticos - o francamente independientes - a aquélla. Los ajustes del nivel de ingreso tampoco parecen un mecanismo de ajuste suficientemente ágil en una economía donde las propensiones al ahorro y al consumo no son estables por depender de la distribución del ingreso. En este caso, los mecanismos de ahorro forzoso - donde toman parte activa los procesos distributivos y la política económica - juegan un papel clave en el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos. Ello refuerza obviamente la necesidad de intervención del Estado en la regulación de estos procesos.

Referencias bibliográficas

- Bacha, E.L. (1984). "Growth with limited Supplies of Foreign Exchange: a Reappraisal of the Two-Gap Model", en Moisés Syrquin, Lance Taylor y Larry Westphal (eds.), Economic Structure and Performance: Essays in honor of Hollis Chenery, Orlando, Academic Press.
- Bilsborrow, R.E. (1968). The determinants of fixed investment by manufacturing corporations in Colombia, Tesis Doctoral, Universidad de Michigan.
- Bourguignon, F. y J. Leibovich (1984). "Offre et demande dans le processus de développement: un modèle agrégé de déséquilibre appliqué a la Colombie", Annales de L'Insee, No. 55/56.
- Carrizosa, M. et. al. (1982). Análisis económico del sistema de valor constante, Documento CEDE No. 71.
- Crockett, J. y I. Friend (1980). "Consumption and Savings in Economic Development", en Robert Ferber (ed.), Consumption and Income Distribution in Latin America, Washington, ECIEL-OEA.
- Chica, R. (1983). "Desarrollo industrial colombiano, 1958-1980", Desarrollo y sociedad, No. 12, septiembre.
- Chica, R. (1984). La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana; 1970-1978, Informe de Investigación, CEDE, junio.
- Departamento Nacional de Planeación (1982). Las finanzas intergubernamentales en Colombia, Informe de la Misión, Bogotá.
- Departamento Nacional de Planeación (1983). "El sector industrial en el Plan Nacional de Desarrollo", Mimeo, marzo.
- Díaz-Alejandro, C. (1975). Ensayos sobre la historia económica argentina, Buenos Aires, Amorrortu editores.
- Díaz-Alejandro, C. (1976). Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia, Washington, National Bureau of Economic Research.
- Evans, M.K. (1969). Macroeconomic Activity, an Econometric Approach, Nueva York, Harper & Row.
- FEDESARROLLO (1978). Economía cafetera colombiana, Bogotá, Fondo Cultural Cafetero.

Gersovitz, M. (1982). "The estimation of the two gap model", Journal of International Economics, Vol. 12, No. 1/2, febrero.

Giraldo, G. y M.T. Prada (1978). "Evolución de la inversión en la industria manufacturera, 1958-1975", Revista de Planeación y Desarrollo, septiembre-diciembre.

Gómez Otálora, H. (1980). "La inflación, un mal necesario?", en Mauricio Cabrera (ed.), Inflación y política económica, Bogotá, Asociación Bancaria.

Jaramillo, J.C. (1979). "Colombia: Sector externo 1977", Revista del Banco de la República, marzo/abril.

Jaramillo, J.C. (1982). "La liberación del mercado financiero", Ensayos sobre Política Económica, No. 1, marzo.

Jaramillo, J.C. y A. Montenegro (1982). "Cuenta especial de cambios: descripción y análisis de su evolución reciente", Ensayos sobre Política Económica, No. 2, septiembre.

Junguito, R. y Y. Castro (1978). La financiación de la industria manufacturera, Informe de Investigación, FEDESARROLLO.

Junguito, R. (1981). "Finanzas del Fondo Nacional del Café, la Federación Nacional de Cafeteros y los Comités Departamentales", Misión de Finanzas Intergubernamentales, Memorando No. 008.

Landau, L. (1971). "Savings Functions for Latin America", en Hollis B. Chenery (ed.), Studies in Development Planning, Cambridge, Harvard University Press.

Lara Resende, A.P. de (1979). Inflation, growth and oligopolist pricing in a semi-industrialized economy: the case of Brazil, Tesis Doctoral, MIT, mayo.

Leibovich, J. (1984). "Un modelo bisectorial de desequilibrio aplicado a Colombia", Coyuntura Económica, diciembre.

Londoño, J.L. (1985). Agricultura e industria en el corto plazo: Un modelo IS-LM de análisis macroeconómico aplicado a Colombia, Informe de Investigación, FEDESARROLLO.

Londoño, J.L. y G. Perry (1985). "Relaciones de Colombia con el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional", documento preparado para el SELA, mayo.

Luch, C., A.A. Powell y R.A. Williamson (1977). Patterns in Household Demand and Savings, Oxford, Oxford University Press.

Maizels, A. (1968). Exports and Economic Growth of Developing Countries, Cambridge, Cambridge University Press.

Martínez, M.M. de, et. al. (1982). El sistema colombiano de ahorro y vivienda, Bogotá, Banco Central Hipotecario.

Musalen, A. R. (1971). Dinero, inflación y balanza de pagos: la experiencia de Colombia en la postguerra, Bogotá, Banco de la

República.

Ocampo, J.A. y E. Revéiz (1979). "Bonanza cafetera y economía concertada", Desarrollo y Sociedad, No. 2, julio.

Ocampo, J.A. (1982). "Política económica bajo condiciones cambiantes del sector externo", Ensayos sobre Política Económica, No. 2, septiembre.

Ocampo, J. A. y G. Perry (1983). "La reforma fiscal, 1982-1983", Coyuntura Económica, marzo.

Ocampo, J.A. (1984). "El sector externo y la política macroeconómica", en Ocampo(ed.), La política económica en la encrucijada, Bogotá, Banco de la República - CEDE.

Ocampo, J.A., C. Caballero y L. Villar (1984). Perspectivas y políticas de regulación de la oferta de café, Informe de Investigación, FEDESARROLLO.

Ocampo, J.A. (1985). "El impacto macroeconómico del control de importaciones", Coyuntura Económica, septiembre.

Ortega, F.J. (1979). "Política monetaria y sector financiero", en Carlos Caballero (ed.), El sector financiero en los años ochenta, Bogotá: Asociación Bancaria.

Ortega, F.J. (1982). "Evolución reciente del sector financiero", Ensayos sobre Política Económica, No. 1, marzo.

Ospina Sardi, J. (1976). "Determinantes de la inversión industrial en Colombia", Coyuntura Económica, diciembre.

Perry, G. y M. Martínez (1971). "Ahorro público y capitalización social", El mercado de capitales en Colombia, Bogotá, Banco de la República.

Perry, G., R. Junguito y N. de Junguito (1981). "Política económica y endeudamiento externo en Colombia, 1970-1980", Desarrollo y Sociedad, No. 6, julio.

Pieschacón, C. (1973). "La política económica y el mercado bursátil", El mercado de capitales en Colombia, Bogotá, Banco de la República.

Reyes, A. et. al. (1978). "Un modelo de corto plazo para la economía colombiana", Revista de Planeación y Desarrollo, mayo-agosto.

Reyes, A. (1985). "Políticas económicas, niveles de actividad y empleo: un modelo estructural para Colombia", Coyuntura Económica, abril.

Rodado, C. y A. Villodres (1969). "Un modelo macroeconómico para Colombia", Revista de Planeación y Desarrollo, julio.

Rubio, M. (1983). "Estimación de una función de inversión para la industria colombiana", Mimeo, CCRP, Area Socioeconómica, agosto.

Sandoval, D. (1984). "Algunos resultados y conclusiones sobre política económica y financiación de la industria manufacturera colombiana, 1945-1983", Documento presentado a la V Reunión Latinoamericana de la Sociedad Econométrica, Bogotá, julio.

Sarmiento, E. (1982). Inflación, producción y comercio internacional, Bogotá, Procultura-Fedesarrollo.

Sarmiento, E. (1984). Crecimiento y control de una economía en desequilibrio, Bogotá, CEREC-Contraloría General de la República.

Superintendencia de Sociedades (1982). La sociedad anónima: evolución financiera en la década del setenta, Bogotá.

Superintendencia de Sociedades (1984). "La carga laboral en la industria manufacturera, 1980 a 1983", Temas Económicos, No. 5.

Tenjo, F. (1983). "Acumulación y sector financiero de Colombia (1970-1979): Una interpretación", Cuadernos de Economía, No. 5, primer semestre.

AHORRO-INVERSION Y RELACIONES FINANCIERAS EN LA ACTUAL CRISIS ECONOMICA CHILENA

José Pablo Arellano¹
Manuel Marfán

En estas notas se analiza el comportamiento del ahorro y la inversión en Chile en el período de crisis económica 1981-85. Para dar cuenta de ello, se examina el comportamiento del ahorro e inversión según agentes (externo, público y empresas y familias). El análisis que aquí se realiza enfatiza la situación de los flujos de ingresos y gastos de cada agente.

En la segunda sección se examina la situación que afecta a los stocks y patrimonio de empresas y personas, lo cual a su vez tiene consecuencias sobre el ahorro y la inversión. El análisis se centra en las deudas y crisis financiera.

En condiciones normales, los cambios en los stocks de activos dicen relación con lo que sucede con los flujos de ahorro e inversión. En este período de crisis financiera los cambios de stocks son prácticamente independientes de lo que ocurre con los flujos. Hay grandes transferencias patrimoniales entre sectores que se originan en los esfuerzos por corregir los desequilibrios de stocks observados con la crisis y no en variaciones

patrimoniales producto del proceso de ahorro-inversión. De allí que las dos secciones del trabajo tengan poca relación. Ese es el reflejo de la realidad observada.

1. FLUJOS DE AHORRO E INVERSIÓN

El comportamiento del ahorro e inversión en este período está determinado principalmente por shocks externos, por las políticas macroeconómicas seguidas y por el fuerte impacto recesivo a que éstos han dado lugar. Las políticas específicas de ahorro han sido relativamente menos influyentes. Ellas se analizan brevemente en la última parte de esta sección.

1. Comportamiento del ahorro y la inversión

La economía chilena ha sufrido enormes fluctuaciones durante el período analizado. En 1981, varios de los indicadores macroeconómicos presentaron niveles y variaciones insostenibles en el mediano plazo. Desde 1982 en adelante, el comportamiento macroeconómico es fuertemente recesivo. Para efectos de análisis, se han incluido además los años 1979 y 1980, los que reflejan características relativamente "normales" dentro de una década altamente inestable como fue la de los 70. En particular, 1980 es considerado como el año de referencia.

* Los autores son investigadores de CIEPLAN, Santiago de Chile.

El cuadro 1 muestra el comportamiento del ahorro y la inversión como proporción del PGB en los últimos años.² De allí se destaca la fuerte caída de la inversión en capital fijo después de 1981. Esto ocurre después de una década (1970-79) de muy baja inversión, con graves consecuencias para el crecimiento futuro del país, y que además explica en parte importante la escasa capacidad que ha mostrado la economía chilena para atenuar el ajuste recesivo.

Nótese que la reducción de la inversión total y, por lo tanto, del ahorro total es mucho más marcada debido al comportamiento de la variación de existencias. Sin embargo, la mala calidad de las estimaciones de los inventarios obliga a examinarlas con mucha precaución.³

² Este trabajo utiliza las series de Cuentas Nacionales publicadas por el Banco Central de Chile. Han surgido dudas acerca de la calidad de estas cifras, las que se recogen en Meller, Livacic y Arrau (1984) y Meller y Arrau (1985). La principal diferencia - para efectos de la inversión - es una discrepancia metodológica en la estimación de la evolución en el nivel de actividad de la construcción. La no disponibilidad de series revisadas del PGB por tipo de gasto impide un análisis comparativo de ambas series a partir de 1981.

³ Es dudoso que los precios de los inventarios hayan tenido un comportamiento como el que se deduce de las Cuentas Nacionales. Por eso mismo hay diferencias marcadas en la estimación del comportamiento de los inventarios a precios de cada año y a precios constantes, como se aprecia en la información que destacamos a continuación (los deflatores surgen de dividir las series oficiales a precios corrientes por las series oficiales a precios constantes):

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
1985						
Deflactor implícito de la variación de existencias (% variación anual)	-32,7	24,8	-18,2	94,6	-12,8	16,9
31,1						

CUADRO 1

FORMACION DE CAPITAL
(miles de mill de \$ 1977 y porcentajes del PGB)

	1960-69	1970-79	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Inversión Bruta en Capital Fijo	46.4 20.2%	46.0 15.9%	52.6 15.6%	64.1 17.6%	74.8 19.5%	49.4 15.0%	42.1 12.9%	45.9 13.2%	52.7 14.8%
Variación de Existencias	-3.3 -1.4%	6.2 2.4%	13.6 4.0%	22.7 6.2%	31.1 8.1%	-12.7 -3.9%	-11.8 -3.6%	7.3 2.1%	-3.0 -0.8%
Formación Bruta de Capital = Ahorro Bruto Total	43.1 18.8%	52.3 18.3%	66.2 19.6%	86.8 23.9%	105.9 27.6%	36.7 11.1%	30.3 9.3%	53.1 15.3%	49.7 13.9%
Ahorro Geográfico Bruto	21.7 9.2%	29.1 10.0%	48.4 14.4%	62.4 17.2%	56.5 14.7%	37.4 11.4%	43.8 13.4%	60.9 17.5%	72.3 20.3%
Transferencias de bienes y servicios al exterior	-21.4 -9.1%	-23.2 -7.7%	-17.7 -5.3%	-24.4 -6.7%	-49.4 -12.9%	0.7 0.2%	13.5 4.1%	7.7 2.2%	22.6 6.3%
Producto Geográfico Bruto	230.8 100.0%	292.6 100.0%	337.2 100.0%	363.4 100.0%	383.6 100.0%	329.5 100.0%	327.2 100.0%	347.9 100.0%	356.4 100.0%

Fuentes: Banco Central, Cuentas Nacionales de Chile 1960-1983.
Banco Central, Indicadores Económicos y sociales
Boletines Mensuales del Banco Central N 698 y 699.

Nota: Los promedios de 1960-1969 y 1970-1979 no son estrictamente comparables con los años 1979 en adelante por problemas de compatibilización de las series antiguas y las nuevas de las Cuentas Nacionales.

Es claro al analizar las cifras del Cuadro 1 que la drástica caída en la inversión y el ahorro total a partir de 1982 coincide con un fuerte cambio en las transferencias netas de bienes y servicios con el exterior. De hecho se aprecia que la economía chilena no sólo deja de recibir una transferencia neta de bienes y servicios, sino que comienza a transferir al exterior. Dicho cambio, entre 1981 y 1983, representa casi un 17 por ciento del PGB. Esta es, entre las múltiples formas de medición, la que muestra el mayor impacto externo.

Antes de describir la forma en que la economía chilena ha reaccionado a este shock, es interesante examinar las posibles respuestas a un impacto externo de estas características y sus efectos sobre el ahorro y la inversión, desde la estricta perspectiva de los flujos de bienes y servicios involucrados. En la Tabla 1 describimos algunas identidades contables, en términos de bienes y servicios valorados según los precios de algún año base. Estos se han desagregado en bienes comerciados internacionalmente (BC) y no comerciabilizables (BNC). Las producciones respectivas son X_C y X_N . La demanda de BC (BNC) está

Deflactor implícito del PGB (% de varia- ción anual)	46,3	29,2	12,2	13,3	26,6	14,3	32,8	
Variación de exis- tencias como % del PGB a precios co- rrientes	2,4	4,3	4,1	-3,4	-2,2	1,3	-0,5	
Variación de exis- tencias como % del PGB a precios de 1977	4,0	6,2	8,1	-3,9	-3,6	2,1	-0,8	

dada por los insumos intermedios que demanda la producción de BNC (BC), y la demanda final doméstica de bienes de consumo e inversión $C + I$.⁴ La diferencia entre lo que el país produce y lo que el país utiliza de BC corresponde a la balanza comercial (B). Para los BNC, el equilibrio ex-post es autárquico por definición. Por otro lado, la diferencia entre la producción y los insumos es, por definición, el PGB (Y). Otras identidades interesantes son:

$$PGB = Y = C + I + B$$

$$\text{Ahorro geográfico bruto} = Y - C = I + B$$

$$\text{Ahorro bruto total} = Y - C - B = I$$

⁴ Para facilitar el análisis se han asumido coeficientes fijos de insumos (a_m y a_c), aún cuando este supuesto no altera las conclusiones. El consumo (C) se refiere a la suma del consumo privado y del gobierno.

Tabla 1: FLUJOS DE BIENES Y SERVICIOS

	Valor agregado	Demanda final doméstica	Diferencia
Bienes comerciáveis	$X_C - a_N X_N$	$C_C + I_C$	B
Bienes no comerciáveis	$X_N - a_C X_C$	$C_N + I_N$	O
Total:	Y	C + I	B

La Tabla 2 resume las posibilidades de ajuste en términos de bienes y servicios ante la necesidad de elevar el saldo de la balanza comercial. En forma simplificada, estas posibilidades son las siguientes:

i) Aumenta la producción de bienes comerciáveis internacionalmente (exportables y competitivos con importaciones), aprovechando la capacidad instalada. En este caso, no disminuye la inversión sino que se eleva el ahorro doméstico sobre la base de mayor producción, la cual es transferida al exterior (caso 1 en Tabla 2).

ii) Se reorienta el gasto en bienes comerciáveis hacia bienes no comerciáveis cuya producción aumenta usando capacidad instalada. En este caso también aumenta el ahorro en base a mayor

TABLA 2
POSIBILIDADES DE AJUSTE DE CORTO PLAZO ANTE UN SHOCK EXTERNO

	PGB	Consumo Total	Inversión	Ahorro Geográfico	Balanza Comercial
Situación inicial	Y	C	I	A	B
1) X aumenta en x C	$Y + x (1-a)$ N C	C	I	$A + x (1-a)$ N C	$B + x (1-a)$ N C
2) I aumenta en x, e N I disminuye en x. C	$Y + x (1-a)$ N	C	I	$A + x (1-a)$ N	$B + x (1-a)$ N
3) C aumenta en x, y C N C disminuye en x.	$Y + x (1-a)$ N	C	I	$A + x (1-a)$ N	$B + x (1-a)$ N
4) C disminuye en x C	Y	$C - x$	I	$A + x$	$B + x$
5) I disminuye en x C	Y	C	$I - x$	A	$B + x$
6) I disminuye en x N	$Y - x (1-a)$ N	C	$I - x$	$A - x (1-a)$ N	$B + x a$ N
7) C disminuye en x N	$Y - x (1-a)$ N	$C - x$	I	$A + x a$ N	$B + x a$ N

producción, el cual se transfiere al exterior. La reorientación del gasto podría afectar a bienes de consumo o de inversión (casos 2 y 3 en Tabla 2).

iii) Se reduce el gasto en consumo de bienes comerciables. En este caso aumenta el ahorro a costa del consumo, permaneciendo constante la inversión (caso 4 en Tabla 2).

iv) Se reduce el gasto en importaciones de bienes de inversión. En este caso el ahorro interno se mantiene, reduciéndose la inversión (caso 5 en Tabla 2).

v) Se reduce la inversión en bienes no comerciables o aumenta el ahorro gracias a un menor consumo de tales bienes (casos 6 y 7 en Tabla 2).

Las alternativas (i) a (iv) concentran el ajuste en los bienes comerciables y así se evita que caiga el nivel de actividad, aunque no necesariamente el consumo. Cuando se producen las tres primeras alternativas se evita que caiga la inversión y el nivel de actividad.

Si las alternativas anteriores no son suficientes para enfrentar la caída de fondos externos - ya sea por restricciones objetivas o por las políticas macroeconómicas seguidas - se producirá una reducción aún mayor de las importaciones con la consiguiente caída de producción. Un menor nivel de actividad induce, a su vez, un menor ahorro del gobierno y del sector privado. Si estas disminuciones son más que compensadas por

aumentos autónomos del ahorro (vía recorte de gastos corrientes del gobierno y/o del sector privado) podría mantenerse la inversión constante. En caso contrario, ésta se reduce.

En el caso chileno el ajuste realizado combina las tres últimas alternativas. Se redujo el gasto en consumo de bienes comerciables y en importaciones de bienes de inversión (véase el Cuadro 2 para esta última variable). Nótese que la menor inversión se explica más por el comportamiento registrado por las existencias que por una caída en las importaciones de bienes de capital. Además de lo anterior, el PGB cayó en más de un 14%, lo que indujo una considerable reducción del ahorro total, de la inversión y del consumo de bienes no comerciables.

Sin embargo, este análisis, aunque útil e ilustrativo, es puramente contable y no da cuenta de las múltiples otras interdependencias que requiere el ajuste macroeconómico. Los cambios en el nivel de actividad, en los precios relativos, en las políticas y en otros parámetros relevantes inciden en forma determinante en el comportamiento de los agentes económicos y, en particular, en el ahorro y la inversión. Estos efectos son difíciles de percibir en series que reflejan los flujos de bienes y servicios a precios constantes. Los cambios en las transferencias de bienes y servicios al exterior del cuadro 1, por ejemplo, no corresponden sólo a la evolución de la balanza comercial en dólares, aun cuando ésta constituye una parte importante de dicha transferencia. Durante el período analizado también ha habido un deterioro importante de los términos de intercambio. Así, la pérdida de poder de compra de las

exportaciones chilenas también constiye una fuente de transferencias que se manifiesta en un deterioro de la balanza comercial en dólares, pero no aparece en el balance de bienes y servicios a precios constantes. Este deterioro afecta no sólo la distribución del ingreso entre los agentes domésticos y externos, sino también la distribución al interior de los primeros. Una devaluación real, por otro lado, hace más costosa la transferencia de bienes comerciados al exterior en términos de la canasta total de bienes domésticos. Para decirlo en forma más general, las series que destacan los flujos de bienes e servicios a precios constantes esconden los fuertes efectos redistributivos que tienen lugar cuando cambian los precios relativos, los cuales también son efectos reales. Más aún, las contrapartidas financieras de los flujos de bienes y servicios son difíciles de comprender en las series a precios constantes. Por ejemplo, el esfuerzo de ahorro que requiere un mismo nivel físico de la inversión es distinto dependiendo de los precios relativos de los bienes de capital. Así, tanto la distribución del ingreso entre agentes como las contrapartidas financieras a que dan lugar los flujos de bienes y servicios son mejor entendidas a precios corrientes que a precios constantes. Surgen, sin embargo, obvias dificultades para las comparaciones intertemporales. La opción adoptada aquí para efectos de la comparabilidad en el tiempo es considerar un deflactor común para todas las series a precios corrientes. Así, además de que las series quedan expresadas en moneda de similar poder adquisitivo, no se distorsionan las relaciones, participaciones y proporciones al interior de cada año. El deflactor considerado en la mayor parte de nuestro análisis es el índice de precios al consumidor (IPC).=

Por las razones anteriores la descomposición del ahorro por agentes que se presenta en el Cuadro 2 se ha hecho midiendo los flujos a precios corrientes. Si las magnitudes globales del ahorro y la inversión tienen problemas de medición, con mayor razón ello sucede al desagregar por agentes. Con todo, el Cuadro 2 permite formarse una idea de la contribución al ahorro del sector externo, el sector público - incluida una parte del excedente de las empresas públicas⁴ - y el sector de empresas y familias.

a) Ahorro externo

El Cuadro 2 presenta tres mediciones de los flujos de recursos con el exterior que permiten formarse una idea de su comportamiento en este período de crisis.⁵ En el anexo se ofrece una comparación más general del significado de cada una de ellas.

El flujo de recursos con el exterior responde a las condiciones internacionales y a las políticas internas seguidas

⁵ Al utilizar un deflactor común se pierde la dimensión "física" de las variables, pero se captan los cambios en los precios relativos. Se optó por el IPC en lugar de otros índices - por ejemplo, el deflactor implícito del producto - ya que este es el indicador más utilizado en la indización de los instrumentos financieros reajustables - públicos y privados -, en las negociaciones salariales, en la programación del tipo de cambio, en la indización de los impuestos, de las pensiones y de los balances de empresas, en la elaboración del presupuesto del sector público y, en general, es el indicador de referencia en las decisiones del sector privado.

⁴ La definición del sector público corresponde a la del presupuesto. Por ello se omiten los ahorros de las empresas públicas que no son transferidos al gobierno central. Las cifras son de la Contraloría General de la República.

⁷ Estas cifras, a diferencia de las del cuadro 1, provienen de la Balanza de Pagos, y se convierten a moneda nacional con el tipo

CUADRO 2

AHORRO POR AGENTES
(miles de mill de \$ 1983, porcentajes del
PGB y mill de US\$ corrientes)

	1960-69	1970-79	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ahorro Externo = Déficit en cuenta corriente (cta.cte.) (US\$ mill c/a)	2.6%	2.8%	100.2 5.7%	128.7 7.1%	258.2 14.5%	149.3 9.5%	88.0 5.6%	169.2 10.7%	134.3 8.2%
			1189.0	1971.0	4733.0	2304.0	1117.0	2060.0	1307.0
Entrada neta de capitales = Déf. en cuenta corriente + variac. reservas (US\$ mill c/a)			188.5 10.8%	209.9 11.7%	261.9 14.7%	73.8 4.7%	45.4 2.9%	170.6 10.8%	124.0 7.5%
			2236.0	3215.0	4800.0	1139.0	576.0	2077.0	1208.0
Déficit en cuenta corriente no financiera = Def.cta.cte. - serv. financieros (US\$ mill c/a)			43.3 2.5%	68.0 3.8%	178.4 10.0%	24.8 1.6%	-49.7 -3.2%	3.5 0.2%	-61.0 -3.7%
			514.0	1041.0	3270.0	383.0	-631.0	42.0	-594.0
Importaciones de bienes de capital. (US\$ mill c/a)			79.7 4.6%	83.2 4.6%	78.9 4.4%	45.1 2.9%	30.9 2.0%	49.1 3.1%	65.7 4.0%
			946.0	1273.7	1447.0	696.9	391.8	597.4	640.3
Ahorro del Sector Público no financiero.			144.2 8.3%	168.4 9.4%	114.8 6.4%	-26.9 -1.7%	-23.4 -1.5%	-8.5 -0.5%	25.7 1.6%
Ahorro de las empresas y familias.			66.5 3.8%	80.6 4.5%	31.3 1.8%	55.6 3.5%	88.1 5.7%	54.5 3.5%	65.5 4.0%
Ahorro Bruto Total = Inversión Bruta Total			310.8 17.8%	377.8 21.0%	404.3 22.7%	178.0 11.3%	152.8 9.8%	215.2 13.6%	225.6 13.7%

Fuentes: Banco Central, Cuentas Nacionales de Chile 1960-1982.

Boletines Mensuales del Banco Central N 698 y 699 y Cuadros 3 y 5 de este trabajo.

Notas: Los porcentajes están calculados sobre la base de series a precios corrientes.

Las series en moneda extranjera a partir de 1979 corresponden a los valores de la Balanza de Pagos, los que se llevaron a pesos de 1983 con el tipo de cambio promedio bancario y con el IPC promedio del año.

Tipo de cambio	37.3	39.0	39.0	50.9	78.8	98.5	160.9
IPC	119.3	161.3	193.0	212.2	270.0	323.7	423.0
PGB (miles de mill de \$ de cada año)	772.2	1075.3	1273.1	1239.1	1557.7	1893.4	2576.6

por el país. A partir de 1982 se enfrenta un grave deterioro en las condiciones internacionales: aumenta el servicio de la deuda externa tanto por el crecimiento de ésta como por el de las tasas de interés; continúan deteriorándose los términos de intercambio; y se reduce el volumen de créditos ofrecido por la banca internacional. Por lo tanto, esta marcada reducción del financiamiento registrada en 1982 obliga a disminuir el fuerte déficit en cuenta corriente registrado en 1981. Sin embargo, un déficit en cuenta corriente de 14,5% del PGB como el registrado en 1981 era de por sí insostenible. Este supera en varias veces los déficits registrados históricamente en Chile, así como el 4,7% del PGB que en promedio se registró en América Latina.^a

Con todo, las cifras de déficit en cuenta corriente - al incluir el fuerte aumento en el ingreso externo - subestiman la verdadera reducción en los recursos externos disponibles. En efecto, como se observa en la segunda fila del Cuadro 2, la entrada neta de capitales se reduce en el equivalente a un 10% del PGB.^b La mayor parte del déficit en cuenta corriente - o ahorro externo - está constituida por el servicio de la deuda contraída en períodos anteriores y por lo tanto no se traduce en bienes y

de cambio bancario promedio de cada año.

^a Es interesante señalar que la enorme entrada neta de capitales que se produce en 1981 (US\$ 4.800 millones, equivalentes a 14,7% del PGB) sólo en parte se traduce en déficit en el comercio de bienes y servicios no financieros, ya que se acumulan reservas internacionales por cerca de US\$ 1.500 millones (4,6% del PGB). A su vez el déficit en bienes y servicios no financieros se traduce en parte importante en acumulación de inventarios. (Si la mitad de los inventarios acumulados en 1981 fueran bienes comercializables, éstos llegarían a 2% del PGB).

^b Parte de esta menor entrada de capitales obedece a fuga de capitales de los chilenos, la cual en 1982 alcanzó un monto cercano al 4% del PGB.

servicios para el país. Por el contrario, como se aprecia en la tercera fila del Cuadro 2 el déficit originado en el comercio de bienes y servicios no financieros es apenas de 1,6% del PGB en 1982 y se vuelve negativo a partir de 1983 indicando que Chile está transfiriendo bienes y servicios a los acreedores. Esta misma transferencia aparece aún más cuantiosa en la estimación del Cuadro 1, realizada a precios de 1977, ya que ahí se capta el deterioro en los términos de intercambio.

En síntesis, la contribución del exterior al proceso de ahorro-inversión se reduce drásticamente en estos últimos años. En términos de bienes y servicios no financieros, en 1985 el país transfirió un 3,7% de su PGB, una situación muy distinta no sólo al anormal nivel alcanzado en 1981 sino también al promedio de los años 70 en que se recibían transferencias del orden de un 2% del PGB.

El recuento anterior muestra la reaparición de la brecha de ahorro externo, que había sido muy popular en América Latina en los años 50 y 60, y en Chile hasta 1977. El ajuste interno que ha tenido lugar ha implicado una disminución importante en el nivel de actividad (PGB), y una caída aún más significativa en el Ingreso Nacional, con fuertes efectos redistributivos entre el sector público y el privado. Antes de analizar la evolución de los ingresos, examinemos el comportamiento del ahorro de estos agentes.

b) Ahorro del gobierno¹⁰

Los Cuadros 3 y 4 permiten examinar el comportamiento del ahorro del gobierno. Cabe advertir que dichos cuadros incluyen la fracción de excedentes de las empresas públicas que es de beneficio presupuestario y que, por lo tanto, no son directamente comparables con otros cuadros de este trabajo (en particular, con los Cuadros 7, 8 y 9).

En primer lugar, debe destacarse que éste es el agente que se ve más afectado con la crisis. Ello porque al efecto del ciclo sobre los ingresos tributarios¹¹ - que explica un 30% del menor ahorro público en relación a 1980 - se suman los menores ingresos por la caída del precio del cobre y efectos rezagados de las reformas en el campo previsional adoptadas antes del inicio de la

¹⁰ Los datos del sector público no financiero que se presentan en este trabajo requirieron un engorroso proceso de elaboración, recolección y homogenización de la información. La principal fuente utilizada son los datos de ejecución presupuestaria de la Contraloría General de la República (CGR), aún cuando también se recurrió a otras fuentes. El punto de partida son los cuadros de gestión financiera - movimiento monetario del sector público publicados en CGR: Informe de la gestión financiera del sector público (varios años). Las partidas contenidas allí se desagregaron aún más, utilizando otros datos sobre ejecución presupuestaria de la misma publicación, e información contenida en CGR: Estado de la gestión financiera del sector público (varios años), y CGR: Informe de la gestión presupuestaria analítico (varios años). Algunas de las series contenidas allí han sufrido cambios metodológicos importantes que tuvieron que ser homogenizados. El caso que requirió más dedicación es el de la recaudación tributaria, en donde hubo que homogenizar el tratamiento contable del sistema de pago de impuestos y el de las devoluciones. Para ello, se utilizó información proveniente de la Dirección de Presupuesto: Cálculo de ingresos generales de la nación (varios años), y de la Tesorería General de la República: Informe financiero del tesoro público (varios años).

¹¹ En rigor, entre 1979 y 1984 hubo alteraciones en la legislación tributaria que permitieron compensar parcialmente los efectos cíclicos sobre la recaudación de impuestos.

CUADRO 3
COMPONENTES DE LA EVOLUCION DEL AHORRO PUBLICO
(miles de millones de pesos de 1983)

Años	AHORRO PUBLICO		Variación c.r. a 1980 (3)	VARIACIONES EXPLICADAS POR			
	% del PGB nominal (1)	Nivel 1/ (2)		Factores de política 2/ (4)	Factores no cíclicos 3/ (5)	Factores cíclicos 4/ (6)	Factores no asignados 5/ (7)
1979	8.2	144.2	-24.3	0.8	1.1	-29.8	3.5
1980	9.4	168.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1981	6.4	114.8	-53.6	16.7	-77.2	33.2	-26.4
1982	-1.7	-26.9	-195.3	16.7	-125.1	-29.8	-57.0
1983	-1.5	-23.4	-191.8	39.2	-93.3	-80.8	-56.8
1984	-0.5	-8.5	-177.0	43.3	-121.0	-46.6	-52.6

Fuente: Cuadro 4

1/ Se utilizó el IPC para deflactar la serie nominal.

2/ Incluye el efecto de cambios en las remuneraciones del sector público y los efectos fiscales de la política cambiaria.

3/ Incluye la caída en los ingresos presupuestarios del cobre, el efecto de la reforma previsional y los cambios en los gastos previsionales.

4/ Incluye los cambios en los ingresos tributarios en moneda nacional y la parte de los ingresos previsionales atribuibles al ciclo.

5/ Residuo.

CUADRO 4

COMPONENTES DE LAS VARIACIONES DEL AMORRO DEL SECTOR PÚBLICO RESPECTO A 1980
(Miles de millones de pesos de 1983)

Años	FACTORES DE POLÍTICA		FACTORES NO CICLICOS		FACTORES CICLICOS			FACTORES NO ASIGNADOS	
	Remun. s. público 1/ (1)	Efecto pol. camb. 2/ (2)	Gastos previs 1/ (3)	Reforma previs 3/ (4)	Ingresos cobre 4/ (5)	Ingr. Tribut. en m.n. 6/ (6)	Ingresos previs 3/ (7)	Otros gastos 5/ (8)	Otros ingresos 5/ (9)
1979	-3.7	4.5	2.9	0	-1.8	-22.5	-7.3	-18.0	21.6
1980	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1981	11.3	5.3	-16.6	-22.9	-37.7	28.5	4.7	-62.2	35.9
1982	11.9	4.8	-37.6	-46.5	-41.1	-24.9	-4.9	-68.4	11.4
1983	33.5	5.7	-22.0	-39.1	-32.1	-63.4	-17.5	-43.8	-13.0
1984	37.9	5.4	-27.4	-51.2	-42.4	-39.7	-6.9	-44.7	-7.9

1/ Según datos de ejecución presupuestaria de la Contraloría General de la República, deflactados por el IPC.

2/ Las cifras de ingresos corrientes y gastos corrientes del sector público - ambos en moneda extranjera - fueron llevados a pesos de 1983 según dos procedimientos alternativos. El primero llevó a dólares constantes de 1983 según el IPE de Ffrench-Davis (1984), y posteriormente a pesos según el tipo de cambio promedio de 1983. El segundo llevó a pesos de cada año según el tipo de cambio promedio respectivo, y después a pesos de 1983 según el IPC. La diferencia entre ambas series da lugar a esta columna.

3/ Se estimó la serie de ingresos previsionales que habría existido sin reforma, suponiendo que la cifra de 1980 se habría movido según la masa de remuneraciones del país. Esta a su vez se estimó según datos de Cuentas Nacionales del Banco Central, estadísticas de ocupación de Jadresic (1985) y el índice de sueldos e salarios del INE. Dicha serie dio origen a la columna (7). La columna (4) se obtiene por diferencia con los ingresos previsionales efectivos, corregidos por recaudación del impuesto transitorio DL 3581, según lo explicado en Arellano (1985).

4/ Considera sólo los ingresos presupuestarios del cobre, según datos de la Tesorería General de la República. Dicha serie se llevó a dólares de 1983 según el IPE de Ffrench-Davis (1984), y a pesos de 1983 según el tipo de cambio de ese año.

5/ Residuo.

6/ Corregido por devoluciones de impuestos, según datos de la Tesorería General de la República. Informe Financiero del Tesoro Público, varios años.

crisis.

Las pérdidas de ingresos tributarios asociadas a la caída de la actividad económica fueron anualmente durante 1982-84 superiores al 3% del PGB de 1980 y representaron más de un 10% de los gastos corrientes y un 60% de la inversión pública en ese año.

La caída de precios del cobre, debido a la propiedad estatal de las empresas más grandes, impacta principalmente al ahorro del gobierno. Los menores ingresos por este concepto dan cuenta en promedio en 1982-84 del 20% de la reducción en el ahorro público con respecto a 1980.

En el campo previsional se produce un fuerte déficit producto de la reforma de pensiones decretadas a fines de 1980 y del alto ritmo de crecimiento en el número de pensiones. Ambos efectos tienen un impacto similar en su magnitud al de la pérdida de ingresos por efecto del ciclo. La reforma previsional genera un desahorro mayor a la caída del precio del cobre.

Por último, hay efectos compensatorios a través de la reducción de las remuneraciones reales de los funcionarios públicos y de los mayores ingresos públicos originados por la devaluación. En 1983-84 los menores gastos en personal prácticamente compensan la caída de ingresos fiscales del cobre.

c) Ahorro de personas y empresas

Las cifras sobre ahorro de personas y empresas se calculan como residuo y por lo tanto recogen una serie de errores de estimación. De allí que los antecedentes del Cuadro 5 sean muy tentativos. Con todo, hay algunos efectos que son claros.

En primer lugar, las cifras muestran un comportamiento del ahorro de personas y empresas bastante estable atendiendo al fuerte ciclo (véase Cuadro 2). Sin embargo, buena parte de ello obedece a la importante transferencia de ahorros públicos que recibe el sector privado a partir de 1982 por la reforma previsional. Descontando este efecto, el ahorro de empresas y personas se reduce en promedio en 1982-84 en casi 70% comparado con 1980. (Cuadro 5, columna 8). Otro aspecto importante a considerar, como se verá más adelante, es lo que ha estado ocurriendo con el ahorro de las empresas públicas, el que está incluido en su mayor parte aquí. La falta de información para todo el período impidió aislar este efecto.

Como es esperable, el ahorro se reduce en mayor medida que el ingreso disponible o el flujo total de recursos disponibles (ingreso más flujo de capitales externos).

2. El ingreso disponible por agentes

Otra forma de examinar el impacto de la crisis es observando la evolución del ingreso disponible de los principales

CUADRO 5
COMPONENTES DEL AHORRO BRUTO DE LAS EMPRESAS Y LAS FAMILIAS a/
(Miles de millones de pesos de 1983)

Años	Ahorro Bruto			Variaciones Explicadas Por					Consumo como % de	
	% del PGB nominal	Nivel	Variación c.r. a 1980	Imposic. previsión privada b/	Consumo personas c/	Endeud. Externo d/	Restricción presupuesto	Sub-total (5),(6) y (7)	Presupuesto privado e/	Ingreso disponible f/
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1979	(3.8)	66.5	-14.2	0.0	37.2	21.5	-72.9	-14.2	83.2	95.2
1980	(4.5)	88.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	81.7	94.4
1981	(1.8)	31.3	-49.3	14.8	-53.2	-51.9	41.0	-64.1	82.1	98.0
1982	(3.5)	55.6	-25.1	30.0	86.5	136.2	-277.7	-55.1	90.4	95.8
1983	(5.7)	88.1	7.5	36.7	131.6	164.6	-325.4	-29.2	89.8	93.3
1984	(3.5)	54.5	-26.1	48.0	120.7	39.3	-234.2	-74.2	84.3	96.3

a/ Obtenido como residuo entre el ahorro total y el de los sectores externo y público no financiero (series nominales deflactadas por IPC). Incluye variaciones de stocks de toda la economía.

b/ Para los años 1982 y 1983, según cifras de la Superintendencia de AFP.

Para 1981, se supuso una variación porcentual equivalente a las del costo fiscal de la reforma con respecto a 1982. Para 1984 se siguió un procedimiento análogo con respecto a 1983.

c/ Cifras nominales de cuentas nacionales deflactadas por IPC.

d/ Estimado como el ahorro externo neto de variación de reservas.

e/ Equivale al ingreso privado disponible más el endeudamiento externo. Se interpreta como el presupuesto disponible para consumo.

f/ Estimado como ahorro bruto más consumo.

agentes económicos. El comportamiento del ingreso a su vez es un determinante fundamental de lo que ocurre con el ahorro.

El Cuadro 6 presenta las estimaciones del ingreso disponible del sector externo, sector público no financiero y sector de empresas y familias.¹² Allí se aprecia claramente el fuerte aumento del ingreso disponible del sector externo. Este tiene como contrapartida disminuciones en el ingreso disponible de los agentes domésticos.

El cuadro revela que la caída en la participación de los ingresos domésticos se concentra en el sector público. El sector privado, aún cuando es afectado por el ciclo recesivo, mantiene su participación en el ingreso total. Esto, sin embargo, obedece a las reformas adoptadas por el gobierno en el campo previsional y tributario, que en forma independiente al shock externo, han significado una transferencia de recursos desde el sector público al privado. Por este motivo el sector privado ha visto disminuir su ingreso disponible prácticamente en la misma medida que el PGB, concentrándose una disminución drástica en el sector público.

¹² El ingreso externo se define como los servicios de factores menos las transferencias unilaterales. El ingreso disponible de cada uno de los agentes domésticos se define como el ingreso corriente neto de transferencias e intereses.

CUADRO 6

INGRESO DISPONIBLE POR AGENTES
(Miles de millones de pesos de 1977 y porcentajes)

Año	Sector Externo 1/		Sector Público no financiero 2/		Empresas y Familias 3/		Total	
	Nivel	(%)	Nivel	(%)	Nivel	(%)	Nivel	(%)
1979	9.6	2.9	76.1	22.6	251.5	74.6	337.2	100.0
1980	12.0	3.3	79.0	21.7	272.4	75.0	363.4	100.0
1981	17.4	4.5	74.9	19.5	291.3	75.9	383.6	100.0
1982	26.0	7.9	44.8	13.6	258.8	78.5	329.5	100.0
1983	28.2	8.6	41.3	12.6	257.7	78.8	327.2	100.0
1984	35.1	10.1	48.2	13.9	264.6	76.0	347.9	100.0
1985	41.3	11.6	55.9	15.7	259.2	72.7	356.4	100.0

Metodología:

Ingreso disponible externo: estimado como los servicios de factores (financieros y no financieros) menos las transferencias unilaterales (privadas y oficiales), según datos de la CEPAL. Dicha serie se llevó a pesos de cada año según el tipo de cambio bancario promedio.

Ingreso sector público: estimado como el ahorro del gobierno a precios corrientes (Cuadro 3 inflactado por el IPC) más el consumo del gobierno según Cuentas Nacionales a precios corrientes.

Ingresos empresas y familias: estimado como el ahorro de este sector (Cuadro 5 inflactado por el IPC) más el consumo privado según Cuentas Nacionales a precios corrientes.

La suma de estos tres ingresos se ajustó al PGB nominal (la mayor discrepancia fue en 1985, con un 0.8% del PGB). Finalmente, las tres series fueron deflactadas por el deflactor implícito del PGB, estimado como el cociente entre el PGB a precios corrientes y el PGB a precios constantes de las Cuentas Nacionales oficiales.

1/ Definido como los pagos netos de factores al exterior, netos de transferencias unilaterales (privadas y oficiales).

2/ Definido como ingresos corrientes netos de transferencias e intereses.

3/ Incluye la parte del ahorro de las empresas públicas que no es de beneficio fiscal. Corresponde al ahorro de las empresas y familias más el consumo privado.

3. La intermediación de los fondos de ahorro

Los Cuadros 7, 8 y 9 presentan el destino de los fondos de ahorro y la fuente de fondos de inversión para cada sector. Estos cuadros ha sido posible construirlos sólo para 1983, 1984 y 1985.

Se distinguen 6 sectores. Sector externo, empresas públicas, sector público excluidas las empresas públicas¹³, Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), sector privado no financiero y sistema financiero, que incluye en forma consolidada al Banco Central e instituciones financieras comerciales.

A pesar de lo simplificado de estos cuadros, ellos ofrecen algunos antecedentes sobre la estructura del proceso de financiamiento de la inversión en Chile durante estos años. En primer lugar, destacamos algunas características comunes al período 1983-85.

Los principales ahorrantes son el sector externo, las AFP y las empresas públicas. Por otro lado, el sector público no financiero y el sector privado registran un desahorro en este período, aún cuando, junto a las empresas públicas, son los principales inversionistas. El sector externo canaliza sus recursos principalmente al sistema financiero, en particular al

¹³ Por lo tanto, la definición del sector público difiere de las de los cuadros anteriores. En particular, si se suma el ahorro del sector público y el ahorro de las empresas públicas transferido al gobierno, se obtiene el nivel de ahorro de los Cuadros 3 y 4. Si al ahorro de las empresas públicas no transferido al gobierno se le suma el ahorro de las AFP y del sector privado no financiero, se obtiene el nivel del Cuadro 5.

CUADRO 7

AHORRO E INVERSION POR AGENTES 1983 (mil mill \$)
Destino del Ahorro

		Sector público no-financiero	Sector externo	AFP	Empresas públicas	Sist. Financiero (Bco. Central y comerciales)	Resto a/ (Sector priv. no-financiero)	Total Ahorro
F U E N T E D E F O N D O S I N V E R S I O N	Sector Público	-45.1	0	0	0	0	0	-45.1
	Sector Externo	0	10.4	0	-0.8	112.4	-34.0	88.0
	AFP	18.3	0	0	0	0.7	25.5	44.5
	Emp. públic.	21.8	0	0	42.4	6.7	0	70.9
	Sist. Financ. (Bco. Central y comerciales)	38.3	0	0	0	-119.8	81.5	0
	Resto a/ (Sector privado no-financiero)	0	0	0	0	0	-5.5	-5.5
Total Inversión Geográfica- Bruta		33.3	10.4	0	41.6	0	67.5	152.8

a/ Incluye variación de existencias de toda la economía.

Metodología: Estimado sobre la base de información de ejecución presupuestaria de la Contraloría General de la República y el Ministerio de Hacienda; información de Cuentas Nacionales, deuda externa y balanza de pagos del Banco Central; información de balances de flujos de las empresas públicas según FMI y otras fuentes y datos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (Boletín Estadístico Mensual). Los casilleros vacíos suponen operaciones netas no significativas. Los Cuadros 8 y 9 fueron llevados a precios de 1983 según el IPC.

CUADRO 8

AHORRO E INVERSION POR AGENTES 1984 (mil mill \$ 1983)
Destino del Ahorro

		Sector público no-financiero	Sector externo	AFP	Empresas públicas	Sist. Financiero (Bco. Central y comerciales)	Resto a/ (Sector priv. no-financiero)	Total Ahorro
F	Sector	-31.2	0	0	0	0	0	-31.2
U	Público							
E								
N	Sector	14.1	5.5	0	24.9	113.9	10.8	169.2
T	Externo							
E								
D	AFP	9.3	0	0	0	27.0	16.0	52.3
E	Emp. públic.	22.7	0	0	28.8	13.9	0	65.4
F	Sist. Financ.	24.7	0	0	0	-154.8	130.1	0
O	(Bco. Central							
N	y comerciales)							
D								
O	Resto a/							
S	(Sector privado	0	0	0	0	0	-40.5	-40.5
I	no-financiero)							
N								
V	Total	39.6	5.5	0	53.7	0	116.4	215.2
E	Inversión							
R	Geográfica-							
S	Bruta							
I								
O								
N								

a/ Incluye variación de existencias de toda la economía.

Metodología: Ver nota Cuadro 7.

CUADRO 9

AHORRO E INVERSION POR AGENTES 1985 (mil mill \$)
Destino del Ahorro

		Sector público no-financiero	Sector externo	AFP	Empresas públicas	Sist. Financiero (Bco. Central y comerciales)	Resto a/ (Sector priv. no-financiero)	Total Ahorro
F	Sector	-6.7	0	0	0	0	0	-6.7
U	Público							
E								
N	Sector	48.7	11.5	0	32.6	20.7	20.7	134.2
T	Externo							
E								
	AFP	12.6	0	0	0	46.7	19.6	78.9
D								
E	Emp. públic.	32.4	0	0	28.7	44.1	0	105.2
F	Sist. Financ.	-36.6	0	0	0	-111.5	148.1	0
O	(Bco. Central							
N	y comerciales)							
D								
O	Resto a/							
S	(Sector privado	0	0	0	0	0	-86.1	-86.1
	no-financiero)							
I								
N	Total							
V	Inversión	50.4	11.5	0	61.3	0	102.3	225.5
E	Geográfica-							
R	Bruta							
S								
I								
O								
N								

a/ Incluye variación de existencias de toda la economía.

Metodología: Ver nota Cuadro 7.

Banco Central, como se verá en la próxima sección.¹⁴ Este último los traspasa al sector privado no financiero y en menor medida al sector público. Una pequeña fracción de los fondos externos constituye inversión directa.

Por su parte, los recursos de los fondos de pensiones (AFP) se canalizan directamente al sector privado - a través de letras de crédito hipotecario - o indirectamente a través del sistema financiero - adquiriendo documentos del Banco Central y constituyendo depósitos bancarios. El resto es transferido al fisco por medio de la compra de documentos de la Tesorería.

Por último, una parte de los excedentes de las empresas públicas se reinvierte en las propias empresas y el resto es traspasado al fisco y al sistema financiero.

Por su parte, tanto el sector fiscal como el sector privado absorben recursos de las fuentes anteriores tanto para compensar su desahorro como para financiar su inversión.

La estructura anterior presenta algunos cambios entre 1983 y 1985 que vale la pena destacar. En primer lugar la inversión se recupera con un aumento cercano al 50% tanto en la inversión fiscal, la de empresas públicas como del sector privado. A pesar de esto, en el agregado no se alcanza el nivel de inversión previo

¹⁴ Se utiliza la definición tradicional de ahorro externo (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos). Si se estima la contribución del sector externo al financiamiento de la inversión (definición iv en el anexo) este aparecería "desahorrando", a la vez que aumentaría el ahorro público y

a la recesión. Por otro lado, una buena parte de esta mayor inversión se explica por el comportamiento de los inventarios (véase el Cuadro 2). La mayor inversión es financiada con un aumento del ahorro, al cual contribuye el sector público no financiero - que disminuye su desahorro. Esto se obtiene por medio de mayores ingresos públicos y de una disminución en los gastos corrientes del gobierno. También se elevaron el ahorro externo - gracias a una mayor valoración de éste a consecuencia de la devaluación del peso -, los excedentes de las empresas públicas y las redaudaciones de los fondos de pensiones.

Contrariamente, el sector privado no financiero reduce su ahorro en este período. Este aumento en el desahorro privado ha llevado a este sector a demandar más recursos del sector financiero y del exterior.

Contrasta lo ocurrido con el ahorro del sector privado - fundamentalmente empresas - si se le compara con las empresas públicas cuyos excedentes crecen. Además, los fondos disponibles para las empresas públicas se elevan como producto de la captación de mayores créditos externos. Esto se traduce principalmente en la canalización de mayores recursos al sistema financiero, los que en definitiva van a financiar a las empresas privadas deficitarias.

Destaca en este análisis del financiamiento de la inversión, la importancia que revisten por su contribución al ahorro interno, tanto los excedentes de las empresas públicas como

privado.

las recaudaciones de los fondos de pensiones. Se trata de dos fuentes de fondos muy influenciadas por políticas gubernamentales.

4. Incentivos tributarios al ahorro

Las políticas de ahorro adoptadas durante estos años son de dos tipos.¹⁵ Por una parte, las políticas que han intentado afectar el ahorro público han sido las de limitar los gastos corrientes, mantener los controles sobre la evasión de impuestos y el aumento de los excedentes de las empresas públicas a través de una activa política tarifaria. Por otra parte, las políticas dirigidas al ahorro privado han sido la reforma previsional, políticas salariales restrictivas, y la aprobación, a comienzos de 1984, de una reforma tributaria. En estos párrafos, esta última se analiza brevemente.¹⁶ En lo principal, la reforma rebaja los impuestos a los ingresos personales y de las empresas, disminuye la progresividad del sistema tributario e introduce algunos elementos de un impuesto al consumo al desgravar las utilidades retenidas en las empresas y el ahorro personal en instrumentos financieros de largo plazo (acciones de sociedades anónimas abiertas, depósitos bancarios a mediano plazo, letras hipotecarias y otros). En la forma diseñada, las rebajas serán graduales, para completarse en el año tributario 1987.¹⁷ Una vez terminado el

¹⁵ Véase, Ministerio de Hacienda: Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública, 1985.

¹⁶ Para más detalles, véase, Marfán (1984).

¹⁷ A comienzos de 1986 se postergó una parte de las últimas rebajas a los impuestos personales, la que se completará en 1988.

período de transición, los impuestos a la renta caerán en alrededor de un 40%, con lo que los ingresos tributarios del gobierno se reducirán en alrededor de un 2% del PGB. Dicha rebaja será más o menos igual para las personas y para las empresas, aún cuando al interior de éstas se verán más beneficiadas las personas de altos ingresos y las sociedades limitadas por sobre las corporaciones.

El estímulo al ahorro provendría básicamente de un aumento en la rentabilidad de éste. Una contrapartida importante, por otro lado, es la caída en el ahorro público que generará la rebaja en los ingresos tributarios.¹⁰ Se requiere, en consecuencia, que el aumento en el ahorro privado sea mayor que la rebaja de impuestos para que crezca el ahorro interno.

Se sigue confiando, por lo tanto, en el mismo tipo de incentivos que perseguía la liberalización financiera, a pesar de la fuerte evidencia recogida desde entonces acerca de la debilidad en la relación entre rentabilidad y ahorro privado. Con el agravante que esta reforma ha sido aprobada e implementada en una coyuntura difícil en la cual la disminución de ingresos tributarios ha sido una causa importante de la caída en el ahorro interno.

De las rebajas contempladas, sólo las que incentivan la retención de utilidades serían capaces de estimular el ahorro de las empresas, a pesar de la contrapartida que esto puede tener en

¹⁰ Suponiendo que no se altera el gasto público corriente. Si

el ahorro de las personas. Los estímulos al ahorro personal en determinados instrumentos financieros, por otro lado, también podrían tener algunos efectos positivos si dicho ahorro se canalizara a la creación de nuevos activos productivos. Las principales disposiciones que introducen aspectos de un impuesto al consumo, sin embargo, se están utilizando masivamente en el proceso de reprivatización de empresas ("capitalismo popular") analizado en otra sección, el cual constituye sólo una operación en activos ya existentes, y que conlleva una pérdida fiscal importante.

En realidad, las principales disposiciones de la reforma tributaria, al aumentar la rentabilidad, han redundado en un beneficio para los poseedores de activos ya existentes, en vez de estimular la creación de nuevos activos. Un fenómeno análogo al generado por la liberalización financiera ha sido el aumento en el precio de los valores al conocerse la reforma.

La reforma tributaria no resuelve el conflicto entre recaudación y ahorro e inversión privada. De hecho, las rebajas contempladas contienen filtraciones que no se traducen en un mayor ahorro, además de las dificultades de fiscalización que introducen. Al incentivar la posesión por sobre la creación de activos y al incentivar el ahorro más que la inversión se ha incurrido en un alto costo fiscal sin una contrapartida equivalente en el ahorro privado, además de los efectos regresivos que contiene.

éste cayera, aumentaría el ahorro, con o sin reforma tributaria.

Finalmente, dadas las presiones que condicionan el tamaño del déficit del sector público, la contrapartida considerada en las cuentas presupuestarias es una intensificación de la "disciplina fiscal", con el consiguiente agravamiento del ciclo recesivo.

II. APOYO A LOS DEUDORES Y REDEFINICION DE LA PROPIEDAD

A las dificultades de flujos ya descritas se agregan problemas de stocks. En efecto, el sobreendeudamiento acumulado en años previos hace crisis en este período, quedando en evidencia las graves dificultades financieras de los deudores, de los intermediarios financieros y la indefinición de la propiedad.

Desde 1981, en que se producen las primeras intervenciones de bancos, la crisis de las deudas se prolonga hasta la fecha. No interesa aquí analizar las causas del excesivo endeudamiento. Basta señalar que la crisis obedece al mal funcionamiento del mercado financiero como resultado de la liberalización emprendida en 1974-75. Esta reforma y las políticas macroeconómicas han sido responsables de altísimas tasas de interés y del manejo abusivo de la mayoría de los bancos.¹⁹

En el Cuadro 10 se presenta las colocaciones totales del sistema financiero y las tasas de interés real en operaciones de

¹⁹ Un análisis del proceso que lleva a la crisis financiera en

CUADRO 10
MAGNITUD DEL ENDEUDAMIENTO

Colocaciones Sistema Financiero a/			Tasas de interés reales (operaciones 30 a 90 días)		Precio real de acciones (Dic. 1969=100)
Miles mill. \$ c/año	Miles mill. \$ dic. 1982	% del PGB	Captación	Colocación	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970		8.5			52.5 a/
1974		5.0			92.9
1976		8.9	0.1	51.4	163.1
1979	293	37.9	4.4	16.6	549.0
1980	560	52.2	5.0	12.2	1012.4
1981	736	57.8	28.7	38.8	804.6
1982	1056	85.2	22.4	35.1	609.0
1983	1023	77.2	3.9	15.9	389.8
1984	1654	81.2	2.4	11.4	397.6
1985	2329	88.0 b/	4.1	11.1	389.7

Fuente: (1) a (3) en base a información de la Superintendencia de Bancos. En 1982 y 1983 se incluye la "cartera vendida" al Banco Central. Antes de 1979 se excluyen las colocaciones por cuenta del Banco Central en moneda nacional así como las hipotecarias y las contingentes.

Notas: a/ Saldos a fin de año.
b/ Enero de 1986.

corto plazo que han sido más difundidas. Las cifras sugieren que el endeudamiento "excesivo" alcanzaría a montos entre 20 y 40% de las deudas. También se presenta el índice de precios de las acciones, el cual muestra el inflamiento y posterior caída en el precio de éstas.

Naturalmente que las dificultades de los deudores se traducen en problemas para los intermediarios. El Cuadro 11 presenta antecedentes de su situación a fines de 1983 después que, a raíz de las intervenciones, los balances reflejaron más fielmente la realidad.

En los principales bancos privados - manejados por dos grandes grupos económicos - se estimó que en esa época la cartera no recuperable era 20,4% (Banco de Chile) y 26,4% (Banco de Santiago). El capital comprometido llegaba a 404% y 380% respectivamente.²⁰ En 20 entidades no intervenidas pero que recurrieron a apoyo del Banco Central, la cartera no recuperable se estimó en 13% y el compromiso de capital en 156%.²¹

Nótese que no puede atribuirse la quiebra de los intermediarios a la situación macroeconómica y a variables fuera de su manejo. Prueba de ello es la situación normal del Banco del Estado y de la mayoría de los bancos extranjeros, los cuales habían seguido un manejo financiero no especulativo.

Chile puede verse en Arellano (1983).

²⁰ Durante 1984 aumentó el riesgo de la cartera llegando el capital comprometido a fines de año a 633% (Banco de Chile) y 513% (Banco de Santiago).

²¹ Estimaciones de la Superintendencia de Bancos, Información

CUADRO 11.

ANTECEDENTES DE LOS BANCOS A DICIEMBRE DE 1983

	Cartera vencida y vendida	Préstamos del Banco Central	Colocaciones relacionadas como % del Total	Colocaciones como % del total del sist. financ.
	Capit. y Reservas	Capit. y Reservas		
	(1)	(2)	(3)	(4)
I. BANCOS INTERVENIDOS				
Banco de Chile	2.9	4.0	17.9	22.0
Banco Internacional	1.5	3.5	22.8 a/	1.2
Banco Concepción	3.1	3.6	12.2 a/	4.6
Banco Santiago	4.2	3.4	49.3	10.7
Banco Colocadora Nacional de Valores	3.1	3.5	27.2	2.0
II. BANCOS PRIVADOS NAC.				
Banco O'Higgins	1.0	0.5	8.7	3.1
Banco Osorno y La Unión	1.9	0.5	3.7	2.1
Banco Sud-Americano	1.5	0.5	16.3	5.5
Banco de Crédito e Inversiones	2.2	0.8	9.3	5.5
Banco del Trabajo	1.8	1.6	1.7	3.3
Banco del Pacífico	1.0	0.4	14.2	0.6
Banco Nacional	0.9	0.4	24.0	2.1
Banco Ind. y de Comercio Exterior	0.4	0.5	3.8	1.4
Banco de A. Edwards	2.0	0.6	11.9	3.2
Banco Morgan Finansa	0.8	0.5	7.5	1.5
Banco Hipotecario y de Fomento Nacional	2.5	1.2	21.4	3.6
Banco del Desarrollo	1.3	1.8	2.4	0.4
III. BANCO DEL ESTADO	0.2	0.8	-	16.8
IV. BANCOS EXTRANJEROS	0.6	0.2	-	9.0

Fuente: En base a Información financiera, diciembre 1983 y febrero 1984.
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

(a) Información a diciembre de 1982, ya que con posterioridad el traspaso de acciones del banco en poder de las empresas relacionadas, disminuye esta proporción a menos del 3%.

Interesa analizar aquí la forma en que se ha abordado esta situación y las consecuencias que se derivan de ella.

En un principio (1981-82) se intentó aplicar con los deudores la "solución de mercado", vale decir, que éstos vendieran sus activos y con eso resolvieran su situación. Con los bancos, en cambio, los costos en términos de confianza pública que representaba la "solución de mercado" llevaron desde un comienzo al apoyo financiero desde el Banco Central y a la intervención directa en varios casos.

Sin embargo, con los deudores tampoco prosperó la solución de mercado. Dada la generalización de los problemas de deudas excesivas, los deudores percibieron que se hacía necesaria una solución general y se resistieron a deshacerse de activos. Por otra parte, el sistema judicial era incapaz de procesar y dirimir los numerosos conflictos que se planteaban entre deudores y acreedores. Por último, como las dificultades para servir las deudas eran generalizadas se creó un clima propicio para la presión de los deudores por una "solución política".

Financiera, julio 1985 "El programa de venta de cartera".

1. Alternativas para distribuir las pérdidas

Las soluciones posibles son varias y pueden caracterizarse según la forma en que se distribuyen las pérdidas. Cuando se sigue la solución de mercado las pérdidas deberían asumirlas en primer lugar los deudores (accionistas, dueños de empresas), luego los bancos (sus accionistas) y por último los depositantes y tenedores de activos financieros. Esto no necesariamente es así en la "solución política" en la cual, por ejemplo, los deudores y accionistas de bancos podrían evitar todas o una parte de las pérdidas.

Pueden distinguirse las siguientes alternativas:

i) Tasas de interés nominales fijadas por debajo de la inflación. Esta alternativa de "licuación" de deudas requiere de una aceleración inflacionaria rápida ya que la existencia de activos financieros alternativos (indexados y en moneda extranjera) limita su efectividad. Las pérdidas que ocasiona la "licuación" son sufridas por los tenedores de activos financieros. Esta alternativa no se ha seguido en el caso chileno.

Una fórmula similar a ésta consiste en alterar el índice que rige a los instrumentos indexados. Esto puede aplicarse tanto a los instrumentos reajustables según un índice de precios internos, como a los denominados en moneda extranjera. En Chile esto se ha usado para favorecer a los deudores, pero hasta la fecha sin ocasionar pérdidas a los tenedores de activos financieros.

ii) Aumento del spread bancario y discriminación entre deudores según su solvencia. En este caso los bancos financian sus pérdidas encareciendo el costo del crédito para los deudores solventes.

Esto ha ocurrido en algún grado en Chile, pero se ha visto limitado por dos factores. En primer lugar, la magnitud de las pérdidas hace imposible absorberlas exclusivamente por esta vía. Se ha estimado que incluso teniendo un período de 10 años para distribuir las pérdidas, el spread mínimo debería ser en el caso de los bancos intervenidos de 11,7% anual.²² En segundo lugar, hay bancos sanos que no tienen necesidad de elevar el spread y que por lo tanto desplazarían del mercado a los que están en dificultades.

iii) Acreedores externos: En el caso chileno, a fines de 1982, la mitad de las colocaciones del sistema financiero tenían como contraparte créditos externos que habían sido intermediados por el sistema bancario (US\$ 7.270 millones, lo que representaba el 42% de la deuda externa del país). Parte de las pérdidas pudieron ser absorbidas por los acreedores externos. Ello prácticamente no ha ocurrido. Ni siquiera sucedió en el caso de los bancos nacionales que han sido liquidados y, por el contrario, han obtenido garantía estatal a cambio de renovar los créditos.²³

²² Aninat y Méndez, Informe de Coyuntura Económica Nacional, noviembre 1985.

²³ En los casos de liquidación de bancos, los acreedores externos recibieron un trato incluso más favorable que los depositantes nacionales. Los primeros recibieron 100% de sus

Los acreedores externos han hecho algunas pérdidas en casos de préstamos directos a empresas chilenas, así como al liquidar los pagarés de la deuda por debajo de su valor par.

iv) Reforma monetaria. En este caso se modifica por ley el valor de activos y pasivos financieros. Las pérdidas recaen sobre los tenedores de activos financieros cuyo valor disminuye a raíz de la reforma. Estas reformas se han puesto en práctica a raíz de hiperinflaciones y/o guerras.

En Chile esta alternativa sólo se utilizó marginalmente en el caso de los depositantes en bancos que fueron liquidados en 1983, los cuales pudieron retirar sólo una fracción de sus depósitos.

v) Financiamiento del Banco Central-Tesorería. En este caso el sector público desde el fisco o del Banco Central hace aportes a los deudores ya sea con subsidios y/o créditos.

Esta última ha sido la principal estrategia seguida en Chile a través de diversos mecanismos que se describen a continuación. Como veremos, esto ha requerido un masivo aporte de recursos y fuertes compromisos asumidos por el Banco Central. Por su parte, el sector público debe obtener los recursos de alguna parte. Este problema, sin embargo, hasta la fecha ha sido en gran medida postergado ya que el Banco Central a su vez se ha endeudado para apoyar a los deudores y bancos. Esto envuelve un proceso de

fondos, los segundos poco más del 70%.

socialización de pérdidas y deudas, postergándose la definición de quienes terminarán asumiéndolas. Sin embargo, al socializarlas se redujo la responsabilidad de los deudores originales.

2. Los mecanismos de ayuda a deudores y bancos

Durante estos años se ha observado una gran "creatividad" en cuanto a las fórmulas establecidas por el sector público para apoyar a los agentes económicos afectados por la crisis financiera. A continuación se enumeran las principales fórmulas.²⁴

a) Aportes al sistema financiero:

A los bancos en crisis se ha dirigido la mayor parte de los recursos. Para ello se dispusieron:

- préstamos de emergencia del Banco Central;
- flexibilización de las normas legales que los rigen (ejemplos: disminución de las provisiones exigidas o postergación del plazo para realizarlas, postergación de exigencias para vender activos recibidos en pago, aumento de los límites de endeudamiento como proporción del capital);²⁵
- posibilidad de diferir pérdidas en el tiempo;
- reemplazo de cartera vencida y riesgosa por documentos del Banco Central, (que rinde 7% real) según programa de "venta de

²⁴ Un análisis más detallado del tema puede verse en Arellano (1984).

²⁵ Ver Superintendencia de Bancos (1983) para antecedentes

cartera";²⁶

- Swaps en moneda extranjera: el Banco Central compra con pacto de retrocompra moneda extranjera que los Bancos no pueden colocar y por las cuales les otorga condiciones muy favorables (aproximadamente LIBOR + 4%);

- garantía estatal sobre créditos contratados en el exterior;

- capitalización a través de terceros de los bancos intervenidos: préstamos subsidiados y franquicias tributarias para que otros inversionistas privados adquirieran acciones y capitalicen los bancos intervenidos. Este programa puesto en práctica durante 1985 es conocido como "capitalismo popular";²⁷

- ayuda a los deudores de los bancos según se describe más abajo;

- garantía estatal a los depósitos en el sistema bancario.

b) Ayuda a los deudores:

- Dólar preferencial para el servicio de deudas en moneda extranjera. Este empezó situándose 10% por debajo del dólar para operaciones comerciales en agosto de 1982 para terminar 35% por debajo en junio de 1985 cuando se decretó su eliminación gradual en 18 meses.²⁸ El banco Central ha reconocido haber incurrido en

adicionales.

²⁶ Ver Superintendencia de Bancos (1985).

²⁷ En realidad este mecanismo es más una fórmula para reprivatizar las instituciones intervenidas que para capitalizarlas. Los beneficios tributarios y los dividendos ya pagados hacen rentable la compra de acciones del capitalismo popular aún cuando éstas no rindan más beneficios. La contrapartida es una pérdida para el Estado.

²⁸ Los exportadores y empresas públicas perdieron el derecho a

pérdidas superiores a US\$ 2.900 millones por este subsidio.²⁹ A esto se agregó en septiembre de 1984 la posibilidad de desdolarizar deudas en moneda extranjera con pérdidas para el Banco Central de US\$ 232 millones. De esta forma el subsidio a los deudores en moneda extranjera supera los US\$ 3.100 millones.

Dada la enorme cantidad de recursos transferidos a estos deudores, es oportuno comparar el costo del crédito que ellos han debido soportar con el que han enfrentado los deudores en moneda nacional. Al observar el Cuadro 12 llama la atención que si se toma un período de seis o más años, el costo del crédito en moneda nacional resulta mayor que el del crédito en moneda extranjera. Ello es así incluso si se considera el dólar bancario, esto es, no subsidiado. Vale decir, los deudores en moneda extranjera no necesitaban mayores ayudas y subsidios que las requeridas por quienes habían contratado créditos en moneda nacional. Aunque ciertamente los deudores en moneda extranjera requerían diferir en el tiempo el efecto de la devaluación. Obsérvese lo ocurrido con el costo del crédito en moneda extranjera en 1982 y 1984-85.

A la luz de estos antecedentes no parece clara la justificación de otorgar un subsidio mucho mayor a los deudores en moneda extranjera.

 usar este subsidio en febrero de 1984 y parte del subsidio se entregó en Pagarés del Banco Central que se transan en el mercado secundario bajo la par.

²⁹ Subsidios dólar preferencial: (US\$ millones):

1982	906
1983	638
1984	395
1985	932

CUADRO 12

**COSTO REAL DEL CREDITO POR MONEDAS 1976-85 a/
(deflactado por IPC)**

	Moneda nacional		Moneda extranjera	
	Corto plazo no reajutable (1)	Todas las operaciones (2)	Dólar bancario (3)	Dólar preferencial (4)
1976	51.4		-21.6	
1977	39.4		-0.8	
1978	35.1		2.7	
1979	16.6	17.9	0.2	
1980	12.2	13.2	-9.8	
1981	38.8	39.7	10.5	
1982	35.1	38.0	81.9	44.5
1983	15.9	16.7	11.5	16.5
1984	11.4	13.1	33.7	12.7
1985	11.1		27.0 b/	31.2
1976-82 Promedio	32.1		5.5	2.0
1979-82 Promedio	25.2	26.7	16.1	9.6
1979-85 Promedio	19.7		19.3	13.9
1980-85 Promedio	20.2		22.8	16.4

Fuente: (1) Banco Central, Boletín Mensual.

(2) Ignacio Valenzuela, "Costo real del crédito en 1984" en Banco Central de Chile, Serie Estudios Económicos No. 24, mayo 1985.

(3) Cálculos en base a costo del crédito en dólares y variación del tipo de cambio, algunos datos provienen de Valenzuela op. cit.

a/ Excluidas reprogramaciones de deudas.

b/ Estimación preliminar.

- Reprogramaciones generales de deuda. En 1983 y en 1984 se decretaron reprogramaciones generales para "deudores productivos" e "hipotecarios" del sistema financiero. De acuerdo a las disposiciones de 1984, los deudores productivos obtienen una reprogramación de sus deudas a 10 años de plazo a tasas de interés reales entre 5 y 6%, con períodos de gracia para intereses y capital.

Los deudores hipotecarios ven reducido el monto de los dividendos mensuales en 40% durante dos años y algo menos en los siguientes, para lo cual reciben un crédito adicional a tasas entre 4% y 6% real pagaderas después del resto de la deuda.

El Banco Central proporciona los recursos para esta reprogramación asumiendo riesgos y la diferencia entre la tasa de interés a la cual se reprograma y los costos de captación de fondos.

A principios de 1985 se había reprogramado en esta forma el 25% del total de las colocaciones bancarias (un 62% de las deudas reprogramables de acuerdo a los requisitos establecidos). Con ello se favoreció a alrededor de 86 mil deudores.

- Créditos subsidiados para la venta de stock de viviendas existentes en 1983. Debido al excesivo stock de viviendas nuevas y en general de alto costo existentes en esa fecha, la situación financiera de las empresas constructoras era crítica, afectando al mismo tiempo la situación de los bancos acreedores. Para la venta

de tales viviendas se ofrecieron créditos cuyas condiciones (20 años y 8% real de interés) eran bastante mejores a las alternativas de mercado existentes en ese momento.

- Cambio en la unidad de reajuste de las deudas hipotecarias de UF a UR para deudores de Cajas de Previsión, Sistema de Ahorro y Préstamos y SERVIU. Con este cambio disminuye la periodicidad de los reajustes y se sustituye el IPC por el índice de remuneraciones para registrar las deudas.

- Condonación de multas e intereses y reprogramación de deudas con servicios públicos, cajas de previsión, AFP e impuestos atrasados.

- Renegociaciones especiales para transportistas y taxistas.

- Renegociaciones para clubes de fútbol. En ésta se recalculan las deudas según un interés histórico de 7% anual real y se condona la diferencia con el saldo vigente. A pesar de su escasa significación dentro del total de deudas es interesante la fórmula usada por el criterio implícito: "Las tasas de interés excesivas originaron el sobreendeudamiento".

- Arreglos especiales para grandes grupos económicos: en general, se les redujo sus pasivos y se les ha dado la posibilidad de seguir manejando una parte de sus activos, dejando la mayor parte de las pérdidas en las instituciones bancarias que están actualmente en proceso de reprivatización, o fueron liquidadas. La

información disponible es muy incompleta para evaluar en detalle su significación.

De la variedad de fórmulas usadas para aliviar a los deudores es conveniente distinguir entre aquellas que subsidian y las que prorrogan los plazos para servir las deudas. Mientras las últimas ofrecen alguna posibilidad de recuperar los fondos, los subsidios consolidan la propiedad de los deudores transfiriéndoles recursos públicos.

3. Los recursos transferidos por el sector público

Es interesante apreciar la forma en que estos programas han afectado la situación del Banco Central y la fuente de los fondos usados para ayudar a los deudores.

El Cuadro 13 reproduce el Balance del Banco Central a fines de 1981 y de 1985 y permite apreciar con claridad las transformaciones ocurridas.

i) El crédito interno a instituciones bancarias comerciales y otras instituciones privadas se expande en el equivalente a 50% del PGB de 1985. Mientras dicho crédito representaba un 50% de la emisión a fines de 1981, en 1985 alcanza a casi 15 veces el monto de la emisión. Este es el crédito ofrecido para apoyar a deudores y bancos. Una parte de estos fondos será recuperada y el resto aumentará las pérdidas.

ii) A los créditos anteriores se suman los subsidios y

CUADRO 13
BALANCE DEL BANCO CENTRAL
(miles de millones de pesos)

	Diciembre 1981	Diciembre 1985
Activos sobre el exterior	184.7	700.6
Créditos internos	158.3	2117.3
Fisco y empresas estatales	64.9	268.1
Banco del Estado	26.3	222.1
Bancos Comerciales	11.8	1336.0
Otras instituciones	55.3	261.0
Otras cuentas del activo	6.6	1487.3
Compra dólares con retroventa	-	353.3
Cartera instituciones financieras	-	163.4
Pagarés Tesorería	-	860.6
Activos Banco Continental	-	41.3
Otros Activos	-	68.7
Pasivos con el exterior	61.9	1224.8
Pasivos internos	148.9	2127.3
Emisión	83.7	110.8
Depósitos y obligación con el Fisco	17.1	79.6
Otros depósitos Fisco y Banco del Estado	-	218.0
Otros pasivos internos	17.6	618.7
Documentos emitidos por el Banco Central	30.2	1100.3
Otras cuentas del pasivo	4.7	750.8
Compra dólares con retroventa	-	382.4
Cartera instituciones financieras	-	163.4
Pasivos del Banco Continental	-	41.9
Provisiones	1.9	119.4
Otros	2.8	43.7
Capital, Reservas y Excedente del Ejercicio	133.8	202.2
Memorandum:		
Tipo de cambio \$/US\$	39.0	180.2
IPC	1.0	2.3

Fuente: En base a Memorias anuales del Banco Central.

pérdidas ya asumidas por el Banco Central. Las principales pérdidas son aquellas relacionadas con los deudores en moneda extranjera que, como se vió, alcanzan a más de US\$ 3.100 millones. Estas y otras pérdidas, originadas en la liquidación de bancos, reprogramaciones, etc., han sido traspasadas por el Banco Central a la Tesorería. Por este concepto, el Banco Central ha recibido pagarés de Tesorería equivalentes a US\$ 4.700 millones.

Por lo tanto en total, entre pérdidas ya reconocidas y créditos, el Banco Central a fines de 1985 había transferido recursos y/o asumido compromisos por cerca de \$ 2,5 billones. Esto representa un total acumulado desde 1981, equivalente al 80% del PGB de 1985.

iii) La enorme expansión del crédito interno a bancos comerciales y sector privado y los subsidios se han financiado con endeudamiento externo del Banco Central y con emisión de deuda interna. El endeudamiento externo y la pérdida de reservas internacionales ha alcanzado en términos netos a US\$ 5.900 millones, lo cual ha financiado el 50% del mayor crédito interno mencionado.

Nótese que el Banco Central tenía activos internacionales netos por más de US\$ 3.000 millones y actualmente (fines de 1985) es un deudor neto por US\$ 2.900 millones.²⁰ En las negociaciones de deuda externa el Banco Central - o el sector público en general

²⁰ El tipo de cambio que se usa para convertir a dólares difiere en las distintas cifras que se entregan en esta sección y por lo tanto tales cifras no son estrictamente comparables.

- ha sido el único agente con posibilidades de endeudarse. Como no tenía necesidades propias de divisas, ha transferido todos esos recursos a los deudores en moneda extranjera a través de los mecanismos descritos. El problema para el Banco Central surgirá en el futuro cuando tenga que servir la deuda en montos superiores a los créditos nuevos que logre obtener.

El resto del financiamiento ha provenido de deuda interna la cual está mayoritariamente en poder de la banca y en menor grado en poder de los fondos de pensiones (AFP).

iv) Aumento de activos con compromisos de venta (moneda extranjera) o de compra (cartera mala de bancos). Son dos formas de apoyo a los bancos ya comentadas.

v) La significación del Banco Central en la intermediación financiera ha aumentado marcadamente. En 1981 cada peso de créditos del total del sistema financiero tenía como contrapartida \$ 0,2 de activos internos del Banco Central. A fines de 1985 esa relación era de \$ 0,9 en activos internos del Banco Central.

vi) Los costos totales envueltos en estos programas son prácticamente imposibles de determinar. Además, están aún en parte indeterminados. La expansión del crédito interno concedido a bancos comerciales y otras instituciones privadas representa los compromisos adquiridos por el Banco Central, y no se conoce su recuperabilidad. En todo caso, como se vió, ya se han contabilizado pérdidas por US\$ 4.700 millones.

Estos compromisos asumidos por el sector público comprometerán en forma significativa las políticas fiscal y monetaria en el futuro. La forma en que a través de tales políticas se paguen las pérdidas definirá su distribución. El Banco Central tendrá que servir las deudas externa e interna y como no genera recursos propios deberá obtenerlos del resto de la economía. Vale decir, para servir estas deudas tendrá que restringir los recursos financieros netos proporcionados a los sectores público y privado. De esta manera, se puede producir cierto "crowding-out" de inversión por el financiamiento de estas deudas. Por su parte, la política fiscal estará limitada por el servicio de la deuda asumida por la Tesorería y por el menor crédito neto del Banco Central.

4. Algunas consecuencias de la crisis financiera y la forma de manejarla

La descripción anterior es insuficiente para reflejar los conflictos y graves dificultades que acarrea el sobreendeudamiento y quiebra de los intermediarios financieros. Los costos de enfrentar el problema son enormes. Cualquier camino de solución que se siga tiene efectos sobre la eficiencia y equidad de gran significación.

Respecto de la eficiencia, en primer lugar se observa que continúa el predominio de lo financiero. En efecto, a raíz de la cantidad de disposiciones legales y de las pérdidas y ganancias de capital que de ellas se derivan, durante estos años ha sido más

relevante, para determinar el resultado económico de muchas empresas e inversionistas, su manejo financiero que su manejo operacional. Esto mismo sucedía - aunque con mecanismos distintos - durante el período previo, de liberalización y boom financiero.

Este sobreénfasis en lo financiero, que es racional desde un punto de vista privado, es ineficiente desde un punto de vista social. El énfasis y energía de empresarios e inversionistas no se ha dedicado a la inversión real y a aumentar la eficiencia productiva sino a la reprogramación de sus pasivos. Se trata de un juego de suma cero, por transferir las pérdidas ya realizadas y/o postergar su reconocimiento.

Por otra parte, el sobreendeudamiento y la indefinición de la propiedad acarrea efectos reales sobre los flujos de producción y ahorro-inversión. Mientras existe indefinición de la propiedad no hay incentivos a ahorrar e invertir e incluso puede afectarse negativamente la producción. Esto ocurrió por ejemplo en el sector agrícola en 1982-83. La producción se ve afectada a raíz de las quiebras y conflictos legales que paralizan las actividades. También se ve limitada por la falta de capital de trabajo. El financiamiento para los deudores está restringido por su mala situación financiera y falta de garantías; al mismo tiempo el crédito interno disponible se orienta principalmente a reprogramar las deudas antiguas. Todo ello conspira contra la reactivación.

Los incentivos no sólo favorecen el énfasis en lo financiero sino también a menudo se vuelven perversos. En efecto, los empresarios que saben que han perdido la propiedad de una

empresa pero mantienen su control, tienen incentivos para administrarla sin preocuparse por maximizar el valor de esa firma sino de usarla para mejorar el patrimonio de quienes la controlan. Esto produce el deterioro de muchas empresas y acarrea pérdidas sociales importantes.

Situaciones como las anteriores sugieren la importancia de dar una solución lo más rápida posible al sobreendeudamiento. Más aún, este es un problema acumulativo. Al principio su solución estaría en reducir la tasa de interés para prevenir el sobreendeudamiento. Si ello no se hace a tiempo no bastará con reducir la tasa de interés sino además habrá que extender el plazo de pago de la deuda. Si esto tampoco ocurre en el momento oportuno, no bastará ni la rebaja de tasas ni extender los plazos, además habrá que rebajar parte de la deuda. Todo este efecto acumulativo además se agrava con la recesión y el estancamiento.

Sin embargo hay diversos motivos que llevan a postergar la intervención del gobierno. Uno de ellos proviene de la naturaleza del mercado financiero. La intermediación financiera funciona sobre dos bases: la confianza de los depositantes y tenedores de activos financieros y el cumplimiento de los contratos por parte de los deudores. Si estas bases se destruyen o debilitan, lo mismo se sigue para el mercado financiero. En Chile la desconfianza se ha combatido con el seguro estatal de depósitos y con la garantía estatal de préstamos externos. Los depositantes han respondido y el sistema ha recuperado los fondos perdidos. No ha ocurrido lo mismo con los préstamos externos.

Sin embargo ha habido un deterioro grave en el respeto por los contratos. Esto se ha originado en la gran cantidad de modificaciones que ellos han tenido, la mayoría de las veces en respuesta a presiones. No pagar deudas se ha convertido en algo socialmente aceptado e incluso bien considerado en un clima como el de estos años. Esto tiene efectos duraderos de importancia.

Surge en estas circunstancias un conflicto para el gobierno entre intervenir y actuar rápido por una parte y hacer cumplir los contratos por otra. Al intervenir asume su rol estabilizador, al imponer los contratos busca preservar las reglas que rigen el comercio y el intercambio. Elegir la combinación adecuada en que deben asumirse ambos roles no es fácil. Menos aún cuando no se tiene un diagnóstico adecuado de la magnitud de los desequilibrios.

Un resultado de la intervención estatal en estas circunstancias es su marcado aumento de poder. Esto es sumamente grave en casos de un régimen autoritario ya que el gobierno gana enormes atribuciones sobre la suerte económica de empresas y personas. (En Chile esto ha incluido hasta los medios de comunicación).

Finalmente vale la pena reiterar las consecuencias futuras de la estrategia seguida en Chile para enfrentar la crisis financiera. En el futuro irán apareciendo los costos del apoyo a los deudores que en el presente han sido postergados con endeudamiento externo e interno del Banco Central. El Banco Central tendrá que comprar moneda extranjera para servir la deuda

en que ha incurrido. La distribución de las pérdidas permanece aún parcialmente indefinida.

APENDICE:

AHORRO EXTERNO Y SHOCK EXTERNO

Para el análisis del shock externo y del ajuste que éste ha forzado en la economía chilena, se han usado distintos conceptos que conviene definir y comparar.

1) Definición tradicional del ahorro externo: Corresponde al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.³¹ El concepto registra el hecho de que si en las transacciones corrientes con el exterior el país tiene un déficit, es porque se está recibiendo un ahorro del exterior. La contrapartida contable del ahorro externo es la inversión externa (directa y financiera) y/o una disminución de los activos externos del país (principalmente las reservas).

Sobre la base de la identidad de cuentas nacionales - con notación estándar - se tiene que:

$$(1) \text{ PGB} \equiv C + I + G + X - M$$

y

$$(2) \text{ PNB} \equiv \text{PGB} - R \equiv C + I + G + X - M - R$$

donde R representa los servicios netos de factores menos las transferencias unilaterales. De esta manera,

³¹ Las variables externas se expresan en moneda local.

$$(3) I \equiv (PNB - C - T) + (T - G) + (M + R - X),$$

donde $M + R - X$ es el ahorro externo.

El ahorro externo puede ser explicado tanto desde la perspectiva de su generación, como de su financiamiento. El déficit en la cuenta corriente se genera por

a) La evolución física de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios no factoriales (Q_M y Q_X).

b) La evolución de los precios de los bienes y servicios importados y exportados (P_M y P_X).

c) La evolución de los Servicios de factores netos menos las transferencias unilaterales (R). Para fines analíticos, separamos esta partida en servicios de intereses de la deuda externa ($r^* DE$) y otras partidas corrientes (P).

Por otro lado, utilizando la contabilidad de la balanza de pagos, se tiene que el déficit en cuenta corriente se financia con inversión extranjera directa y deuda externa (DE) y/o con pérdida de reservas internacionales (AE). Así,

$$(4.a) \text{ Ahorro externo} \equiv M + R - X$$

$$(4.b) \text{ Ahorro externo} \equiv P_M Q_M - P_X Q_X + r^* DE + P$$

$$(4.c) \text{ Ahorro externo } \equiv \Delta DE - \Delta AE.$$

ii) Transferencia de bienes y servicios del exterior.

Corresponde a la diferencia entre la cantidad física importada y la cantidad física exportada. Para computarla, se utilizan precios de algún año base predeterminado (año 0). Así,

$$(5.a) \text{ Transf. de bs. y ss. } \equiv P_M(0) Q_M - P_X(0) Q_X$$

y, donde la perspectiva de sus contrapartidas externas,

$$(5.b) \text{ Transf. de bs. y ss. } \equiv$$

$$Q_M P_M(0) \left(1 - \frac{P_M}{P_M(0)}\right) - Q_X P_X(0) \left(1 - \frac{P_X}{P_X(0)}\right)$$

$$= r^* DE - P + \Delta DE - \Delta AE$$

Así, la contrapartida de la transferencia de bienes y servicios en términos físicos está dada por la evolución de los términos de intercambio, los servicios de factores, el endeudamiento externo y la pérdida de reservas. Esta misma medida puede verse examinando las cuentas nacionales a precios constantes (la barra superior denota precios constantes):

$$(5.c) \text{ Transf. de bs. y ss. } \equiv \bar{M} - \bar{X}$$

$$(5.d) \text{ Transf. de bs. y ss. } \equiv \bar{I} + \bar{C} + \bar{G} - P\bar{G}B$$

$$(5.e) \text{ Transf. de bs. y ss. } \equiv \bar{I} - \text{Ahorro geográfico.}$$

iii) Déficit en la cuenta corriente no financiera.

Corresponde a la entrada neta de capitales que no se utiliza para

financiar los servicios de intereses.

$$(6.a) \text{ Déf. cta. cte. no financ.} \equiv M + P - X$$

$$(6.b) \text{ Déf. cta. cte. no financ.} \equiv \Delta DE - r^* DE - \Delta AE.$$

Si P es pequeño, o cambia poco, entonces la diferencia entre este concepto y el anterior está dada principalmente por la evolución de los términos de intercambio.

iv) Entrada neta de capitales extranjeros. Corresponde al déficit en cuenta corriente que no es financiado con movimiento de reservas. Este concepto es útil para medir la liquidez obtenida del exterior.

$$(7.a) \text{ Entrada neta de cap. extranjero} \equiv M + R - X + \Delta AE$$

$$(7.b) \text{ Entrada neta de cap. extranjero} \equiv \Delta DE$$

En este caso, se destaca la idea que, desde la perspectiva de los agentes domésticos, interesa no sólo la acumulación de activos productivos (I), sino también la acumulación de activos externos (ΔAE).

Cada uno de los cuatro conceptos descritos mide la evolución de alguna variable relevante. Si bien sólo la primera definición es el concepto adecuado para medir el ahorro externo, es importante constatar que (a) éste financia no sólo inversión productiva, sino que también financia el ingreso externo, el que

está determinado por la evolución de los términos de intercambio, los servicios de factores y las transferencias unilaterales, y (b) la inversión productiva también puede estar financiada por una pérdida de activos externos.

La definición tradicional (i) sobreestima la real magnitud del "esfuerzo de ahorro" externo en la medida que una parte del ahorro externo se explica por aumentos en el ingreso externo. Por otra parte, la definición (iv) subestima el ahorro externo en la medida que parte de los intereses refinanciados efectivamente constituyen ingresos para los extranjeros ya que tendrán que ser pagados a futuro. En una situación de crisis externa como la actual es distinto el monto que alcanza el "esfuerzo" de ahorro externo según el concepto que se utilice. La mayoría de los países latinoamericanos muestran actualmente un fuerte ahorro externo (definición i), pero un muy pequeño esfuerzo de ahorro externo según los conceptos (ii) a (iv). Estos últimos dan una mejor indicación de la magnitud del shock externo y del ajuste inducido por éste.

Desde otro ángulo, en un contexto de restricción de liquidez como la existente con la crisis externa, caracterizada por la falta de financiamiento externo voluntario, el concepto (iv) refleja más adecuadamente la contribución del sector externo al financiamiento de la inversión. Esto es una cuestión clave cuando precisamente hay restricción financiera. Los conceptos (ii) y (iii) son menos apropiados desde este punto de vista ya que el primero es un concepto más físico que financiero, y el segundo no distingue el hecho de que el financiamiento de la inversión puede

provenir del uso de las reservas internacionales del país. Por último, la definición (i) puede dar una visión equivocada de la contribución externa al financiamiento de la inversión por las razones ya señaladas.

Como ocurre a menudo, el concepto más adecuado dependerá del propósito para el que se quiera usar.

La ubicación dentro de la estructura de la balanza de pagos de los diferentes conceptos utilizados se puede apreciar en la Tabla 3.

Tabla 3: ESTRUCTURA DE LA BALANZA DE PAGOS

Notación en el texto	Variable	Saldo acumulado
a) $P_M(0) Q_M - P_X(0) Q_X$	(menos) transf. de bs. y snf. al exterior	Déficit comercial a precios constantes
b) $P_X(0) Q_X (1 - P_X/P_X(0)) - P_M(0) Q_M (1 - P_M/P_M(0))$	Efecto precios (inflación más térm. de interc.)	Déficit balanza comercial (bs. y snf). ³²
c) P	Transf. unilaterales y otros serv. de factores.	Déficit cta. cte. no financiera.
d) r^*DE	Servicios financieros.	Déficit cta. cte. = Ahorro externo.
e) $-\Delta DE$	(menos) entrada neta de capitales	Déficit balanza de pagos.
f) ΔAE	Acumulac. de reservas internacionales.	Cero (0).

³² snf: Servicios no factoriales. En rigor, el saldo de las cuentas de bienes y servicios no factoriales constituye la balanza de recursos según las convenciones del Banco Mundial.

Referencias bibliográficas

Arellano, J.P. (1983). "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile 1974-83", Colección Estudios CIEPLAN No. 11.

Arellano, J.P. (1984). "La difícil salida al problema del endeudamiento", Colección Estudios CIEPLAN No. 13.

Arellano, J.P. (1985). Políticas sociales y desarrollo. Chile 1924-1984, CIEPLAN.

Cortázar, R. y J. Marshall (1980). "Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-78", Colección Estudios CIEPLAN No. 4.

Ffrench-Davis, R. (1984). "Índice de precios externos: Un indicador para Chile de la inflación internacional, 1950-83", Colección Estudios CIEPLAN No. 13.

Jadresic, E. (1985). "Medición del empleo y desempleo agregado en Chile: Una serie homogénea para el período 1970-84", Notas Técnicas CIEPLAN 78.

Marfán, M. (1984). "Una evaluación de la nueva reforma Tributaria", Colección Estudios CIEPLAN No. 13.

EL IMPACTO DEL AHORRO PUBLICO Y DEL AHORRO EXTERNO SOBRE EL AHORRO PRIVADO: EL CASO DEL PERU¹

Alfredo E. Thorne²

Una importante característica del proceso de ahorro e inversión en el Perú ha sido la reducida significación del ahorro público y la creciente participación del ahorro externo en relación a la inversión bruta. El primero ha disminuido de 2,3% del PBI en el período 1960-63 a 1,7% del PBI en el período 1983-85. El segundo ha incrementado su participación de 0,3% del PBI en el período 1960-62, a 6,7% del PBI en el período 1980-82, y a 2,4% del PBI en el período 1983-85.

La discusión respecto al comportamiento del ahorro en estos dos sectores no se debe concentrar únicamente en la contribución que estos sectores realizan al total de ahorro. Si bien es bastante conocido que la forma como se financian los déficits del sector público y de la cuenta corriente de balanza de pagos afectan el comportamiento del sector privado, es importante

¹ Este artículo es una versión revisada y actualizada del Capítulo VI de la tesis del autor para optar el título de Ph.D. en Economía en la Universidad de Oxford, titulada: The Determinants of Savings in a Developing Economy: the Case of Peru 1960-1984, Oxford, Universidad de Oxford, 1986.

² Investigador Asociado del Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE) y Profesor de Economía en la Pontificia Universidad

revisar estas influencias.

La discusión respecto al déficit del sector público y sus efectos sobre la actividad del sector privado es conocida en la literatura como el efecto "crowding-out" o de desplazamiento, (Buiter, 1977). De otro lado, los efectos del ahorro externo en este mismo sector se pueden referir a la afirmación de Griffin (Griffin, 1970) de que este tipo de ahorro no necesariamente es complementario al ahorro interno y bien puede desplazarlo, reduciendo su efecto global.

Esta discusión adquiere más importancia si se tiene en cuenta que una gran porción de la riqueza privada se mantiene fuera del sistema financiero organizado.²⁹ Desde el punto de vista del financiamiento del sector público, esto implica que la posibilidad de recurrir al sistema financiero está restringida debido a que la oferta de fondos disponibles es escasa en este tipo de economías. Esto, a su vez, implica que el ahorro del sector privado formal se vuelve más vulnerable a los mecanismos particulares utilizados para financiar tanto el déficit público como el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, de lo que sucedería en una economía más desarrollada.

En la primera parte de este artículo se investigan las causas que explican la disminución de la tasa de ahorro del sector

Católica del Perú.

²⁹ Estimados realizados por el autor indican que, en promedio, durante el período 1966-85 sólo 11% del ahorro privado fue depositado en el Mercado Financiero Organizado. Ver A. Thorne (1986), Capítulos 4 y 5; y A. Thorne (1987), 43-48.

público y las fuentes usadas para financiar este déficit. En la segunda parte, se discute el ahorro externo, su rol en lo que se refiere a estimular o desestimular el ahorro interno, y su efectividad en financiar tanto el déficit en cuenta corriente como el déficit del sector público. Finalmente, se tratará de relacionar estas dos discusiones con el comportamiento del ahorro del sector privado de manera de poder discutir con mayor detalle sus consecuencias. A lo largo del artículo se tomarán ambas clases de ahorro (público y externo) como resultado de las políticas del gobierno, es decir, como variables exógenas.

I. AHORRO DEL SECTOR PUBLICO

En el Cuadro 1, referido al ahorro público y externo desde 1968 a 1985, existen tres aspectos que resaltar. Primero, la disminución del ahorro público coincide con el ingreso de capital externo. En efecto, la correlación entre ambas variables es de -0,63. Esto, simplemente, resalta la importancia de los préstamos externos en el financiamiento de la inversión pública, aspecto que será discutido más adelante.

Segundo, los períodos en los cuales el ahorro público creció (1969-73 y 1979-80) coinciden con el incremento de los términos de intercambio del sector externo. Tomando 1969 como año base (1969=100), los términos de intercambio crecieron a 159 en 1970, pero empezaron a declinar en 1975, alcanzando en 1979 el mismo nivel de 1970.⁴ Aparte de estos períodos, el ahorro público

CUADRO 1
AHORRO PÚBLICO Y EXTERNO
(% del PBI)

	----Ahorros Sector Público----				
	Total	Gobierno Central	Empresas Públicas	Transferencias de Capital a ESP*	Ahorro Externo
1968	0.1	-0.4	0.5	0.5	0.5
1969	3.3	2.0	1.3	0.5	-0.6
1970	3.4	1.9	1.5	0.5	-3.4
1971	3.0	0.5	2.5	0.9	0.0
1972	2.4	0.5	1.9	0.8	0.1
1973	2.0	-0.3	2.3	1.1	1.9
1974	1.7	0.5	1.2	0.6	6.5
1975	0.1	-0.6	0.7	1.3	11.1
1976	0.1	-1.0	1.1	1.3	8.3
1977	-2.7	-3.6	0.9	0.9	7.2
1978	0.1	-1.3	1.4	0.7	1.6
1979	4.8	3.2	1.6	0.5	-5.4
1980	4.1	2.7	1.4	1.1	-0.5
1981	1.4	0.6	0.8	0.2	9.3
1982	1.4	0.4	1.0	0.2	11.2
1983	-1.8	-5.3	3.5	0.3	4.6
1984	2.2	-0.9	3.1	0.4	1.9
1985	4.5	1.2	3.3	0.1	0.5

Fuente: BCRP, Memoria.

Para la metodología ver apéndice en Thorne (1986).

(*) Son las transferencias de capital del Gobierno Central a las Empresas del Sector Público.

mostró una tendencia decreciente.

Tercero, la descomposición del ahorro público entre Gobierno Central y Empresas del Sector Público (ESP) permite observar que el gobierno ha ahorrado relativamente menos que las empresas. Aún así, esta es una percepción distorsionada. En promedio, cerca de la mitad de los ahorros de las ESP provienen, precisamente, de las transferencias del Gobierno Central. Si se deducen estas cifras del ahorro de las ESP, el ahorro de éstas se reduciría, en promedio, de 1,1% del PBI a 0,6% del PBI en el período 1968-70; de 2,0% a 1,1% en 1971-74; de 1,1% a 0,2% en 1975-79 y de 2,2% a 1,8% en 1980-85. Aunque el ahorro de las ESP representó una importante proporción del total de ahorro del sector público, esto se debió, en parte, a las transferencias del Gobierno Central. El único período en el que las ESP mostraron un mayor esfuerzo por ahorrar fue durante 1980-85. De otro lado, el ahorro del gobierno ha declinado desde los inicios de 1970 y en adelante.

Una explicación posible para este comportamiento, es el efecto de la recesión sobre el ingreso disponible del sector público y, en consecuencia, sobre el ahorro público desde 1975 en adelante. Es conocido que en períodos recesivos los ingresos del sector público se reducen más rápidamente que los gastos, lo cual explica los bajos niveles de ahorro en este sector.

De todas formas, éste no fue el caso. El Cuadro 2 muestra

 ^ BCRP, Cuentas Nacionales del Perú y BCRP, Memoria.

CUADRO 2
DISTRIBUCION DEL PBI ENTRE EL INGRESO DISPONIBLE
DEL SECTOR PUBLICO Y DEL SECTOR PRIVADO
(% del PBI)

	----- Ingreso Disponible -----		Pagos Netos a	Total
	Sector Público	Sector Privado	Factores Externos	PBI
1968	10.3	87.3	2.4	100
1969	13.3	84.3	2.4	100
1970	11.5	86.5	2.0	100
1971	11.4	87.5	1.1	100
1972	12.1	87.0	0.9	100
1973	10.7	87.9	1.4	100
1974	11.5	87.5	1.0	100
1975	12.4	86.4	1.2	100
1976	12.7	85.6	1.7	100
1977	12.9	85.1	2.0	100
1978	13.1	83.2	3.7	100
1979	16.7	79.0	4.3	100
1980	15.8	81.4	2.8	100
1981	15.2	81.8	3.0	100
1982	17.9	79.1	3.0	100
1983	17.9	78.6	3.5	100
1984	17.1	79.8	3.1	100
1985	21.5	75.5	3.0	100

Fuente: BCRP, Memorias y BCRP, Cuentas Nacionales del Perú.
Ver apéndice.

la descomposición del PBI en ingreso disponible del sector público y privado, e ingreso de transferencias internacionales netas.³

Mientras que el ingreso disponible del sector privado decreció a partir de 1975 en adelante, el ingreso disponible del sector público creció en más del 100% desde los inicios de la década del 70. Es bastante claro que fue el sector privado el que absorbió la mayor parte de los costos del ajuste durante las crisis.⁴

Más aún, si se estima la relación entre el ahorro y el ingreso disponible en los sectores público y privado, se encuentra que el primero bajó de 20,2% en el período 1971-74 a 2,1% en 1975-79, a 14,3% en 1980-82 y a 3,4% en 1983-85, mientras que en el sector privado la disminución fue de sólo 13,2% en 1971-74 a 12,9% en 1975-79, a 11,1% en 1980-82 y a 12,1% en 1983-85. Medida de esta forma, la caída del ahorro del sector público parece ser bastante más aguda. Contrariamente a lo esperado, el sector público muestra una tendencia a consumir una gran parte de su creciente ingreso. Esta disminución del ahorro público contribuye a explicar la caída en el ahorro interno desde los inicios de la década del 70.

³ Para estimar estas cifras se ha seguido de cerca el trabajo de Werneck (1986). Es importante señalar que las cifras muestran cierta debilidad, especialmente para 1975, ya que se han usado los estimados realizados por el autor para ingreso personal, ahorro de empresas y otras categorías de ahorros. Para mayor detalle ver el apéndice en Thorne (1986).

⁴ Una estimación similar realizada para Brasil por Werneck (1986) muestra, precisamente, un comportamiento contrario. A diferencia del caso peruano, en Brasil la mayor parte del ajuste fue asumido por el sector público y éste se hizo reduciendo los ahorros del sector público. Más aún, Brasil muestra una mayor tasa de ahorro público que el Perú, antes del ajuste. Según la estimación de Werneck (1986), la tasa de ahorro público/ingreso disponible fue, en promedio, 32,1% para el período 1970-77, 10 puntos porcentuales más que en el Perú.

Para explicar las razones detrás de este comportamiento, es necesario examinar las fuentes de ingreso, gasto y financiamiento para el sector público y el gobierno central.⁷ A partir del Cuadro 3, en donde se muestran las fuentes de ingreso y gasto del sector público y del gobierno central, se puede concluir, primero, que ha habido un incremento en el total de ingresos de 18,7% del PBI en el período 1971-74 a 25,2% en 1980-85. Esto se explica por el incremento en el valor agregado de las empresas públicas (ingresos por ventas menos adquisición de bienes o servicios), el cual se elevó de 2,8% del PBI en el período 1971-74 a 11,1% en 1980-85.⁸ Las transferencias corrientes⁹ (ingreso negativo) se duplicaron en el período e impidieron que el ingreso del sector público aumente aún más. También es importante anotar que los ingresos tributarios mostraron una relativa constancia,

⁷ A pesar de que sería más conveniente utilizar las cuentas del sector público corregidas por el efecto de inflación, la disponibilidad de información no permite hacer este tipo de ajuste. De cualquier forma, no creemos que los estimados de ahorro público y del déficit serían muy diferentes, dado que la mayoría de los pagos por intereses se refieren a la deuda externa y, por tanto, contienen una menor compensación para cubrir el deterioro que sufre el capital de una deuda en períodos inflacionarios. Pero, por sobre todo, estas cifras reflejan el flujo de caja del sector público y es precisamente este tipo de estimado el que se necesita. Ajustar las cuentas por la inflación implicaría un mayor esfuerzo de investigación, que excede los objetivos de este artículo.

⁸ El fuerte incremento en el valor agregado y en los ahorros (sin incluir las transferencias de capital) de las ESP entre los períodos 1975-79 y 1980-85 fue logrado por un incremento de precios de bienes y servicios bajo el control del gobierno - muchos de ellos producidos por empresas públicas - en relación a los precios que no estaban sujetos a este tipo de control.

⁹ No existe una clara explicación de qué se incluye en esta cuenta. Probablemente la mayor parte de los subsidios otorgados por las empresas estatales han sido incluidos en esta cuenta. Nótese la constancia relativa entre la cuenta de transferencias del gobierno central y los subsidios. Las transferencias de capital no están incluidas aquí, apareciendo como gastos de

CUADRO 3
INGRESOS CORRIENTES Y TOTALES DEL SECTOR PUBLICO
(% del PBI)

	1971-74		1975-79		1980-85	
	Sector Público	Gobierno Central	Sector Público	Gobierno Central	Sector Público	Gobierno Central
Ingresos Totales	18.7	13.0	19.5	13.2	25.2	14.8
Ingresos Corrientes	18.3	13.0	19.4	13.2	24.3	14.7
Tributarios	14.0	13.4	14.5	14.9	5.7	16.7
Seguridad Social	2.3	-	2.4	-	2.2	-
No Tributarios	2.6	1.9	2.9	0.8	4.3	0.6
(-) Subsidios y Transferencias	-3.4	-2.3	-4.8	-2.5	-9.0	-2.6
Ingresos por ventas Empresas Públicas	62.8	-	4.4	-	11.1	-
Ingresos de Capital	0.4	-	0.1	-	0.9	0.1
Gastos Corrientes	15.6	11.9	19.3	14.0	23.3	15.2
Sueldos y Salarios	10.3	6.0	9.6	5.0	10.9	5.0
Bienes y Servicios	3.5	1.1	5.5	0.8	6.2	0.9
Intereses	1.8	1.5	4.2	3.0	6.2	4.7
Deuda Externa	n.a.	0.7	n.a.	1.6	n.a.	2.9
Deuda Interna	n.a.	0.8	n.a.	1.4	n.a.	1.8
Defensa	n.a.	3.4	n.a.	5.2	n.a.	4.6
Balance en Cuenta Corriente	3.1	1.1	0.2	-0.8	1.9	-0.4

Fuente: BCRP, Memoria.

inclusive creciendo moderadamente en el caso del gobierno central.

En segundo lugar, el Cuadro 3 permite apreciar que el gasto se incrementó más rápidamente que los ingresos: creció alrededor de 8 puntos porcentuales del PBI, de 15,6% en el período 1971-74 a 23,3% en 1980-85. Cuatro de estos puntos porcentuales se explican por los pagos de intereses (principalmente, deuda externa); tres puntos porcentuales por el mayor consumo (las ESP no están incluidas en bienes y servicios); y menos de un punto porcentual por sueldos y salarios. Parte del incremento en el consumo puede ser atribuido a gastos de defensa, los cuales son incluidos en bienes y servicios. Nótese que cuando este rubro es desagregado en las cuentas del gobierno central, la cuenta bienes y servicios disminuye y los gastos en defensa aumentan. Más aún, en la cuenta de defensa se incluyen todos los gastos de capital efectuados en armamento y equipo militar.

La discusión anterior merece dos advertencias. Primero, algunos gastos sociales - educación, por ejemplo - están incluidos en gastos corrientes, pero deberían ser considerados como inversión. Si se reordenan las cuentas de esta forma, el ahorro público probablemente aumentaría. De cualquier modo, este tipo de gasto ha decrecido desde 1975 (ver Banco Mundial, 1985) y, en consecuencia, una reorganización de las cuentas del sector público no modificaría estas conclusiones significativamente. No se puede decir lo mismo respecto del gasto en defensa, el cual creció desde mediados de la década del 70. Este es considerado como un gasto

capital (ver Cuadro 4).

corriente.

La segunda advertencia corresponde al ajuste por inflación. En vista que durante períodos inflacionarios los pagos por intereses incorporan una compensación por el deterioro sufrido por el capital, los gastos corrientes tienden a estar sobrevaluados y los ahorros subvaluados. Esto podría constituir la distorsión más importante. Sin embargo, debido a que los pagos por intereses de la deuda externa son los más importantes (estimados para el período 1975-79), cuando la inflación en las economías industrializadas fue alta, podrían verse afectados considerablemente. Los altos intereses para el período 1980-85 se debieron al tamaño de la deuda - crecieron en 60% durante este período -, y el creciente costo por servicios debido al incremento de la tasa de interés real en las economías industrializadas. De realizarse un ajuste por inflación, la información del período 1975-79 sería más afectada que la del período 1980-85, puesto que la inflación de las economías desarrolladas fue relativamente baja en el segundo período. Más aún, en función a lo que se argumenta más adelante, es preferible utilizar el concepto de ahorro que considera el monto de recursos disponibles para gastos de capital, lo cual implica deducir los pagos totales por intereses.

Lo que es necesario subrayar de esta discusión es que, contrariamente a lo que señala la teoría, el creciente ingreso del sector público fue destinado en mayor proporción a gastos corrientes que a gastos de capital. El gasto de capital, de hecho, decrece en el tiempo. Esto es sumamente importante debido a que, por algún tiempo, algunos economistas sostuvieron que la forma más

eficiente de incrementar la baja tasa de ahorro en las economías latinoamericanas era mediante una política de ahorro forzado dirigida a reducir el ingreso disponible del sector privado (empresas y familias), de manera que el sector público debería utilizar estos recursos para incrementar la inversión.¹⁰ En el caso del Perú, esta política no habría cumplido sus objetivos puesto que la mayor parte de los ingresos fiscales adicionales se usaron para pagar los intereses.¹¹

Es importante destacar que esto sólo es cierto si se consideran los pagos de intereses como consumo corriente; en caso contrario, probablemente el efecto sería el de una tasa de ahorro superior. El problema debe enfocarse entendiendo que, puesto que existió una presión de deuda, el sector público estuvo impedido de contribuir a una mayor tasa de ahorro.¹² Este resultado también sugiere que los proyectos de inversión financiados con estos préstamos no fueron lo suficientemente rentables como para cubrir su costo financiero. Esto resalta la interrelación entre el gasto de capital del sector público y sus fuentes de financiamiento, y el efecto del capital extranjero sobre el ahorro interno.

En el Cuadro 4 se observan el gasto de capital y las fuentes de financiamiento del sector público y el gobierno.

¹⁰ En Latinoamérica fue el caso de los economistas vinculados a la escuela de CEPAL en la década del 60. Para una revisión reciente de esta posición ver Arellano (1985).

¹¹ Este no es el caso de Brasil; ver, por ejemplo, Werneck (1986). En este país la medida determinaría, muy probablemente, una mayor tasa de ahorro.

¹² Los pagos de intereses de la deuda externa son tan importantes que se estima que si el sector público no pagara los intereses su ahorro sería igual al 6% del PBI en 1985 (Banco

CUADRO 4

GASTOS DE CAPITAL, DEFICIT Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PUBLICO
(% del PBI)

	1971-74		1975-79		1980-85	
	Sector Público	Gobierno Central	Sector Público	Gobierno Central	Sector Público	Gobierno Central
Balance en Cuenta						
Corriente	3.1	1.1	0.2	-0.8	1.9	-0.4
Gastos de Capital	7.0	4.6	7.6	4.2	9.4	4.3
Formación Bruta de Capital	5.8	2.7	6.9	2.7	8.9	3.6
Gastos Financieros	0.7	0	0.2	0	0.3	0
Transferencias de Capital	0.5	1.9	0.5	1.5	0.2	0.7
Déficit Total	-3.9	-3.5	-7.4	5.0	-7.4	-4.7
Financiamiento Neto	3.9	3.5	7.4	5.0	7.4	4.7
Externo	2.4	1.2	3.3	1.7	4.8	2.9
Largo Plazo	2.4	1.2	3.3	1.7	5.0	2.8
Desembolsos	5.2	3.5	6.6	4.1	11.1	7.7
Amortización	-2.8	-2.3	-3.3	-2.4	-6.1	-4.9
Corto Plazo*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.1	0.1
Interno	1.5	2.3	4.1	3.3	2.6	1.8
Amortización	n.a.	1.3	n.a.	1.0	n.a.	0.6

Fuente: BCRP, Memoria.

(*) Para los períodos 1971-74 y 1975-79 no se encontraron datos de la distribución entre préstamos de corto y largo plazo.

central. De este cuadro destacan varios aspectos que son importantes de señalar. Primero, que a pesar de la caída en el ahorro del sector público y gobierno central, el gasto de capital creció drásticamente, principalmente el de las ESP. El incremento en el gasto de capital del gobierno central fue moderado y representó alrededor de la mitad del total. El resultado fue un incremento en el déficit del sector público - durante 1971-74 fue más del doble. Segundo, que los requerimientos financieros del sector público fueron enormes, siendo en gran parte financiados a través de capital externo. Para el período 1971-74, 62% del total se financió a través de esta fuente, y para los períodos 1975-79 y 1980-85 los porcentajes fueron 45% y 60%, respectivamente. Sin embargo, para conseguir este volumen de financiamiento neto, el total de endeudamiento nuevo tuvo que ser mucho mayor. Para financiar 60% del déficit en 1971-74 y 1980-85, el sector público tuvo que solicitar 130% de dicho monto, con la diferencia aplicada a la amortización.

El resultado de este proceso, en donde el sector público tuvo que prestarse no sólo para cubrir el déficit sino para amortizar préstamos pasados, implica - desde el punto de vista del proceso ahorro-inversión - que aunque este sector haga esfuerzos por ahorrar - lo cual es poco probable debido al futuro compromiso de pago de intereses -, gran parte de éste se destinará al pago de deudas vencidas, y el gasto en inversión será nulo. Se requiere, entonces, un sustancial esfuerzo de ahorro para que este sector contribuya al crecimiento futuro de la economía, mediante una

mayor inversión.

A partir de lo anterior, es posible sugerir que el bajo nivel de ahorro público y la relación inversa entre el ahorro público y el externo se explica por el mayor incremento del consumo en relación al ingreso, y por el uso de financiamiento externo para grandes proyectos de inversión - los préstamos externos incrementan los pagos por intereses. Sin embargo, en adición a este argumento se puede apelar al factor institucional presente en el sistema financiero internacional durante gran parte de la década del 70.

El argumento puede presentarse como sigue: en la medida que los prestamistas extranjeros solo proveían financiamiento cuando éste estaba ligado a un proyecto de inversión, y eran reacios a extender préstamos para financiar déficits en cuenta corriente de balanza de pagos y/o gastos corrientes de las ESP, el gobierno central utilizaba a las ESP - las generadoras de proyectos - para obtener los préstamos externos. Entre tanto, las empresas públicas descentralizadas, por sí mismas cortas de fondos, se veían estimuladas a aceptar financiamiento externo sin pensar en sus implicancias futuras.¹³

¹³ Esta conclusión se obtuvo de una entrevista con un ex-presidente del Banco Central de Reserva durante mediados de los setenta, quien hoy trabaja como banquero internacional. En la mayoría de los casos, los proyectos de inversión fueron usados para incrementar el financiamiento necesario para propósitos de balanza de pagos y/o para gastos corrientes de las ESP. Werneck (1986) señala que este también fue el caso de Brasil durante los setenta; y Perry et al (1981) destaca argumentos similares para explicar el incremento de la deuda externa en Colombia durante

No obstante, como se señalará más adelante, esta estrategia de financiamiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos demostró no ser efectiva, en la medida en que cada crédito implicó mayores importaciones y una mayor presión sobre la balanza de pagos. Esta práctica, aparentemente inútil, se puede explicar principalmente por dos razones. Primero, porque la toma de decisiones en el Perú está fragmentada: si bien las políticas más importantes se deciden y centralizan en el Gobierno Central, el resto del sector público también toma importantes decisiones.¹⁴ De esta forma, la inconsistencia entre los objetivos del gobierno de aumentar el financiamiento de la balanza de pagos y el consecuente incremento de las importaciones no fue claro de antemano, debido, entre otras razones, a la fragmentación en la toma de decisiones y al retraso de la planificación global.

Segundo, los créditos internacionales estuvieron, en su mayoría, atados a importaciones: se ofrecía el paquete completo. No obstante, durante los principios de los setenta se pudo recibir una parte atada y la otra en efectivo. Los préstamos eran fácilmente accesibles y, también, fáciles de reestructurar.¹⁵

Ahora bien, volviendo a la estrategia para financiar al sector público, el costo de llevar a cabo esta política para

este mismo período.

¹⁴ Hasta los inicios de los ochenta no había un esfuerzo por centralizar y controlar las demandas y decisiones tomadas por el resto del sector público. Un ejemplo es cuando las ESP tienen una necesidad de liquidez a comienzos de la década del 80 y recurren, sin consultar al Gobierno Central, a la banca internacional e incrementan la deuda pública externa.

¹⁵ Esta conclusión también viene de la entrevista señalada en la nota (11).

financiar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos significó una menor tasa de ahorro público, debido a que el sector público financió sus inversiones con préstamos externos. Más aún, como sostiene Werneck (1986), el sector público asume el costo futuro de la carga de la deuda. Este argumento también puede explicar la relación inversa entre el ahorro público y el externo señalada anteriormente.

Aún cuando se ha encontrado que en el caso del sector público el ahorro externo actuó como un sustituto del ahorro del sector público, se puede sostener que éste era el costo que el país tenía que pagar para cerrar la brecha externa (producida por el sector público) y permitir que la economía creciera más de lo que la restricción externa lo hubiera permitido. La estrategia podría haber sido que el sector privado genere el ahorro en moneda nacional y, tomando en cuenta el mayor crecimiento permitido por esta estrategia, se compensaría la disminución en los ahorros del sector público. La consecuencia de seguir esta política fue que el ingreso del sector privado tuvo que caer para dar lugar a la expansión del sector público, lo cual genera sospechas acerca de la eficacia de la estrategia. Este punto se discutirá en la siguiente sección, donde se explorará la eficacia del ahorro externo en estos términos.

Volviendo al financiamiento interno, el Cuadro 4 muestra que su contribución ha sido menor a la mitad del total de financiamiento demandado. Este creció rápidamente entre 1971-74 y 1975-79, de 1,5% del PBI a 4,1%, gran parte de lo cual se destinó al financiamiento del déficit del gobierno central. El moderado

uso de financiamiento interno, desde el punto de vista del tamaño del déficit público, representa un requerimiento sustancial en relación a la oferta por fondos prestables, que como se señaló en Thorne (1986, 1987) son relativamente escasos.

El Cuadro 5 ofrece una estimación de la importancia de la expansión del crédito bruto (incremento de deuda) y de la expansión del crédito neto (incremento de deuda menos incremento de activos) del sector público en relación con el volumen total disponible en el sistema financiero. Estos datos adquieren especial significancia si se considera que gran parte del financiamiento interno proviene del sistema financiero.

Este cuadro revela que usando las dos medidas de expansión de crédito, el sector público ha incrementado su dependencia de esta fuente de financiamiento. Tomando la expansión bruta del crédito (sin tomar en cuenta los depósitos) es posible observar la creciente participación de los préstamos del sector público en relación al total. Esta creció de 38,1% en el período 1968-70 a cerca de 60% en 1975-79. Durante este período el aumento en el volumen total de crédito también creció bastante rápidamente, de 4,2% del PBI a 12,4% en 1975-79. Y a pesar de la caída en la participación del sector público a 39% durante el último período, el aumento en el volumen total de crédito se incrementó en cerca de 60% a 19,8% del PBI.

Se puede obtener una idea más precisa si se mide el incremento en la posición financiera neta del sector público con el sistema financiero, v.gr., si el incremento en la deuda fue

CUADRO 5

DISTRIBUCION DE LA EXPANSION DEL CREDITO ENTRE
EL SECTOR PRIVADO Y EL SECTOR PUBLICO*
(en %)

	1968-70	1971-74	1975-79	1980-85
Expansión Bruta del Crédito (como porcentaje del PBI)	4.2	8.3	12.4	19.8
Porcentaje del total				
Recibido por:				
Sector Público	38.1	48.2	59.7	38.8
Gobierno Central	31.0	22.9	33.1	26.7
Sector Privado	61.9	51.8	40.3	61.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Expansión Neta del Crédito** (como porcentaje del PBI)	-1.2	1.4	4.3	0.2
Porcentaje del total				
Recibido por:				
Sector Público	-7.3	132.9	126.7	1452.9
Gobierno Central	11.4	120.9	83.4	1082.4
Sector Privado	-92.7	-32.9	-26.7	-1352.9
Total	-100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: BCRP, Cuentas Financieras del Perú y BCRP, Memoria.

(*) Podrían esperarse algunas diferencias entre las cifras presentadas en el cuadro 4 y las del presente cuadro; la razón es que las segundas fueron obtenidas de una estimación de stocks convertidas a flujos, conteniendo entonces no sólo los nuevos préstamos concertados sino, también, la porción que permanece impaga y sujeta a cambios durante períodos de inflación y tasas de interés variables (Desde 1975 en adelante).

(**) El signo negativo implica que el incremento en depósitos fue mayor que los préstamos recibidos durante esos años (incremento en deuda).

mayor que el incremento en depósitos (nuevos ahorros más ganancias de capital). Las cifras son sorprendentes. Para todos los períodos en los que la expansión del crédito neto del sector público creció, el sector privado tuvo que reducir su participación para dejar lugar a esta expansión. Esto se debe al hecho de que la mayor parte de los depósitos se explican por el sector privado.

Esto es aún más claro en el caso de los períodos de contracción, tales como 1968-70 cuando el aumento del crédito neto se contrajo en 1,2% del PBI: 93% de esta contracción se explica por el sector privado y sólo 7% por el sector público. Más aún, cuando el aumento del crédito neto se expande, el sector privado necesita contraerse para dar lugar a las crecientes necesidades financieras del sector público. El caso extremo de este fenómeno fue el período 1980-85 en el que la contracción del sector privado fue de más de 1000%. Esto contrasta con lo indicado por la expansión bruta del crédito.¹⁶ El beneficiario con el incremento de activos financieros del sector personal, fue el sector público (ver capítulo 7 en Thorne, 1986).

Es difícil afirmar hasta qué punto esto significa un desplazamiento ("Crowding-out") del sector privado por el público.¹⁷ Para afirmar que hubo un desplazamiento del sector privado, es necesario demostrar que este sector habría usado estos fondos. De todas maneras, existen dos razones para pensar que esto

¹⁶ El Banco Central estima estas cifras en stocks y trabaja siempre con la participación relativa de la deuda, v.gr., total del pasivo con el sistema financiero. Rara vez compara las posiciones del crédito neto de los sectores público y privado.

¹⁷ Una mayor discusión al respecto se realiza en la tercera

fue cierto. Primero, durante la mayor parte de este período las tasas de interés en el sistema financiero organizado, en términos reales, fueron negativas (véase el Capítulo 7 en Thorne, 1986). Más aún, como se arguye en este estudio, la política tributaria estimula a las empresas privadas a utilizar deuda como fuente de financiamiento. Es decir, el financiamiento vía endeudamiento fue muy barato durante este período.

Segundo, el sector público recurrió al sistema financiero para financiar su déficit, el cual es la fuente de financiamiento más utilizada por el sector privado. Más aún, durante la década del 70, el sector público recurrió directamente a los bancos comerciales privados. El gobierno utilizó el encaje como forma de extraer mayores recursos de los Bancos Comerciales.¹⁸ También es importante recordar que durante los períodos inflacionarios, el sector público se beneficia del impuesto inflacionario: los recursos reales transferidos por el sector privado (empresas y familias) que mantienen saldos monetarios durante esos períodos.¹⁹

Dos son las principales conclusiones de esta sección. Primero, que la caída de la tasa de ahorro del sector público explica, en parte, la reducción en la tasa de ahorro interno desde

sección de este artículo.

¹⁸ Para una explicación más detallada de las modalidades utilizadas, ver De la Melena (1973).

¹⁹ La política de crédito del Banco Central al sector público ha variado mucho durante el período. Sin embargo, su importancia como fuente de financiamiento del déficit del sector público se incrementó desde 1975. Para el período 1975-78, si se toma en cuenta el flujo directo e indirecto (vía Banco de la Nación), éste representó el 44% del total de la expansión del crédito neto. Para el período 1980-85, tomando en cuenta sólo los flujos directos (sin tomar en cuenta aquéllos vía Banco de la Nación), éste llega

mediados de la década del 70. Esto sucedió a pesar que el ingreso disponible del sector público creció en más del doble entre 1968-85. Esta caída en el ahorro público se explica por el incremento en el pago por intereses de la deuda externa y por el fuerte aumento del gasto corriente, v.gr., en defensa. La consecuencia de ello es que el efecto usualmente sugerido por la teoría convencional de que a más impuestos mayor el ahorro público, no se cumplió en el caso del Perú - el gasto corriente aumentó más rápido que el ingreso -, y tampoco se cumplirá en el futuro.

Segundo, que el financiamiento del déficit fiscal tuvo un efecto negativo sobre el ahorro del sector público y privado. La dependencia de préstamos externos ha significado no sólo una reducción del ahorro del sector público, sino que el rol futuro de este sector en el proceso de ahorro-inversión es cuestionable. Aún si este sector ahorra, la mayor parte de éste se tendría que dedicar a pagar la deuda externa, y sólo una pequeña parte podría destinarse a la formación de capital. Por otra parte, el financiamiento interno, aún cuando fue moderado desde el punto de vista del tamaño del déficit, fue muy significativo en relación a la oferta de fondos prestables en la economía. El costo de utilizar esta fuente de financiamiento fue el desplazar al sector privado de este mercado: el sector público se basó en los ahorros privados para financiar parte de su déficit. Esto, presumiblemente, ha afectado la confianza del sector privado en el sistema financiero organizado.²⁰

al 50%.

²⁰ Gran parte de las asociaciones de empresarios (Asociación de Exportadores, Cámara de Comercio de Lima, Sociedad Nacional de

II. EL ROL DEL AHORRO EXTERNO

Gran parte de la discusión sobre el rol del ahorro externo en el financiamiento del desarrollo se refiere más a su efecto sobre los componentes del ahorro interno y el crecimiento, que sobre los determinantes del flujo.²¹ Esta sección analiza el efecto que la mayor dependencia del ahorro externo en el Perú ha tenido sobre el ahorro interno. Una revisión de la literatura sobre el tema escapa a los objetivos del trabajo, por lo que se resaltan tan sólo los aspectos que subyacen en la discusión.²²

El rol de ahorro externo depende en gran medida de las restricciones que enfrenta una economía, las condiciones en las que se recibe el capital externo (e.g. garantías, préstamos externos, inversión directa extranjera), y de si éstos se destinan a financiar al sector público o al privado. Primero, si suponemos, como lo hicieron Chenery y Strout (1966), que la restricción al crecimiento es la falta de ahorro (y no de inversión) y de una

Industrias, etc.) sostiene que el sector público, al financiar su déficit con recursos internos, desplaza al sector privado del mercado financiero organizado. Esto fue especialmente cierto durante la década del 70. Es importante señalar que estas instituciones utilizan las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva para respaldar sus afirmaciones (ver nota 14), aún cuando este argumento adquiere más fuerza cuando se usan las cifras de expansión de crédito neto. En el análisis se han utilizado estimados de crédito neto y bruto.

²¹ Este tema se incluye dentro de la discusión sobre deuda externa, inversión extranjera y mercados de capital internacionales.

²² Para una revisión reciente y evidencia empírica adicional, ver, por ejemplo, Gupta e Islam (1983), y para los puntos en discusión ver Chenery y Strout (1966), Griffin (1970), Griffin y

adecuada administración de estos fondos, entonces el ahorro externo puede resultar un complemento del ahorro interno.

Segundo, si la restricción es la escasez de inversión, v. gr. falta de oportunidades rentables, entonces, como se sostiene en Griffin (1970) y Griffin y Enos (1970), es muy probable que el ahorro externo resulte ser un sustituto del ahorro interno. Los inversionistas nacionales pueden disminuir su ahorro (aumentar el consumo), y utilizar los recursos externos para financiar el mismo volumen de inversión. Si estos recursos ingresan a la economía con el propósito de financiar inversiones previamente definidas, es posible que al competir con los inversionistas nacionales por estos proyectos de inversión reduzcan el ahorro interno.

Tercero, es posible dividir las restricciones financieras que suelen enfrentar las economías en desarrollo para su crecimiento (ver, por ejemplo, Joshi, 1970) en la restricción de divisas (el crecimiento económico es restringido por la escasez de divisas) y la restricción de ahorro (la escasez de financiamiento impide que la economía siga creciendo). Es posible afirmar que aún cuando en ambos tipos de restricciones un incremento en el ahorro externo posibilitará un mayor crecimiento, no es posible "a priori" indicar cual será el efecto sobre el ahorro interno.

El único caso en que es claro el efecto, es cuando la economía enfrenta una restricción de ahorro del tipo descrito por Chenery y Strout (1966), v. gr., el caso del modelo de dos brechas.

Enos (1970), Joshi (1970) y Weisskopf (1972).

Este modelo asume que ni la tasa de ahorro interno ni la propensión a adquirir bienes importados varían cuando aumenta el flujo de ahorro externo, el cual únicamente financiará la inversión adicional. En otras palabras, asume una óptima utilización de los nuevos recursos.

En el caso de la restricción de divisas no es tan claro el efecto sobre el ahorro interno, debido a que el mayor crecimiento inducido con estos recursos implica "per se" que una porción de éstos serán dedicados a la adquisición de bienes y servicios importados sin un aumento correspondiente en el ingreso nacional y, en consecuencia, que caerá la tasa de ahorro interno. Esto conducirá a que el ahorro externo aparezca como sustituto del ahorro interno. Esto es cierto aún asumiendo que las propensiones no varían.

Este aspecto se puede explicar mejor a partir de la identidad de cuentas nacionales:

$$Y + R = E + (X + R - M)$$

$$Y + R - E = (X + R - M)$$

donde Y es el PBI, E el gasto (consumo más inversión más gasto de gobierno), X y M representan las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, y R las transferencias netas. $(X+R-M)$ es el superávit de cuenta corriente o adquisición neta de reservas internacionales, y $(M-X-R)$ el ahorro externo.

Si M es mayor que $X+R$, el gasto será mayor que el ingreso ($E > Y+R$), y esto será financiado con ahorro externo por el mismo monto sin distinguir si es utilizado para financiar formación de capital o consumo corriente. Sin embargo, si es utilizado para financiar el consumo corriente, este último aumenta sin un correspondiente incremento en el ingreso nacional y, en consecuencia, la tasa de ahorro disminuye.²²

En la vida real las cosas son más complejas. Por ejemplo, existe el problema de la eficiencia en la asignación de estos recursos; de si la entrada del capital externo responde a que el país lo solicita debido a que está enfrentando una restricción de ahorro o de divisas o, simplemente, porque se halla disponible en el mercado financiero internacional; y, finalmente, de las condiciones en que ingresan al país. Sin embargo, de lo argumentado antes, es difícil evitar la conclusión que, en la práctica, el ahorro externo es un sustituto del ahorro interno. Lo que está en discusión, entonces, es con qué componentes del ahorro interno existe una mayor sustitución y la importancia de este efecto, v.gr. qué tan grande es la sustitución. En el largo plazo, siempre es posible reducir la sustitución mediante una política económica adecuada. Lo importante a señalar es que las condiciones que enfrenta cada país pueden ser diferentes y, en consecuencia, lo será el grado de sustitución. Pero estos problemas sólo pueden ser dilucidados en base al análisis empírico.

²² Ver Dornbusch (1980), Capítulo 2. Esto es lo que Griffin (1970) tenía en mente, y que lo llevó a estar a favor del efecto sustitución. Las Cuentas Nacionales asumen implícitamente que todo el ahorro externo se gasta en inversión y nada en consumo. Weisskopf (1972) también asume lo mismo.

Regresemos al caso peruano. En base a un trabajo anterior (ver Capítulo 5 en Thorne, 1986) y a lo sostenido en la primera sección de este artículo, se puede afirmar que en el Perú existen dos tipos de sustitución. La primera, entre el ahorro de las empresas privadas y el ahorro externo, vía una mayor propensión a importar de parte del sector público (consumo corriente e inversión) financiado por capital externo. Un incremento en el financiamiento externo al sector público incrementa la propensión a importar bienes en este sector y reduce las divisas disponibles para el sector privado. Esto tiene el efecto de desestimular la inversión del sector privado - esta inversión será desplazada debido a la mayor escasez de divisas - y, en consecuencia, el estímulo al ahorro para este fin (ver Capítulo 5 en Thorne, 1986, para una mayor discusión). En lo que sigue de este artículo se examina esta afirmación en mayor detalle. La segunda sustitución se da a partir de la relación entre los ahorros del sector público y privado, lo cual fue discutido en la sección previa.

Del Cuadro 6, en el cual se muestra la descomposición del flujo de capital externo, resulta claro que el componente más importante del ahorro externo son los préstamos externos al sector público. Estos representan, en promedio, más del 68% del total de flujo neto de capital a largo plazo. Para los periodos 1975-79 y 1980-85, estos porcentajes fueron de 84% y 56%, respectivamente. Los flujos netos de capital de largo plazo del sector privado representaron una pequeña proporción. Para los periodos 1971-74, 1974-79 y 1980-85, por ejemplo, estos porcentajes fueron 16, 19 y 2,9%, respectivamente. La mayor parte de ésta se debió a inversión

CUADRO 6

COMPOSICION DEL FLUJO NETO DE CAPITAL EXTERNO
(millones de US dólares)

	1971-74	1975-79	1980-85
1. Sector Público	1142	2920	6091
Préstamos Externos Netos	1167	3031	3519
Desembolsos	1606	4244	8620
Refinanciación	571	1394	2376
Amortización	-1010	-2607	-7477
Otros Capitales Públicos*	-25	-111	2572
2. Sector Privado	223	685	183
Inversión Extranjera Neta	167	637	150
Préstamos Externos Netos	56	48	33
Desembolsos	265	481	1129
Amortización	-209	-433	-1096
3. Capital Neto Largo Plazo (1+2)	1365	3605	6274
4. Capital Neto Corto Plazo más Errores y Omisiones	-30	-1143	-153
5. Entrada Neta de Capital (3+4)	1335	2462	6121
6. Memo: (-) Cambio en Reservas	-270	139	867
7. (-) Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (5+6)	1065	2601	6988

Fuente: BCRP (1985b).

(*) Incluye otros préstamos al sector público, correcciones por cambios en activos y pasivos internacionales, y los atrasos del período 1983-84.

directa extranjera. Los préstamos externos netos a este sector fueron pequeños, principalmente debido a los fuertes pagos por amortización. Pero, aún en términos del total de préstamos desembolsados, los préstamos del sector privado representaron menos del 10%.²⁴ Los flujos de capital de corto plazo tienden a ser bastante volátiles en su comportamiento. Este Cuadro permite concluir que la mayor parte del ahorro externo se explica por los flujos de préstamos externos al sector público y que el financiamiento para el déficit del sector público provino de esta fuente.

En la sección anterior se sugirió que la relación inversa entre el ahorro público y el privado se podía explicar en función a que los prestamistas extranjeros usualmente ligan sus préstamos a proyectos de inversión. Para validar esta hipótesis es necesario investigar el destino de estos préstamos. Más aún, para poder afirmar que el ahorro externo fue complementario, es necesario probar que todos estos recursos fueron usados para financiar inversión. En el Cuadro 7 se observa el destino de los préstamos externos desembolsados al sector público.

Las cifras de este cuadro son muy reveladoras y muestran que menos del 50% del total de préstamos desembolsados al sector público - incluyendo las refinanciaciones - se utilizaron para financiar la formación de capital. Entre un cuarto y un tercio eran para refinanciar deuda vencida - una extensión de las obligaciones previas -, mientras que el resto se destinó a la

²⁴ La refinanciación se incluye en el total de préstamos

CUADRO 7

UTILIZACION DE LOS PRESTAMOS EXTERNOS DESEMBOLSADOS
AL SECTOR PUBLICO
(% del total)

	1971-74	1975-79	1980-85
Inversión	52.0	39.9	51.6
Gobierno Central	25.6	16.2	27.9
Empresas Públicas	26.4	23.7	23.7
Refinanciación	26.2	24.7	23.1
Importaciones de Alimentos	9.8	7.5	7.2
Otros	12.0	27.9	18.1
Total	100.0	100.0	100.0
Total Préstamos Desembolsados* (en millones de dólares)	2177.0	5638.0	10296.0

Fuente: BCRP (1985b).

(*) Es la suma del total de desembolsos durante cada período.

importación de alimentos y a un ítem "otros" compuesto mayormente por equipo militar. Durante el período 1975-79 los armamentos explicaron casi la tercera parte de todos los préstamos desembolsados. Es claro, entonces, que no todo el flujo de capital extranjero fue usado para formación de capital. Más aún, cerca de una tercera parte se destinó a consumo importado (alimentos y otros), incrementando el monto de las importaciones.

Hay una advertencia inherente a esta discusión, y es que lo que interesa comparar son los flujos netos de capital externo (total de préstamos desembolsados, menos refinanciación, menos amortización) y la formación de capital. Si observamos esta relación, se comprueba que el porcentaje de préstamos netos al sector público usados para formación de capital creció enormemente. Para los períodos 1971-74, 1974-79 y 1980-85, éstos fueron de 97, 74 y 120%, respectivamente. Si se asume que éste es el total de ahorro externo - y, efectivamente representa la mayor parte - entonces es posible concluir que una gran proporción fue usada para la formación de capital. Esto significa que si no se toman en cuenta los efectos de los préstamos externos en términos de un ahorro de divisas futuro, el Perú tendrá, posteriormente, que transferir ahorro (en divisas) para pagar estas obligaciones. Y, aún presentándolo de esta forma, ello implica, desde el punto de vista de la cuenta corriente de balanza de pagos, que las importaciones aumentaron (importaciones de alimentos y otros) con un consecuente incremento del consumo no acompañado con un aumento del ingreso nacional, reduciendo, por tanto, la tasa de ahorro

desembolsados.

interno. Más aún, es muy posible que la propensión al consumo e inversión importada haya aumentado, lo que implica que la economía va a enfrentar una restricción de divisas o ahorro externo antes de tiempo.

Con el ánimo de dar mayor respaldo al efecto que causa el capital extranjero sobre la propensión a ahorrar y a adquirir bienes importados, en el Cuadro 8 se presenta un estimado del porcentaje del flujo neto de capital desembolsado (desembolso bruto menos refinanciación) que fue utilizado para adquirir bienes importados. Desafortunadamente, las cifras no son las más apropiadas debido a que no reflejan cuál sería el nivel de importaciones, de no haberse conseguido el financiamiento externo.

Sin embargo, las cifras son impresionantes. En promedio, más del 100% del capital a largo plazo neto desembolsado (público y privado) fue usado para financiar la adquisición de bienes importados. El único rubro que muestra un cociente moderado de bienes importados/capital neto desembolsado es el de formación de capital en el sector público. Aún así, hay algunos rubros, tales como el de inversión neta privada extranjera que muestran una demanda mayor por divisas para la compra de bienes importados que su flujo financiero neto. El efecto en la cuenta corriente es, entonces, negativo. Lo que también es claro es que gran parte del ahorro externo no ingresó para aliviar la restricción de ahorro, en la medida que esto no era mayor financiamiento disponible en estricto sentido. Éste tomó la forma de recursos ya gastados: importación de bienes. Sin embargo, en la medida que parte de este financiamiento fue usado para adquirir los bienes importados

CUADRO 8

PROPORCION DEL TOTAL DE ENTRADAS DE CAPITAL EXTERNO
A LARGO PLAZO USADO PARA IMPORTACIONES DE BIENES POR DESTINO
(%)

	1971-74	1975-79	1980-84
Total Capital a Largo Plazo*	101.3	102.2	91.4
(Préstamos Netos Desembolsados)			
Préstamos Externos al			
Sector Público**	98.9	104.3	80.4
Inversión	57.4	64.7	34.6
Importaciones Alimentos	100.0	100.0	100.0
Otros	95.0	95.0	95.0
Inversión Privada Extranjera			
Neta	126.9	90.0	577.9
Préstamos Externos al			
Sector Privado*	100.0	100.0	100.0

Fuente: BCRP (1985b).

(*) Se han utilizado préstamos externos netos desembolsados, definidos como el total desembolsado menos refinanciación.

(**) Unicamente están incluidos los préstamos externos, el ítem "otros capitales públicos" en el Cuadro 6 no está considerado.

necesarios - aún en el caso de que no hubiese existido ahorro externo - , éste fue un complemento del ahorro interno. Pero, como se mencionó antes, esto sólo explica, en promedio, 50% del total (ver Cuadro 7). El resto se destinó al financiamiento de las importaciones.

Para avanzar más con esta explicación, como se indicó antes, es necesario analizar el efecto del financiamiento externo en relación a estimular una mayor propensión a importar. Bien puede haber sido el caso de que este flujo de capital se contrajo con el único propósito de financiar una cuenta de importaciones ya determinada, sin que esto signifique mayores importaciones. Para poder hacer tal afirmación, sería necesario demostrar que los proyectos que fueron financiados con préstamos externos no aumentaron el componente importado, por el sólo hecho de haber sido financiados con esta fuente. El Cuadro 8 sólo indica que la cuenta de importaciones excedió ligeramente el flujo de capital extranjero, pero bien podría haber sucedido que este tipo de financiamiento se contrajo con el propósito de financiar un monto de importaciones previamente determinado. Para probarlo sería necesario analizar cada rubro de gastos y evaluar si el gasto de importaciones fue o no inducido por la fuente de financiamiento usada. De cualquier forma, a pesar de que no es posible afirmar en forma tajante que éste fue el caso, teniendo en mente la evidencia empírica presentada, se puede sugerir que el capital extranjero tendió a estimular una mayor importación de bienes y eso, en cierta forma, afectó negativamente el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, por las razones que se mencionan a continuación.

Primero, que siempre es posible, en el largo plazo, incrementar o disminuir las exportaciones o importaciones, y reducir la brecha entre requerimientos de divisas y oferta adoptando medidas de política apropiadas. La utilización de capital externo para financiar importaciones permite la postergación de estas medidas y mantener un déficit en la cuenta corriente. El gasto en importaciones es incentivado mientras que este tipo de financiamiento está disponible.

Segundo, en la medida que la mayor parte del flujo neto de capital se explica por el sector público (ver Cuadro 8) y que gran parte ingresó en forma de bienes y no como financiamiento, éste sólo pudo ser usado para financiar las importaciones del sector público. Esto pone en duda la afirmación que sugiere que el componente importado no fue influenciado por la fuente de financiamiento, debido a que el volumen fue muy alto.

Tercero, períodos de importantes flujos de capital extranjero (principalmente explicados por el sector público, como se muestra aquí) estuvieron relacionados con un incremento de la propensión a importar (ver Capítulo 5 en Thorne, 1986). La dependencia del financiamiento externo ha implicado un mayor contenido importado en el consumo público y la inversión pública.²⁵

²⁵ A partir de discusiones sostenidas con autoridades del gobierno, resulta muy claro que el capital externo estimuló un incremento en el componente importado del gasto público. El Banco Mundial (1985) también encontró que períodos de fuertes déficits fiscales están asociados con un empeoramiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos; esto es, simplemente, otra forma de ver la relación inversa entre ahorro público y externo.

Más aún, desde el punto de vista del sector privado, esta conclusión implica que el mayor gasto público desestimuló su ahorro e inversión al absorber la mayor parte de las divisas disponibles para la formación de capital, lo cual permite explicar parte de la relación negativa entre ahorro interno y externo.

Una forma distinta de evaluar la eficiencia del capital extranjero como una fuente de financiamiento para el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y como alivio a la restricción de divisas es a través del análisis del flujo de caja. El Cuadro 9 muestra dos definiciones diferentes de flujo de caja. El primero es el indicador tradicional y deduce refinanciamiento y amortización del total de desembolsos (flujo neto de capital); el segundo, además, deduce los pagos de interés (flujo neto de divisas). El último representa - asumiendo que la mayor parte es financiamiento disponible y que el país puede gastarlo como lo desee - el nivel efectivamente disponible después de pagar el capital e intereses de los compromisos pasados, v.gr. cuánto puede, efectivamente, ser utilizado para financiar importaciones. El resultado es sorprendente: de los 16 años analizados, sólo se observa un flujo positivo en seis. En los años restantes, el flujo fue negativo, lo que quiere decir que el país necesitó distraer divisas de otras fuentes para pagar estos compromisos con las consiguientes consecuencias para la inversión y el crecimiento.

El efecto sobre el ahorro es un asunto complejo. Por una parte, el ahorro externo reducirá el ahorro de las empresas privadas por las mismas razones expresadas anteriormente. Sin embargo, el efecto sobre el ahorro público no es tan claro. Si

CUADRO 9

FLUJOS DE CAJA DE LOS PRESTAMOS EXTERNOS DESEMBOLSADOS
AL SECTOR PUBLICO
(millones de US dólares)

Año	Total Desembolsos	Refinanciación	Amortización	Flujo Neto de Capital	Pagos Intereses	Flujo Neto de Divisas
	(I)	(II)	(III)	(I-II-III)	(IV)	(I-II-III-IV)
1970	190	26	121	43	46	-3
1971	184	26	156	2	57	-55
1972	286	76	164	46	55	-9
1973	672	254	352	66	81	-15
1974	1035	215	338	482	118	364
1975	1077	160	284	633	190	443
1976	796	15	282	499	203	296
1977	1067	0	402	665	220	445
1978	1075	291	659	125	270	-145
1979	1623	928	900	-285	384	-669
1980	1580	380	1203	-3	492	-495
1981	1700	163	1311	226	525	-299
1982	2043	109	1048	886	552	334
1983	2576	1024	1145	407	646	-239
1984	2833	499	1441	893	834	59
1985	2143	201	1329	613	738	-125

Fuente: BCRP (1985b)

este sector logra obtener financiamiento externo mayor a sus compromisos de amortización, el ahorro público podría ser negativo; pero si esto no ocurriera, tendría que generar ahorro suficiente como para amortizar la deuda. El resultado será una reducción en la formación bruta de capital. El efecto final dependerá de cuán fuerte sean estos efectos. En el pasado, el efecto era negativo porque los préstamos externos eran suficientes como para financiar los pagos por amortización y la formación de capital del sector público.

Para concluir esta sección es útil resumir lo que se ha afirmado en relación al rol del ahorro externo vis a vis el ahorro interno. Hay tres razones que sugieren una significativa correlación negativa entre estas dos fuentes de ahorro. Primero, el que las instituciones financieras condicionaran el financiamiento externo a proyectos de inversión implicó una reducción en el esfuerzo de ahorro del sector público. Segundo, la relación inversa entre ahorro interno y externo también se explica porque parte de los recursos externos fueron utilizados para financiar consumo público. Según la identidad de Cuentas Nacionales, un aumento de ahorro externo aumenta el consumo sin aumentar el ingreso disponible y, en consecuencia, cae la tasa de ahorro doméstico. Tercero, esta relación inversa se puede explicar por la sensibilidad de la inversión y el ahorro de las empresas privadas a la restricción en la disponibilidad de divisas en la economía, y por el incremento en el componente importado del gasto público cuando éste es financiado con deuda externa (ver Capítulo 5 Thorne, 1986). Un aumento en el gasto público financiado con deuda, al reducir la disponibilidad de divisas, desestimula el

ahorro de las empresas. Cuanto mayor la proporción del déficit del sector público financiado con préstamos externos, mayores requerimientos de moneda extranjera, y menor será la disponibilidad de ésta para el sector privado.

Con respecto a la eficiencia del ahorro externo como alivio de las dos restricciones financieras - de ahorro y de divisas - a las cuales un país subdesarrollado está normalmente sujeto se ha sostenido, primero, que en la medida en que la mayor parte del ahorro externo ingresó bajo la forma de bienes importados, éste no alivió las restricciones de ahorro (y tampoco ingresaron con este propósito). Aún cuando existían sectores en la economía que lo hubieran deseado como, por ejemplo, el sector empresarial. Segundo, el ahorro externo ingresó como financiamiento para la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, debido a las condiciones implícitas en estos acuerdos, éste termina incrementando el déficit. Incentiva una mayor propensión a importar de la que hubiera ocurrido de no haberse dispuesto de capital extranjero. Para financiar una unidad del déficit de la cuenta corriente se necesitó más de una unidad de ahorro externo neto.

III. EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO DESPLAZA AL SECTOR PRIVADO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA?

Una importante conclusión de este artículo es que el déficit del sector público afecta negativamente la actividad del sector privado por medio de las fuentes de financiamiento usadas.

Se pueden identificar dos efectos. El primero se manifiesta a través del mercado financiero y el segundo a través del mercado de divisas. Esta sección trata de explicar cómo funciona esta relación y su importancia para el comportamiento del sector privado. Con este propósito se incorporan las conclusiones sobre el comportamiento de ahorro e inversión halladas en un trabajo anterior (ver Thorne, 1986).

Por qué es importante este desplazamiento del sector privado? Hay dos razones que explican la necesidad de una discusión más profunda. Las dos surgen de la forma en que los textos de economía tradicionales explican el fenómeno del desplazamiento ("crowding-out effect"), y la manera como se manifiesta en la economía peruana.

El primero es que - a diferencia de la explicación que se encuentra en los libros de texto - el fenómeno del desplazamiento ("crowding-out") en el Perú tuvo el efecto de no sólo reducir el volumen de inversión privada (ver Buiter, 1977), sino, también, de reducir el ahorro privado. La explicación de ello se encuentra en la interrelación que existe entre las decisiones de ahorro y de inversión en el sector privado (ver Capítulo 5 en Thorne, 1986). Ambas decisiones son realizadas por el mismo agente: la empresa. Cualquier efecto sobre las decisiones de inversión también repercute sobre la decisión de ahorro.

El segundo es más fundamental. En el capítulo 5 de Thorne (1986) se sostiene, además que el "crowding-out" no se produce a través del incremento de precios de la tasa de interés o de la

tasa de cambio - tal como lo explican los libros de texto tradicionales -, sino que, más bien se manifiesta a través de un racionamiento de la cantidad ofrecida. Esto ocurre aún en el caso de que los precios no sean de equilibrio. La explicación descansa en la forma en que operan las instituciones financieras en la economía. El ejemplo más ilustrativo es el mercado financiero. Por las razones explicadas en el citado estudio, las empresas no mantienen toda su riqueza en el sistema financiero, con el resultado de que la oferta de fondos prestables es reducida. Pero sí se basan en el sistema financiero como un proveedor de una porción de su liquidez, v.gr. mantienen sus activos líquidos en este sistema, y obtienen de él préstamos de muy corto plazo. Estas características determinan que el sector privado empresarial sea sensible a reducciones en la oferta de fondos debido a un aumento del déficit del sector público financiado con deuda interna. El sector privado experimenta una reducción en las líneas de crédito de los bancos y otras instituciones financieras. Los bancos son incapaces de controlar el volumen de préstamos del sector público: siempre es posible para el sector público aumentar su endeudamiento recurriendo a formas extra-mercado.²⁴ El sector privado - como se encontró en Thorne (1986) - responde a este menor acceso a crédito bancario reduciendo su inversión y dedicando estos recursos a incrementar sus activos líquidos. Éstos, sin embargo, no necesariamente serán mantenidos en el sistema financiero organizado. Aún si las tasas de interés son incrementadas, las empresas privadas dudarán en depositar estos

²⁴ Este fue especialmente el caso cuando la "reforma financiera" diseñada por De La Melená (1973) entró en operación, pero más claramente porque rara vez se encuentra que el sector público es

fondos en el sistema financiero. Ellas saben que ésta será la forma de continuar financiando al sector público. De esta forma, las empresas privadas son inducidas a evitar al sistema financiero organizado. El efecto sobre el ahorro de las empresas es doble. Por un lado, el racionamiento las estimulará a reducir sus ahorros debido a que la inversión caerá. De otro lado, se incrementará el ahorro de las empresas para reponer los niveles de activos líquidos deseados.

El proceso podría ser como sigue. Un incremento en el volumen de préstamos tomados por el sector público (mayor racionamiento para el sector privado) podría implicar que algunas empresas privadas se dirijan al mercado financiero no organizado con el consecuente incremento en sus costos y, como resultado, una disminución de los niveles de ahorro e inversión. Lo que haría que esto no ocurra es que los préstamos del mercado financiero no organizado sean menos disponibles que los del mercado organizado.

Es posible representar estos resultados en un modelo de equilibrio general de corto plazo similar al de la IS/LM.²⁷ Sin embargo, en lugar de representar el mercado de dinero como en el marco de la IS/LM, se define una curva FA que representa el equilibrio en el mercado de activos financieros netos (activos menos pasivos). La FA es una función positiva de la relación entre la tasa de retorno por activos financieros (la q de Tobin o la tasa de retorno de los bonos según Keynes) y la tasa de

restringido en este mercado.

²⁷ Una discusión más detallada se puede encontrar en Thorne, 1986, Capítulo 8.

rentabilidad del capital productivo. Al mismo tiempo, estará positivamente relacionada con el volumen de crédito de corto plazo (en forma negativa al racionamiento de crédito), y positivamente a una adecuada definición de ingreso. Definida de esta forma la demanda por activos financieros, entonces un incremento en la actividad del sector público (gasto) implicará un desplazamiento de la IS a la derecha. Pero, en vez de incrementar el costo del crédito (la tasa de interés), como es la explicación de los libros de texto, en este caso se reduce el volumen de crédito disponible (v.gr. más racionamiento) al sector privado, lo que va a significar una reducción en el gasto y ahorro del sector privado. En ambos casos - en el del libro de texto y el presente - el "crowding-out" muestra su efecto a través del mercado financiero. La diferencia entre los dos casos descansa en el mecanismo seguido. Lo que se quiere resaltar es la importancia del racionamiento y su relación con las decisiones de ahorro e inversión.

El otro efecto del "crowding-out" es a través del mercado de divisas y funciona de forma similar. La única diferencia es que es más difícil separar el efecto precio del de cantidad. En esencia, la racionalidad es la misma. En Thorne, 1986 (ver Capítulo 5), se encontró que la función de ahorro depende del volumen de divisas disponibles para la adquisición de bienes de capital, y que la función de inversión depende de la tasa de cambio nominal. En consecuencia, si el déficit público es financiado con capital externo, éste, al incrementar la propensión del sector público a usar divisas, reducirá el volumen disponible para el sector privado, y el nivel de ahorro e inversión de este

sector. Esto se interpretará como un desplazamiento, primero a la derecha de la IS y, luego, a la izquierda.

Debe ser claro, entonces, que el grado de desplazamiento no dependerá de la importancia del financiamiento interno o externo en relación con el tamaño del déficit del sector público, sino de la relación entre el volumen del crédito utilizado del sistema financiero organizado con respecto al total. En el Perú este monto es pequeño. De forma similar, el desplazamiento dependerá del volumen de divisas usada por el sector público en relación al monto total disponible, y de la proporción que de este total es disponible para importaciones de bienes de capital.

El efecto neto del desplazamiento ("crowding-out") depende de la importancia de los dos efectos de desplazamiento que se manifiestan a través del financiamiento del déficit del sector público en relación al efecto de absorción ("crowding-in") que un aumento del gasto público ejerce sobre el sector privado, v.gr. el efecto multiplicador. Es decir, el efecto de estímulo de demanda efectiva que el gasto público ejerce sobre la actividad del sector privado cuando la economía no enfrenta restricciones y existe exceso de capacidad instalada. Es difícil prever el efecto neto, pero lo que sí es posible afirmar es que los efectos del "crowding-out" discutidos en esta sección serán más importantes cuanto mayor sea la importancia de las restricciones financieras. El hecho que ambas restricciones financieras existan y que tengan un efecto negativo sobre el ahorro implica que mientras mayor sea la proporción del déficit público financiado con crédito del mercado financiero organizado y ahorro externo, en vez de hacerlo

mediante ahorro del sector público, más rápidamente la economía alcanzará estas restricciones financieras. En otras palabras, en la medida en que la economía se base más en esta fuente de financiamiento, mayores serán los requerimientos de divisas y/o de recursos financieros por unidad de producto, siendo las consecuencias, en términos de crecimiento, bastante conocidas.

IV. CONCLUSIONES

A. Primero, en relación a la caída del ahorro público se encontró que:

(i) La mayor parte ocurrió en el sector gobierno y; a pesar de que la ESP mostraron un incremento, esto se debió, hasta 1979, a las fuertes transferencias de capital del gobierno central y, desde 1980 en adelante, al incremento en los precios de las empresas públicas con relación a la inflación.

(ii) La disminución del ahorro del sector público no se explica por una disminución del ingreso disponible del sector público durante las crisis. De hecho, las cifras muestran que el ingreso disponible de este sector aumentó en más del doble entre 1968 y 1985. La disminución del ahorro se explica por un incremento más que proporcional en el gasto corriente. Dos rubros explican la mayor parte de este incremento en el gasto: pagos de intereses de la deuda pública externa y consumo fundamentalmente explicado por los gastos militares.

(iii) A pesar de la disminución del ahorro, el sector público incrementó rápidamente su gasto de capital lo que resultó en un creciente déficit.

(iv) La mayor demanda por recursos financieros presionó sobre el sistema financiero interno y desplazó al sector privado. En términos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, los requerimientos de financiamiento también fueron significativos.

B. Segundo, en relación a los efectos del ahorro externo sobre el ahorro interno se encontró que:

(i) La mayor parte del ahorro externo vino como préstamos al sector público, y sólo una pequeña parte fue al sector privado en la forma de préstamos e inversión extranjera.

(ii) Estos préstamos desplazaron al ahorro interno por tres razones. Porque el ahorro externo estimula el consumo sin un correspondiente incremento en el ingreso nacional (identidad de las cuentas nacionales); por la tendencia de los prestamistas extranjeros a ligar préstamos a proyectos de inversión; y porque el financiamiento del déficit público con capital externo estimuló un incremento de la propensión a gastar en moneda extranjera en este sector.

(iii) El ahorro externo ingresó, fundamentalmente, para aliviar la restricción de divisas y la mayor parte de estos recursos vinieron bajo la forma de bienes importados para el sector público. Esto hace que la eficiencia del ahorro externo sea cuestionable desde

esta perspectiva pues estimula un incremento en la propensión a importar. Ello sugiere que cuando la economía crece más rápidamente que la tasa de crecimiento de las exportaciones, recurriendo al mercado internacional de capital, los requerimientos de divisas aumentan. El ahorro externo desplaza al ahorro interno. Ex-post, la restricción de ahorro aparenta ser más severa. Esto se vuelve más agudo cuanto mayor es la tasa de crecimiento inducida de esta forma.

C. Finalmente, una conclusión importante de este artículo es que el tamaño del déficit del sector público y las fuentes utilizadas para financiarlo tienen un importante efecto negativo sobre la actividad del sector privado y, especialmente, sobre su ahorro. En la última sección de este artículo se explica el mecanismo a través del cual el déficit del sector público desplaza a la actividad del sector privado y el ahorro. Esta explicación de desplazamiento ("crowding-out") contrasta con la sugerida por los libros de texto. Por una parte, el déficit público reduce el volumen de crédito disponible para el sector privado; y, por la otra, reduce la disponibilidad de divisas para la adquisición de bienes de capital. Aparte de estos dos efectos negativos, existe la influencia positiva de un estímulo de demanda, que opera cuando la economía no está sujeta a restricciones. A pesar de ello, es importante señalar que la existencia de estos efectos negativos del déficit del sector público sugieren que cuando la economía enfrenta restricciones, ésta necesita proporcionalmente mayor financiamiento externo. No sólo es necesario financiar los requerimientos de divisas, sino la disminución que este tipo de ahorro causa sobre el ahorro interno.

Referencias bibliográficas

Arellano, J.P. (1985). "Políticas para promover el ahorro en América Latina", Colección Estudios CIEPLAN 17, 121-151.

BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). Memoria, Lima, BCRP (anual).

BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). Cuentas Nacionales del Perú, Lima, BCRP (varios años).

BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). Evolución de precios de productos y servicios bajo control y regulación: 1981-1985, Lima, BCRP, junio de 1985a.

BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). Perú: compendio estadístico del sector externo 1970-1984, Lima, BCRP, octubre de 1985b.

Banco Mundial (1985). Peru: Country Economic Memorandum, reporte No. 5806-PE, Washington, D.C., Diciembre.

Buiter, W.H. (1977). "Crowding Out and the Effectiveness of Fiscal Policy", Journal of Public Economics 7, 308-328.

Chenery, H.B. y A.M. Strout (1966). "Foreign Assistance and Economic Development". American Economic Review 56, 679-733.

De la Melena, G. (1973). La reforma financiera: octubre 1968-octubre 1973, Lima, BCRP.

Dornbusch, R. (1980). Open Economy Macroeconomics, New York, Basic Books, Inc. Publishers.

Griffin, K. (1970). "Foreign Capital, Domestic Savings and Economic Development", Oxford Bulletin of Economics and Statistics 32, 99-112.

Griffin, K.B. y J.L. Enos (1970). "Foreign Assistance: Objectives and Consequences", Economic Development and Cultural Change 18, 313-327.

Gupta, K.L. y M.A. Islam (1983). Foreign Capital, Savings and Growth: an International Cross-section Study, Londres, Reidel.

Joshi, V. (1970). "Savings and Foreign Exchange Constraints", en P. Streeten (ed) Unfashionable Economics Essays in Honour of Lord Balogh, Londres, Weidenfeld and Nicolson.

Perry, G.E., E. Junguito y N. de Junguito (1981). "Política económica y endeudamiento externo en Colombia 1970-1980", Bogotá, Desarrollo y Sociedad 6, 197-247.

Thorne, A.E. (1986). The Determinants of Savings in a Developing Economy: the Case of Perú 1960-1984. Tesis Doctoral, Oxford, Universidad de Oxford.

Thorne, A.E. (1987). "El mercado financiero informal", Lima, Debate Vol. IX, No. 44, mayo/junio, 43-48.

Thorp, R. (1986). "Peruvian Adjustment Policies, 1978-85: the Effects of Prolonged Crisis", In R. Thorp and L. Whitehead (eds), Latin American Debt and the Adjustment Crisis, Londres, Mac-Millan.

Weisskopf, T.E. (1972). "The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Savings in Underdeveloped Countries", Journal of International Economics 2, 25-38.

Werneck, R.L.F. (1986). "Poupança estatal, dívida externa e crise financeira de setor público", Rio de Janeiro, PUC/RJ, Documento de Trabajo No. 121.

LAS RELACIONES FINANCIERAS EN LA ECONOMIA ARGENTINA

Mario Damilla
José María Fanelli
Roberto Frenkel
Guillermo Rozenwurcel

INTRODUCCION

El rasgo tal vez más notable de la economía argentina durante la última década ha sido su extrema inestabilidad. Esta característica puede asociarse a dos circunstancias: la dimensión alcanzada por el fenómeno inflacionario desde el shock producido en junio de 1975, bautizado como "Rodrigazo" en alusión al Ministro de Economía de aquel entonces, y los efectos del fracasado experimento de liberalización y apertura financiera ensayado entre 1977 y 1981, como resultado de la influencia teórica del enfoque monetario del balance de pagos.

La inestabilidad no sólo afectó el desempeño de corto plazo de la economía. También repercutió muy negativamente sobre sus condiciones de funcionamiento de largo plazo, en particular sobre su capacidad de ahorro e inversión y sobre la conducta financiera del sector público y el privado, afectando con ello sus posibilidades de crecimiento futuro y, al mismo tiempo, la solidez de sus instituciones financieras.

Teniendo en cuenta la decisiva influencia de los fenómenos financieros sobre la inestabilidad económica que permea la última década, este trabajo se propone reseñar algunos de los principales resultados de las investigaciones desarrolladas por el área de Economía del CEDES en el plano financiero de la economía argentina, para el período que se inicia en junio de 1975 y concluye a mediados de 1985, con el comienzo del Plan Austral.

Vale la pena destacar, sin embargo, que el principal propósito del trabajo no es descriptivo. Lo que se pretende, más bien, es analizar ciertas características de las relaciones financieras desarrolladas en la economía argentina durante la última década, características consideradas relevantes para comprender mejor las condiciones de funcionamiento de dicha economía y, en particular, su especificidad teórica respecto de las economías desarrolladas.

En este sentido, puede decirse que los autores hacen suya la siguiente afirmación de Hicks:¹

"Monetary theory is less abstract than most economic theory; it cannot avoid a relation to reality, which in other economic theory is sometimes missing. It belongs to monetary history, in a way that economic theory does not always belong to economic history".

¹ Los autores son investigadores del CEDES, Buenos Aires

En cuanto a la presentación del trabajo, a continuación de esta introducción el mismo está organizado en cuatro secciones.

La primera expone el desempeño del ahorro y la inversión a lo largo de la última década, en primer lugar desde una perspectiva agregada y en segundo lugar explicitando el ahorro público y el ahorro privado, y concluye listando una serie de hechos estilizados cuyo análisis será el objeto de las dos secciones siguientes. El enfoque de esta sección se basa fundamentalmente en Fanelli (1984), aunque la disponibilidad de una serie estadística de Déficit Fiscal más adecuada para nuestros propósitos (pues incluye los intereses de la deuda pública interna y externa "sobre la línea") permite visualizar con claridad el "doble problema de la transferencia", que será discutido en una sección posterior.

La segunda sección analiza la génesis del endeudamiento externo argentino, destacando sus relaciones con la experiencia de liberalización y apertura financiera de la segunda mitad de los setenta y, en particular, con el plan de pautas cambiarias aplicado entre diciembre de 1978 y marzo de 1981. La sección analiza con especial atención el papel desempeñado por la alta inflación y por la incertidumbre de las expectativas en el desencadenamiento de la crisis financiera y cambiaria de 1980-81, apoyándose para ello en los trabajos de Frenkel (1983 y 1986) y Damill-Frenkel (1985).

* Hicks (1971), p. 156.

La tercera sección, por su parte, discute los principales rasgos del funcionamiento de la economía posterior a la crisis del modelo aperturista. La sección enfatiza el carácter caótico del ajuste externo efectuado por la economía, destacando las repercusiones financieras y los dilemas de política derivados de dos cuestiones: el doble problema de la transferencia (ya mencionado) y la autonomía de la inflación respecto de la evolución de los agregados monetarios. Para ello, la sección elabora a partir de los trabajos de Frenkel y Fanelli (1986a y 1986b) y Rozenwurcel (1986).

Finalmente, la última sección presenta algunas reflexiones, basadas en las secciones anteriores, sobre las vías más adecuadas para abordar el análisis de los fenómenos financieros en una economía tan volátil como la argentina.

I. AHORRO E INVERSIÓN EN LA ARGENTINA DESDE UNA PERSPECTIVA DE LARGO PLAZO

El fracasado experimento de liberalización y apertura financiera ensayado en la segunda mitad de los años 70 dejó secuelas profundas en las condiciones de funcionamiento de la economía argentina. En particular, influyó en forma muy negativa sobre la capacidad de ahorro e inversión de la economía y sobre las relaciones entre el sector público y el sector privado, afectando las perspectivas futuras de crecimiento económico y generando una evolución sumamente inestable de los mercados financieros domésticos.

1. Una visión agregada

Para analizar este fenómeno comencemos recordando que, de acuerdo con las identidades contables básicas de una economía abierta, el exceso de absorción doméstica sobre el ingreso nacional debe ser siempre igual al déficit en cuenta corriente del balance de pagos. Es decir:

$$I + C - YBN = M + Z - X \quad (I.1)$$

siendo

$$YBN = Y - Z \quad (I.2)$$

donde C : consumo interno

I : inversión bruta

Y : producto bruto interno

YBN: ingreso nacional bruto

X : exportaciones de bienes y servicios

M : importaciones de bienes y servicios

Z : pagos netos al exterior por servicios de

factores más efecto de los términos de intercambio.

Teniendo en cuenta que el ahorro interno (A_I) es la diferencia entre el ingreso nacional y el consumo agregado, y que el déficit en cuenta corriente constituye ahorro del resto del mundo (A_E), la expresión (I.1) también puede escribirse de la siguiente manera:

$$I - A_x = A_e$$

Es decir, el ahorro externo debe financiar aquella parte de la inversión que no alcanza a ser cubierta por el ahorro interno.

Naturalmente, decir que los desequilibrios externos están asociados a excesos de absorción doméstica es, de acuerdo con (I.1), una mera tautología. La cuestión es determinar las relaciones de causalidad entre ambos fenómenos.

En efecto, la naturaleza del problema será completamente diferente si el desequilibrio externo es consecuencia de un nivel de absorción doméstica insustentable por la producción interna de pleno empleo, o bien si el exceso de absorción interna es el resultado de un empeoramiento exógeno de las cuentas externas ocasionado, por ejemplo, por un aumento de los pagos de intereses al exterior (que eleva Z y, en consecuencia, disminuye YBN). Mientras que en el primer caso el exceso de absorción interna involucra una transferencia efectiva de recursos reales desde el exterior, en el segundo caso el crecimiento del ahorro externo no tiene como contrapartida ninguna transferencia adicional de recursos reales provenientes del resto del mundo.

En los Cuadros 2 y 3 se presenta la evolución del ahorro interno, del ahorro externo, del ingreso nacional y de los pagos netos de servicios al exterior (medidos en proporción al PBI) desde 1961 hasta la actualidad.

Como se advierte en el Cuadro 3, hasta fines de la década pasada el aporte del ahorro externo fue, en promedio, muy poco significativo. Durante los últimos años, sin embargo, dicho aporte subió ostensiblemente, llegando a representar casi 5 puntos porcentuales promedio del PBI entre 1980 y 1984, lo cual representa casi un tercio del ahorro total disponible en esos años.

Simultáneamente, la participación del ahorro interno, que se mantuvo en alrededor del 20% anual promedio en los cuatro quinquenios que median entre 1961 y 1980 (mostrando, incluso, una suave tendencia creciente) cayó, luego de producida la crisis financiera y cambiaria de 1980-81, casi 10 puntos porcentuales promedio en relación al período inmediato anterior.

Como contrapartida de ambos procesos, la participación de la inversión bruta en el PBI, que hasta comienzos de la presente década había oscilado en torno al 20%, mostró para el lapso 1980-85 una caída promedio de más de cinco puntos porcentuales.

Si se observa la evolución de dichas variables a lo largo del último período, sin embargo, la situación se revela aún más dramática: entre 1980 y 1985 tanto el ahorro interno como el externo disminuyeron fuertemente su participación en el producto. Paralelamente, se produjo un drástico ajuste de la inversión agregada, cuya participación pasó de un 23% del producto en 1980 a apenas un 11% en 1985. Volveremos sobre esta cuestión un poco más adelante.

Cuáles son las razones de una evolución tan desfavorable? Observando exclusivamente el comportamiento del ahorro externo, sistemáticamente positivo desde 1979, podría argumentarse que la raíz de las dificultades estuvo en que la economía argentina mantuvo niveles excesivos de absorción doméstica. Semejante diagnóstico, sin embargo, resulta insostenible si se tiene en cuenta que la inversión bruta fija de los últimos años se encuentra en niveles inferiores a los de principios de la década del 70, y que el consumo ha crecido en los últimos quince años a una tasa inferior a la tasa de crecimiento demográfico.

La causalidad ha operado, en realidad, en sentido contrario. Fue el violento aumento de los pagos por servicios financieros al exterior el que afectó abruptamente la capacidad de ahorro e inversión doméstica.

En efecto, entre 1961-65 y 1976-79 los pagos al exterior sólo crecen ligeramente, pasando del 0,5% anual promedio del producto al 1,6%. Sin embargo, la aceleración producida entre este último período y 1980-85 es dramática, ya que tal proporción se ubica, en el promedio de esos años, arriba del 6% del PBI (Cuadro 3). Esto último, unido al deterioro de los términos del intercambio, hace que se produzca un cambio estructural en la relación YBN/PBI. Mientras tal relación nunca fue menor al 98% anual promedio en los tres quinquenios entre 1961 y 1975, en 1976-1979 se ubica en el 97,5% llegando en 1980-85 al 93,2% (Cuadro 3).

Desagregando esta serie en función de los datos anuales, puede observarse que partiendo de un nivel de 100 en 1974, el

persistente endeudamiento, unido a la caída de los términos del intercambio, produjo una caída continua de la relación YBN/PBI, que en 1985 termina por ubicarse en un nivel cercano al 90%. Resulta claro, entonces, que la caída del YBN, sumada al hecho de que la proporción consumida del PBI haya subido levemente, ocasionó una continua reducción de la capacidad de ahorro interno. Para mantener la proporción Inversión/PBI en los niveles históricos, la brecha financiera a ser cubierta por el ahorro externo debería ser cada vez mayor. Con el agravante de que el proceso tendría un componente de retroalimentación, ya que el aumento del ahorro externo generaría mayor endeudamiento, pagos de intereses más elevados y, ceteris paribus, nuevas caídas del YBN y menor ahorro interno.

La dimensión del problema, así como sus potencialidades explosivas, quedan evidenciadas por la magnitud del ajuste que la evolución de los mercados financieros internacionales impuso a la inversión doméstica. En efecto, debido al peso adquirido por los pagos de intereses externos, fue necesario que entre 1980 y 1985 la participación de la inversión en el producto cayera nada menos que 12 puntos porcentuales (pasando del 23% al 11%) y que, en consecuencia, la balanza comercial pasase de un déficit del 4% a un superávit del 8% del producto, para que la economía se ajustase a una reducción de 4 puntos porcentuales del producto en la disponibilidad de ahorro externo (Cuadros 2 y 6).

La pregunta que corresponde formular es, entonces, por qué el stock de deuda y sus correspondientes servicios crecieron de la

manera que lo hicieron sin que, al mismo tiempo, se observase un crecimiento más o menos correlativo del producto interno?

Un punto importante a tener en cuenta es el desmesurado aumento de las tasas de interés internacionales, unido a la depresión de los términos de intercambio. Sin embargo, nos interesa remarcar otra cuestión. Si el elevado nivel de endeudamiento se debiera a un exceso en los niveles de inversión y consumo pasados, entonces tendría sentido decir que la necesidad (actual) de ahorro externo se deriva de un exceso (pasado) del gasto sobre el ingreso doméstico. Sin embargo ése no fue el caso. El stock de deuda acumulado no se explica por el comportamiento de los flujos de gasto e ingreso, sino por las transacciones originadas en la cuenta capital. Es decir, el endeudamiento y la consiguiente caída (en términos proporcionales al ingreso) del ahorro interno debido a la necesidad de hacer frente a los pagos de servicios de la deuda, son resultado de desajustes en el sector financiero de la economía.

En efecto, luego de producido el ajuste externo de 1975-76, en 1977 la economía estuvo en condiciones de crecer al 6% y generar, simultáneamente, un superávit de 1290 millones de dólares en cuenta corriente. Nada hacía pensar en ese momento que en los años siguientes el país debería endeudarse de la forma en que lo hizo para financiar futuros excesos de absorción interna. En segundo lugar, si bien posteriormente las políticas cambiaria y arancelaria indujeron fuertes cambios en la propensión a importar, que se tradujeron en un sensible aumento de las importaciones de bienes y servicios en el trienio 1979-81, también es cierto que

las fuertes devaluaciones de 1981 en adelante - unidas a ciertas medidas restrictivas - volvieron a ubicar a dicha variable en los niveles de 1976.

En consecuencia, si se toma todo el período 1976-1982 durante el cual se produjo el crecimiento acelerado de la deuda externa, resulta que la balanza comercial arrojó un saldo positivo, mientras que el saldo de los servicios reales, si bien resultó negativo, por su cuantía no puede justificar el fuerte aumento de la deuda. Este incremento, entonces, no se debió en lo esencial al exceso de gasto interno. La contrapartida del mayor pasivo con el exterior no fue gasto improductivo en turismo o en importaciones suntuarias. Tampoco lo fue la sobreinversión. Tales gastos podían ser financiados con los superávits del comercio exterior y, a lo sumo, con un moderado endeudamiento.

Si en la actualidad la cuenta corriente del balance de pagos se ha convertido en estructuralmente deficitaria, ello se debió al peso cada vez mayor de los pagos en concepto de servicios financieros, asociados al incremento de la deuda con el exterior. Y para saber dónde está la contrapartida en el activo de los aumentos del pasivo, hay que mirar las transacciones de stocks y no las de flujos. En efecto, el rubro "capitales no especificados" de la cuenta capital del balance de pagos fue negativo en forma permanente durante todo el período antes mencionado, acumulando un déficit de alrededor de 10 mil millones de dólares. A ello hay que agregarle las salidas de capital no captadas por las estadísticas de balance de pagos, que nuestras estimaciones sitúan en 12 mil millones de dólares.²

En relación a la pregunta que nos formuláramos, pues, el problema central ha sido que el endeudamiento externo contraído, origen de un flujo de pagos al exterior que deprime el ingreso nacional y el ahorro interno, no fue utilizado para ejecutar las inversiones que, por su parte, deberían generar los ingresos necesarios para afrontar esos pagos. Por el contrario, debido al sistema financiero y cambiario implementado durante la experiencia aperturista, dicho endeudamiento se utilizó para financiar las fugas de capitales hacia el exterior. De ahí que el país hoy deba hacer frente a los servicios de su abultada deuda externa con un stock de capital productivo no mucho mayor que el que tenía a principios de la década pasada.

2. Ahorro público y ahorro privado

El análisis realizado hasta aquí puede profundizarse desagregando el ahorro y la inversión internos en sus componentes público y privado. Para ello, podemos reformular la expresión (I.3) escribiendo:

$$(I_P - A_P) + (I_G - A_G) = A_E \quad (I.4)$$

donde los subíndices P y G se refieren al sector privado y al sector público respectivamente. El ahorro privado y el ahorro público, por su parte, quedan definidos de la siguiente manera:

³ Ver, sobre el particular, Frenkel y Fanelli (1985).

$$A_p = (Y - T - Z_p) - C_p \quad (I.5)$$

$$A_g = T - Z_g - C_g \quad (I.6)$$

Es decir, el ahorro privado es la diferencia entre el ingreso disponible del sector $(Y - T - Z_p)$ y su gasto de consumo (C_p) , y el ahorro público la diferencia entre la recaudación de impuestos netos de subsidios y pagos de intereses internos (T) , por un lado, y sus pagos externos (Z_g) más sus gastos operativos corrientes (C_g) , por el otro.

Por lo tanto, en (I.4) quedan retratadas la situación presupuestaria del sector privado y la del gobierno, así como sus relaciones con el ahorro del resto del mundo. La diferencia entre la inversión y el ahorro públicos constituye el déficit (si la diferencia es positiva) o superávit (si es negativa) presupuestario del gobierno, y lo propio ocurre con la diferencia entre inversión y ahorro privados. De acuerdo con (I.4), si los desequilibrios presupuestarios de ambos actores no se compensan mutuamente en la medida necesaria para hacer nulo el lado izquierdo de dicha expresión, la brecha subsistente deberá ser cubierta con ahorro externo (positivo o negativo).

Supongamos, por ejemplo, que el presupuesto del gobierno resulta deficitario. En ese caso, el financiamiento necesario deberá provenir del superávit presupuestario del sector privado, del ahorro externo, o de ambos. De cualquier forma, como ya había quedado evidenciado en el análisis agregado, siempre que se

observe ahorro externo positivo habrá exceso de absorción doméstica (sea del gobierno o del sector privado), aunque por sí sola esta constatación no nos permita afirmar si la causalidad corre en uno u otro sentido.

En la Argentina no se cuenta con un esquema de flujo de fondos que permita estudiar con detalle las transacciones financieras entre los diferentes sectores que conforman el sistema económico. No obstante ello, utilizando diversas fuentes de información pueden derivarse algunas conclusiones relevantes que, si bien son aproximadas, permiten detectar algunos cambios realmente significativos en la capacidad de generación de ahorros y realización de inversiones por parte del sector público y el sector privado. Conociendo el monto del ahorro externo y del déficit fiscal, ambos en proporción al PBI, es posible estimar en forma aproximada la evolución del superávit (déficit) presupuestario del sector privado, también como proporción del producto. Es lo que hemos hecho en los Cuadros 4 y 5.

Como era de esperar, en los mismos puede observarse, en primer lugar, que las cuentas del sector público han sido permanentemente deficitarias. Si se exceptúan los períodos 1967-70 y 1975-76, que pueden considerarse atípicos, desde 1961 hasta 1980 inclusive el déficit fiscal ha fluctuado entre un piso del 4% y un techo del 8% del PBI. Hasta ese último año, por lo tanto, el proceso de liberalización y apertura financiera iniciado en 1977 no había producido, en materia fiscal, cambios significativos respecto de la tendencia histórica. Desde 1981, sin embargo, la participación del déficit fiscal en el producto aumentó

abruptamente, siendo entre ese año y 1985 seis puntos porcentuales promedio superior al período 1977-80.

Cómo fue financiado semejante aumento del déficit fiscal?

Ya vimos que, hasta 1979, el ahorro externo había sido, en promedio, poco significativo. Eso quiere decir que el déficit estructural de las cuentas fiscales se había correspondido con un superávit también estructural de las cuentas privadas y que ambos habían sido, en promedio, de similares dimensiones.

La simetría de las cuentas públicas y privadas comienza a quebrarse, sin embargo, en ese mismo año, y se hace evidente a partir de 1980. Considerando el período 1981-85 en relación al período 1977-80, la brecha provocada por el aumento promedio del déficit fiscal en 6% del producto fue cubierta en partes iguales por el crecimiento del superávit financiero privado y del ahorro externo.

Más interesante todavía es analizar la evolución anual de estas variables durante dicho período. En 1979, durante el primer año de aplicación del plan de pautas cambiarias anunciado el 20 de diciembre del año anterior (al cual nos referiremos más adelante), el ahorro externo aumentó casi 3,5 puntos del producto en relación al año anterior, pasando de -1,6% a +1,8%. Ese aumento se debió, en gran medida a la fuerte reducción experimentada por el superávit de la balanza comercial de bienes y servicios (que pasó de casi 2.500 millones de dólares en 1978 a menos de 350 millones en 1979) como consecuencia de la política de apertura y del atraso cambiario imperantes. Aunque sin alcanzar la dimensión que

tuvieron posteriormente, los servicios financieros también comenzaban a incidir negativamente: de un saldo favorable de casi 350 millones de dólares en 1977, pasaron a un saldo desfavorable de casi 700 millones en 1978 y superaron los 900 millones en 1979.

En el plano interno, el referido aumento del ahorro externo tuvo por contrapartida una disminución prácticamente equivalente del superávit financiero privado (cuya participación en el producto cayó del 8,4% en 1978 al 4,3% en 1979). Como porcentaje del producto, por su parte, el déficit fiscal apenas se redujo ligeramente.

En 1980 el ahorro externo vuelve a aumentar fuertemente, llegando a representar 5,5 puntos del PBI. En ese año no sólo la balanza comercial volvió a deteriorarse severamente, generando (por primera vez desde 1975) un déficit de casi 3.300 millones de dólares, sino que los servicios financieros pagados al exterior superaron los 1.500 millones de dólares. A nivel doméstico, por su parte, el superávit privado se reduce una vez más (alcanzando apenas el 2% del PBI), pero en esta ocasión la participación del déficit fiscal en el producto comienza a aumentar (ubicándose en el 7,5%).

A partir de 1981, en cambio, el déficit en cuenta corriente, como ya señaláramos más arriba, está claramente asociado al pago de servicios financieros. Los mismos suben un 140% en relación al año anterior y continúan creciendo en los años siguientes, ubicándose en una media superior a los 5000 millones de dólares en el período 1982-85. Como reflejo del intenso

esfuerzo de ajuste externo al que se vio sometida la economía argentina desde ese momento, por su parte, el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios se redujo sustancialmente en ese año, y a partir del siguiente se transformó en fuerte superávit. A lo largo del período 82-85, en consecuencia, la economía estuvo, en promedio, transfiriendo recursos reales al exterior por unos 3000 millones de dólares anuales aproximadamente.

Durante 1981, la mejora de la balanza comercial fue insuficiente para contrarrestar el aumento de los pagos de servicios financieros y, por ese motivo y por la fuerte caída verificada en el PBI de ese año, la participación del ahorro externo en el producto experimentó un nuevo aumento, situándose en el 6,8%. Desde 1982, en cambio, dicha participación comienza a declinar, fundamentalmente como consecuencia del sistemático aumento observado en el superávit comercial externo.

Cómo se comportaron durante esos años el déficit fiscal y el superávit financiero privado? La gradual reducción del ahorro externo tuvo necesariamente por contrapartida, en el plano doméstico, la disminución del exceso de inversión sobre el ahorro interno. Sin embargo, el comportamiento del sector público y del sector privado en el proceso de ajuste fue sumamente dispar.

En efecto, a pesar de la declinación verificada en el ahorro externo, la participación del déficit fiscal en el producto prácticamente se duplicó entre 1980 y 1982 (llegando en ese año al 15%) volvió a subir en 1983 y, aunque se redujo ligeramente, se

mantuvo elevadísima en 1984. La combinación de ambos procesos (reducción del ahorro externo y aumento del déficit fiscal), por su parte, sobredimensionó el ajuste que debió realizar el sector privado, cuyo superávit financiero pasó de un piso del 2% del producto en 1980 a un promedio cercano al 10% para el período 1982-84, básicamente como consecuencia del derrumbe de la inversión realizada por el sector.

Recién en 1985, como consecuencia de las medidas fiscales tomadas en el marco del Plan Austral a partir del mes de junio, se consigue reducir significativamente el déficit del sector público, cuya participación en el producto para el año en su conjunto cae al 6%, porcentaje que constituye la mitad del observado el año anterior. Aunque el ahorro externo continúa cayendo, la reducción del déficit público es lo suficientemente intensa como para que el superávit financiero privado requerido para cerrar la brecha fiscal sea sensiblemente inferior al observado en los años anteriores.

En la subsección anterior mostramos los efectos del proceso de endeudamiento externo y del ajuste posterior sobre la capacidad de ahorro e inversión de la economía. En ésta, al distinguir las cuentas del gobierno y del sector privado nos deparamos con un segundo problema: el desmesurado aumento del déficit fiscal y la necesidad de financiarlo crecientemente en los mercados domésticos, con recursos provenientes del sector privado, a medida que la evolución de los mercados financieros internacionales generaba una disponibilidad cada vez menor de ahorro externo.

Cuál es la relación entre los compromisos externos generados por el proceso de endeudamiento y las mayores necesidades de financiamiento domésticas del gobierno? Dicha relación debe buscarse en la composición del endeudamiento externo. En efecto, como muestra el Cuadro 8, la participación del sector público en la deuda externa total fue significativa desde el comienzo mismo del proceso de apertura financiera de la segunda mitad de la década pasada. Pero además, como revela el mismo cuadro, luego del auge del endeudamiento externo privado de los años 1979 y 1980, la referida participación creció sustancialmente a partir de la crisis financiera y cambiaria de 1980-81, hasta llegar a representar el 80% de la deuda externa total en 1985. Semejante crecimiento estuvo asociado a diversos mecanismos a través de los cuales el gobierno estatizó la deuda externa durante el proceso de fuga de capitales privados.

Al mismo tiempo que aumentaba su deuda externa, por supuesto que también lo hacían los pagos de intereses externos que debía asumir el gobierno. Ceteris paribus, los mayores pagos externos inevitablemente se traducían en un aumento del déficit fiscal y, al estar cada vez más limitado el acceso al ahorro externo, de sus necesidades financieras domésticas que debían ser satisfechas con recursos provenientes del superávit privado.

Las transferencias internas de recursos del sector privado al público necesarias para posibilitar el cumplimiento de los compromisos externos de este último fueron, como vimos, sumamente elevadas a partir de 1981. Hasta el inicio del Plan Austral a

mediados de 1985, dichas transferencias debieron realizarse, básicamente, a través de los mercados financieros domésticos. Las fuertes tensiones originadas en este hecho están en la raíz de la extrema inestabilidad observada en el funcionamiento de dichos mercados durante ese período. Este fenómeno constituye un problema de naturaleza diferente a los efectos reales del ajuste externo sobre la inversión y el nivel de actividad, que ha sido frecuentemente ignorado en los análisis sobre el período reciente de la economía argentina. Por sus importantes implicancias sobre el diagnóstico y sobre las recomendaciones de política, volveremos sobre la cuestión en la tercera sección de este trabajo.

3. Los hechos estilizados

En síntesis, una visión estilizada de la evolución del ahorro interno, el ahorro externo y la inversión a partir del fracaso de la experiencia de liberalización y apertura podría esbozarse de la siguiente manera:

a) A partir de 1981 el drástico aumento de los pagos de servicios financieros externos afectó sensiblemente la capacidad de ahorro e inversión de la economía. El aumento de los pagos al exterior fue consecuencia, en parte, del aumento de las tasas de interés internacionales, pero sobretudo del creciente endeudamiento externo inducido por el proceso aperturista. En lo fundamental, por otra parte, el endeudamiento externo no se debió a excesos de absorción doméstica, sino que fue utilizado para financiar fuertes salidas de capitales hacia el exterior

originadas en las decisiones de portafolio del sector privado.

b) Precisamente, por ese motivo el grueso de la deuda externa quedó en manos del sector público, que no pudo impedir que el déficit fiscal creciera pari passu con el aumento de sus compromisos externos.

c) En un primer momento, una parte importante de los desequilibrios domésticos pudo financiarse con el aumento del ahorro externo. Sin embargo, a partir de 1982 la reversión de las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros internacionales racionó la oferta de crédito externo e hizo disminuir año tras año el ahorro proveniente del resto del mundo.

d) La retracción del ahorro externo obligó a la economía a generar enormes saldos favorables en su balanza comercial. La contrapartida doméstica de esa retracción no fue, en lo fundamental, el aumento de las exportaciones, sino el derrumbe de la inversión, tanto pública como privada.

e) Desde el punto de vista de las relaciones entre el sector público y el privado, la retracción del ahorro externo ocasionó, además, enormes dificultades de índole financiera. En efecto, a medida que el gobierno conseguía refinanciar una parte cada vez más pequeña de sus compromisos externos con ahorro del resto del mundo, crecía la parte que debía ser cubierta con divisas resultantes del superávit comercial externo generado por el sector privado. Profundamente desarticulado, hasta mediados de 1985 el sector público sólo estaba en condiciones de conseguir los

recursos necesarios para comprar esas divisas colocando títulos de deuda interna en el sector privado. Por la magnitud de las transferencias involucradas, ello fue posible únicamente a costa de la desestabilización de los mercados financieros domésticos.

f) A partir de la segunda mitad de 1985, los mecanismos de transferencia interna que mencionamos en el punto anterior cambian sustancialmente. En el marco del Plan Austral, el gobierno consigue aumentar significativamente sus ingresos corrientes y, en menor medida, también reduce sus gastos operativos. Esto se traduce en una fuerte reducción del déficit fiscal, que alivia las presiones sobre los mercados de activos domésticos y permite sentar las bases de la rearticulación del sistema monetario y financiero.

Lo que nos proponemos a continuación es discutir más detalladamente estos hechos estilizados y las relaciones de causalidad que los originaron.

II. APERTURA FINANCIERA, CRISIS CAMBIARIA Y GENESIS DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La experiencia "neo-ortodoxa"⁴ de apertura y liberalización financiera se inicia en 1977 con la Reforma del sistema financiero doméstico y la liberación del mercado cambiario, y se profundiza a partir de diciembre de 1978 con la decisión oficial de anunciar anticipadamente la evolución futura del tipo de cambio.

1. El enfoque monetario del balance de pagos y el plan de pautas cambiarias

De acuerdo con la inspiración teórica que guió las reformas financieras y cambiarias, se esperaba que las mismas asegurasen, desde el punto de vista del funcionamiento de dichos mercados, una situación próxima de la movilidad perfecta de capitales entre la economía argentina y el resto del mundo.

Como es sabido, las condiciones requeridas para la vigencia de la hipótesis de movilidad perfecta son: a) que los activos (pasivos) externos e internos sean sustitutos perfectos y, b) que el ajuste de los portafolios ante discrepancias en los rendimientos de dichos activos (pasivos) sea instantáneo.⁵

⁴ El calificativo "neo-ortodoxo" es empleado en Frenkel (1980), donde se justifica su utilización.

⁵ El enfoque standard de una economía abierta con movilidad perfecta de capitales puede encontrarse en Williamson (1983) y Dornbusch (1980).

Teniendo en cuenta que la economía argentina es pequeña, se esperaba que la movilidad irrestricta, combinada con una política que pautaba oficialmente la evolución futura del tipo de cambio (variante "dinámica" de las políticas de tipo de cambio fijo), igualaría la tasa de interés doméstica (i) a la suma de la tasa de interés internacional corregida por los costos de transacción (i^*) más la tasa anunciada de devaluación (e_A)⁴:

$$i = i^* + e_A \quad (II.1)$$

De acuerdo con el enfoque monetario del balance de pagos, por lo tanto, bastaría con que el Banco Central mantuviese bajo control la oferta monetaria de origen interno para evitar cualquier problema en el sector externo de la economía.

En efecto, según este enfoque los desequilibrios en el balance de pagos resultarían un simple reflejo de los desequilibrios monetarios internos: la variación de reservas internacionales sería, en ese caso, el mecanismo de ajuste entre oferta y demanda de dinero, y cesaría una vez restablecido el equilibrio en dicho mercado. Por lo tanto, aunque la política monetaria (siempre desde esta perspectiva teórica) no tendría manera de afectar la tasa de interés, sería en cambio el instrumento central del equilibrio externo, concebido éste en términos del resultado global del balance de pagos (variación de

⁴ En rigor, la hipótesis de movilidad perfecta admite la existencia de un diferencial constante entre el rendimiento de los activos internos y externos. Sin pérdida de generalidad,

reservas) y no apenas del saldo en cuenta corriente.

Si, además, los mercados de bienes operasen bajo condiciones de arbitraje perfecto, por la ley del precio único la tasa de inflación doméstica (p) debería igualarse a la suma de la tasa de inflación internacional (p^*) y la tasa anunciada de devaluación:

$$p = p^* + e_a \quad (II.2)$$

De todo esto podría concluirse que un programa de estabilización como el iniciado el 20 de diciembre de 1978, que se basaba en el preanuncio de la evolución futura del tipo de cambio según una pauta de ajustes decrecientes e inferiores a la inflación corriente, y en la determinación de metas de crecimiento de la oferta monetaria interna consistentes con dicha pauta, sería una política antiinflacionaria prácticamente sin costos. A medida que las devaluaciones resultasen cada vez menores, la tasa de inflación y la tasa de interés internas tenderían a converger, respectivamente, a la tasa de inflación y a la tasa de interés internacionales. Mientras la tasa real de interés externa se mantuviese constante, la tasa real de interés doméstica también permanecería inalterada, sin afectar el nivel de actividad; y en tanto la oferta monetaria doméstica se mantuviese bajo control, la evolución del balance de pagos no causaría problemas.

En marzo de 1981, cuando finalmente debe abandonarse la

 asumiremos que dicho diferencial es nulo.

política de pautas cambiarias en medio de una aguda crisis del sistema financiero y del sector externo, la realidad era muy diferente a la pronosticada por la teoría del enfoque monetario. La inflación interna estaba muy lejos de la convergencia con la inflación internacional, y tal circunstancia había ocasionado la acumulación de un fuerte atraso cambiario. La tasa real de interés interna era muy superior a la tasa real externa. La economía atravesaba una recesión severa que habría de extenderse hasta mediados de 1983. Por último, en relación a la situación del balance de pagos, la especulación cambiaria había invertido la causalidad entre reservas y oferta monetaria interna: para evitar la falencia generalizada del sistema financiero, el Banco Central acomodaba pasivamente la fuga de capitales mediante el otorgamiento de redescuentos a los bancos afectados por la corrida de depósitos.

A qué se debió semejante discrepancia entre las predicciones del enfoque monetario y la realidad? Aunque en la práctica naturalmente intervinieron numerosos factores, dos fueron, a nuestro juicio, las causas fundamentales del fracaso de la política de pautas y de la experiencia aperturista: a) un diagnóstico equivocado de la naturaleza del proceso inflacionario y, b) la desconsideración de la incertidumbre característica de la economía argentina y de sus efectos sobre las expectativas cambiarias del sector privado.

2. El fenómeno de la alta inflación

Desde el punto de vista de la dinámica inflacionaria, el plan de pautas confiaba en la vigencia generalizada de la ley del precio único. De acuerdo con la misma, los precios internos de una economía pequeña y abierta tenderían a igualarse a los precios internacionales convertidos por el tipo de cambio, y su evolución temporal resultaría aproximadamente igual a la suma de la tasa de inflación externa más la tasa de devaluación.

A pesar de ser relativamente abierta, sin embargo, la economía argentina cuenta con un significativo sector de bienes y servicios no-transables, cuya dinámica de precios no puede ser adecuadamente representada por la ley del único precio.

La importancia de dicho sector, claro está, no se debe principalmente a la presencia de elevados costos de transporte para determinados bienes y servicios, sino más bien a la existencia de actividades (predominantemente manufactureras) altamente protegidas por la estructura arancelaria y por otras restricciones comerciales, y al peso del estado como proveedor directo o indirecto de numerosos bienes y servicios. Por otra parte, las generalizadas rebajas arancelarias dispuestas en el marco de la experiencia aperturista durante el período 1977-80 no consiguieron modificar de manera relevante dicha realidad porque, entre otros factores, los agentes económicos evaluaron (acertadamente) que tales rebajas serían transitorias.

Reconocida la existencia de dos sectores uno, de bienes y

servicios transables y el otro de no-transables, la tasa de inflación para la economía en su conjunto debería definirse como el promedio ponderado de las tasas de variación de los precios transables (P_T) y no-transables (P_N):

$$P = h_N P_N + h_T P_T \quad (\text{II.3})$$

donde los coeficientes h_N y h_T suman 1 y constituyen, respectivamente, las participaciones medias de cada sector en la oferta global.

Admitiendo que, efectivamente, la dinámica de los precios transables responda a lo previsto por la ley del precio único, tendríamos:

$$P_T = p^* + e \quad (\text{II.4})$$

siendo p^* la tasa de crecimiento de los precios transables en el mercado internacional y e la tasa de devaluación.

Sustituyendo esta última ecuación en la anterior nos queda, por lo tanto:

$$P = h_N P_N + h_T (p^* + e) \quad (\text{II.5})$$

Observando con atención esta expresión, resulta evidente que la tasa de inflación doméstica sólo será igual a la suma de la inflación internacional más la tasa de devaluación (hipótesis de la política de pautas cambiarias) en dos circunstancias extremas:

a) si la participación del sector no-transable en la oferta agregada es nula ($h_N = 0$) ó, b) si en ausencia de shocks de oferta o cambios en las preferencias, los efectos sustitución en la demanda son tan rápidos y significativos como para igualar el ritmo de incremento de los precios no-transables al de los transables.

La primera posibilidad quedó descartada por hipótesis. En cuanto a la segunda, es obvio que se trata de un caso polar que, en general, no tendrá ningún referente empírico. Sin embargo, las razones para esperar un comportamiento autónomo de los precios no-transables en el pasado reciente de la economía argentina son más específicas, y tienen sólidos fundamentos teóricos.

En efecto, a partir del violento shock devaluatorio de junio de 1975 y de los fuertes reajustes salariales obtenidos compensatoriamente por los sindicatos, quedó establecido un nuevo piso inflacionario. Desde entonces y hasta el comienzo del Plan Austral la inflación no bajó del 100% anual (comparando promedios anuales de precios), cifra sólo superada anteriormente en 1959.

Como es sabido, en alta inflación la variabilidad de los incrementos nominales aumenta significativamente (período a período y de producto a producto) y, en consecuencia, el sistema de precios relativos y la propia distribución del ingreso y la riqueza se tornan sumamente inestables.

Semejante contexto contribuye a crear un clima de aguda incertidumbre en relación al futuro y genera, por lo tanto,

conductas defensivas por parte de los agentes económicos en todos aquellos mercados no expuestos a la competencia externa. Los contratos establecidos en términos nominales tienden a desaparecer. Los contratos indexados, por su parte, no son un sustituto perfecto de la estabilidad, porque no pueden evitar los riesgos asociados a cambios imprevistos de precios relativos. Por esta razón, aunque se contemplen cláusulas de indexación de los precios involucrados, niveles más elevados de inflación estarán generalmente asociados a períodos más breves de duración de los contratos. Esta circunstancia, por su vez, reforzará el clima de incertidumbre reinante y hará muy costosa la búsqueda de información relevante para la toma de decisiones.

En este punto cabe preguntarse, entonces, cómo se establecen los contratos por bienes y servicios no-transables en un contexto de alta inflación. Para responder a esta cuestión, no es suficiente conocer la manera en que los agentes forman sus expectativas. Es preciso considerar, también, los costos asociados a la búsqueda de información y al conflicto y renegociación de los contratos en caso de ruptura. Teniendo en cuenta estos factores, mientras la evolución de los precios relativos no presenta cambios excesivamente bruscos en perjuicio de alguna de las partes involucradas, la indexación a la inflación pasada constituye un mecanismo racional para el establecimiento de relaciones contractuales entre las mismas.

En particular, este es el caso de los contratos laborales. En efecto, por las particulares características del mercado de trabajo, la fijación de salarios está significativamente

condicionada por el contexto institucional. Dicho contexto abarca desde hábitos, convenciones y normas éticas culturalmente arraigadas, hasta la orientación de las políticas económicas y el poder de negociación de los sindicatos y está, por lo tanto, históricamente determinado. Sin embargo, en la medida en que los condicionantes institucionales se mantienen razonablemente estables, la regla de indexación salarial a la inflación pasada tiende a generalizarse, no por presuntas irracionalidades en la formación de expectativas ni por la presencia excluyente de ciertas políticas salariales, sino por una motivación más básica: la necesidad de anclar los contratos en una regla simple, capaz de minimizar los costos de información y transacción y de estabilizar las relaciones laborales limitando la posibilidad de conflictos.

La dinámica inflacionaria experimentada por la economía argentina durante la última década resulta más comprensible a partir de este enfoque. Consideremos con mayor detalle esa dinámica.

En materia de formación de precios, el sector de bienes y servicios no-transables reconoce la presencia, al menos, de tres mecanismos claramente diferenciados. El primero es el de los precios flexibles, que corresponden básicamente a los mercados de alimentos no manufacturados o de materias primas no transables, donde los agentes económicos son tomadores de precios y éstos se muestran más o menos sensibles a los excesos de demanda u oferta. Sin embargo, como en estos mercados los shocks de oferta son frecuentes y la demanda es sumamente inelástica, la dinámica de los precios flexibles tiende a acentuar la volatilidad del proceso

inflacionario y la inestabilidad de los precios relativos.

El segundo mecanismo es el de los precios administrados, que corresponde al sector manufacturero. Por ser éste un sector protegido de la competencia externa, de oferta concentrada y que opera en mercados menos transparentes y más personalizados, permite a las empresas tomar decisiones de precios. La regla del mark-up proporciona una estilización adecuada de tales decisiones.

El sector público, finalmente, fija los precios de los servicios públicos. En un régimen de tipo de cambio fijo como el vigente en la economía argentina, esta última variable también constituye un instrumento de política cuya evolución es decidida por el gobierno.

Teniendo en cuenta esta desagregación, la tasa de variación de los precios no-transables en un período determinado resulta de promediar los aumentos de precios flexibles (p_F), administrados (p_A) y públicos (p_G) producidos en el mismo período, ponderados por la participación de cada uno en la oferta global del sector (h_F , h_A y h_G respectivamente):

$$P_N = h_F P_F + h_A P_A + h_G P_G \quad (II.6)$$

Suponiendo una proporción de mark-up constante, la evolución de los precios administrados, por su parte, depende de la marcha de los costos primos del sector, constituidos básicamente por el costo laboral y el de los insumos intermedios comercializables internacionalmente. Asumiendo que en el corto

plazo no hay cambios apreciables en la productividad del trabajo, la tasa de variación de los costos laborales está dada por la tasa de aumento de los salarios medios (w). La evolución del costo de los insumos transables en un período determinado, por su lado, resulta igual a la variación de sus precios en los mercados internacionales más el reajuste experimentado por el tipo de cambio en dicho período. Por lo tanto:

$$P_A = h_w w + h_E (p^* + e) \quad (\text{II.7})$$

donde los coeficientes h_w y h_E suman 1 y representan, respectivamente, la participación de los costos laborales y de los costos de insumos transables en el costo unitario normal del sector, siendo por lo tanto constantes en el corto plazo.

Sustituyendo (II.6) y (II.7) en (II.5) nos queda, finalmente:

$$P = h_F^I P_F + h_O^I P_O + h_w^I w + h_E^I (p^* + e) \quad (\text{II.8})$$

donde $h_F^I = h_N h_F$, $h_O^I = h_N h_O$, $h_w^I = h_N h_A h_w$ y $h_E^I = h_N h_A h_E + h_T$, y su suma es igual a la unidad. La constancia de los coeficientes, como ya se comentó, subraya la poca relevancia de los efectos sustitución no sólo en la demanda sino también en la oferta agregada.

De acuerdo con (II.8), pues, la tasa de inflación no sólo depende de la tasa de variación de los precios transables (sensible a la política cambiaria del gobierno), sino que también

lo hace de la tasa de incremento de los precios flexibles, de la política de reajustes de los precios públicos y de la tasa de variación de los salarios medios.

Si la regla salarial predominante en el mercado de trabajo es la indexación a la inflación pasada, el modelo se completa con la siguiente expresión:

$$w = p_{-1} \quad (\text{II.9})$$

Una primera conclusión que surge claramente del modelo es la presencia de una fuerte inercia impuesta al proceso inflacionario por la vigencia de cláusulas formales o informales de indexación. En efecto, para mantener constante cualquier estructura de precios relativos, el modelo señala la existencia de una tasa de inflación positiva. Es decir, si $p_t = p_0 = w = p^* + e$, de modo que precios y salarios tienden a conservar su valor real, la ecuación (II.8) puede escribirse, teniendo en cuenta (II.9) de la siguiente manera:

$$p = p_{-1} \quad (\text{II.10})$$

En otras palabras, la indexación a la inflación pasada determina la existencia de una tasa de inflación de "equilibrio" no nula, que tiende a perpetuarse en el tiempo mientras permanece estable la estructura de precios relativos. Es decir, aunque no se verifiquen shocks de oferta y el gobierno siga una política pasiva en materia cambiaria y tarifaria, hay inflación en el presente simplemente porque hubo inflación en el pasado.

En segundo lugar, el modelo pone en evidencia la estrecha asociación causal que liga los cambios de precios relativos con variaciones en la tasa de inflación, idea clave del pensamiento estructuralista latinoamericano. Por esa razón, por ejemplo, intentos por mejorar el tipo de cambio real (que aumentan e) o el valor relativo de los precios públicos (que hacen lo propio con P_0), son exitosos porque aceleran el ritmo de inflación corriente y, de esa manera, hacen caer el valor real de los salarios (indexados a la inflación pasada) y de los precios flexibles (atados a las condiciones de oferta y demanda de sus propios mercados).

Desde el punto de vista de las políticas antiinflacionarias, por su parte, este resultado alerta contra los intentos de reducir la inflación actuando únicamente sobre los precios controlados por el gobierno, como fue el caso del plan de pautas cambiarias de diciembre de 1978. En efecto, debido a la inercia de los precios no-transables, cualquier tentativa de estabilización basada en la desaceleración progresiva del ritmo de devaluación apenas conseguirá disminuir la tasa de inflación en forma proporcional a la participación directa e indirecta de los bienes y servicios transables en la oferta agregada (medida por el coeficiente h_E^I). Pero además, si no se modifican las reglas de indexación salarial y si los efectos-sustitución vía demanda son insuficientes como para afectar significativamente el ritmo de crecimiento de los precios flexibles, tal reducción sólo se logrará a costa de una sensible caída del tipo de cambio real (atraso cambiario), circunstancia que a mediano plazo hará.

insustentable la continuidad de semejante política.

3. El papel de la incertidumbre

El segundo factor que contribuyó al fracaso de la política de pautas cambiarias de fines de la década pasada fue, junto al diagnóstico equivocado del proceso inflacionario, la desconsideración de la incertidumbre del sector privado en relación a la evolución futura del tipo de cambio. En verdad, no había razones prácticas ni teóricas para esperar que los anuncios cambiarios del gobierno gozarían instantáneamente de credibilidad absoluta.

Si se admite la existencia de incertidumbre, aún aceptando que el sistema financiero doméstico opere competitivamente, que la movilidad de capitales sea irrestricta y que la oferta de crédito externo resulta perfectamente elástica a la tasa de interés internacional vigente, las conclusiones relativas al funcionamiento de la economía serán muy diferentes a las obtenidas por el encuadre teórico que orientó la experiencia de liberalización y apertura ensayada durante la segunda mitad de la década pasada.

Para simplificar, concentrémonos en el comportamiento del mercado crediticio, suponiendo que sólo existen dos fuentes de recursos: el crédito en moneda local y el crédito en divisas.

Desde el punto de vista de los deudores, el problema

consiste en determinar la composición óptima de su cartera de obligaciones. Con incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio, las obligaciones domésticas e internacionales no son perfectamente sustituibles, aunque haya movilidad irrestricta de capitales y tipo de cambio fijado oficialmente.

En ese caso, aplicando el enfoque tobiniano sobre selección de portafolio en presencia de riesgo⁷ y conocidas las preferencias de los agentes (que se suponen adversas al riesgo) y sus expectativas de devaluación, la proporción de crédito externo en el endeudamiento total estará positivamente relacionada con la tasa de interés doméstica. En otras palabras, para que la participación de la deuda externa en el endeudamiento total aumente, será necesario que suba la tasa de interés doméstica.

Por este motivo, el diferencial entre las tasas interna y externa de interés ya no será exógeno e igual a la devaluación anunciada, como en el caso de ausencia de incertidumbre y sustitución perfecta, sino función creciente de la proporción de endeudamiento externo en el total. Es decir:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha) \quad (II.11)$$

donde s , la prima de riesgo cargada por los deudores, aumenta con α , el cociente entre el endeudamiento externo y el endeudamiento total.

⁷ La referencia tradicional es Tobin (1965). Una presentación

Un corolario importante de este análisis se refiere a los efectos de la política monetaria. Bajo la hipótesis de sustitución perfecta, habíamos visto que dicha política no tenía ningún efecto sobre la tasa de interés pero que, por el contrario, era sumamente efectiva para regular el nivel de reservas internacionales de la economía.

Sin sustitución perfecta, por el contrario, la política monetaria deja de ser neutra respecto a la tasa de interés doméstica. Aún suponiendo que las expectativas de devaluación coincidan con los anuncios oficiales, políticas tendientes a contraer (expandir) la liquidez de origen doméstico sólo conseguirán aumentar (disminuir) las reservas internacionales a través de su impacto alcista (bajista) sobre la tasa de interés interna. Ello se debe a que el sector privado únicamente ampliará la proporción de deuda externa en sus carteras si aumenta el diferencial entre dicha tasa, que se conoce de antemano, y el costo esperado del crédito externo, que es incierto.

Por ese mismo motivo, además, el valor del "coeficiente de compensación" entre liquidez doméstica y reservas internacionales será, en este caso, necesariamente inferior (en valor absoluto) al valor de dicho coeficiente en el caso de sustitución perfecta. Como señalan Damill y Frenkel (1985), aunque en la práctica resulte poco probable, es incluso posible que no exista compensación alguna entre ambas variables: en efecto, si la prima de riesgo es muy sensible a la proporción de endeudamiento externo

equivalente puede encontrarse en Hicks (1979).

y la demanda agregada de crédito resulta suficientemente elástica a la tasa de interés, puede eventualmente ocurrir que una disminución de la liquidez interna provoque una caída (y no un aumento) de las reservas internacionales, aunque en términos relativos el crédito externo crezca como proporción del crédito total.

Aún descartando esta posibilidad, cuando el análisis se extiende para admitir variaciones en el nivel de actividad, la entrada de capitales que una política monetaria restrictiva tiende a inducir no sólo será, ceteris paribus, menor a la que se produciría con sustitución perfecta, sino que se verá adicionalmente desalentada por los efectos recesivos del aumento de la tasa de interés, debido al impacto desfavorable de la caída en el ingreso sobre la demanda agregada de crédito. Una vez contemplado el "efecto ingreso", por lo tanto, el resultado final puede ser, incluso, una salida neta de capitales.

Hasta aquí, el análisis asumió simplemente que la credibilidad en los anuncios oficiales sobre la evolución futura del tipo de cambio no era absoluta, pero supuso implícitamente que el grado de incertidumbre permanecía inalterado. Esto fue suficiente para remarcar, en concordancia con el enfoque-stock de la cuenta de capital del balance de pagos bajo la hipótesis de sustituibilidad imperfecta^a, la relación existente entre el diferencial de tasas de interés y la composición del

^a El enfoque-stock de una economía abierta con movilidad imperfecta de capitales aparece desarrollado, entre otros, en Kouri-Porter (1974) y Dornbusch (1980).

endeudamiento, así como sus consecuencias respecto a la efectividad de la política monetaria.

Sin embargo, resulta difícil imaginar que agentes económicos racionales mantendrán inalteradas sus opiniones sobre la continuidad futura de la política cambiaria oficial, independientemente del resto de la información disponible, incluida la relativa a la evolución del sector externo de la economía. En este sentido, como los agentes saben que, en verdad, la oferta del crédito internacional no es infinitamente elástica cualquiera sea el nivel de endeudamiento externo de la economía, su incertidumbre sobre el curso futuro del tipo de cambio será mayor cuanto menos favorables sean los resultados obtenidos en la cuenta corriente del balance de pagos y cuanto menores sean las reservas disponibles.

Esta hipótesis, cabe agregar, parece especialmente relevante para la economía argentina, habida cuenta de la recurrencia de sus crisis externas y de las consecuentes y abruptas fluctuaciones experimentadas por el tipo de cambio.

Considerando esta circunstancia, la prima cargada por los tomadores privados al costo del endeudamiento externo no dependerá únicamente de la composición de su cartera; también estará afectada por el resultado de la cuenta corriente (CC) y por el stock de reservas internacionales (R), cuya evolución influirá sobre el grado de incertidumbre relativo al curso futuro del tipo de cambio. Teniendo en cuenta este factor, la ecuación (II.11) debe reescribirse de la siguiente manera:

$$i = i^* + e_A + s(\alpha, CC, R) \quad (II.12)$$

Es decir, el diferencial entre la tasa de interés doméstica e internacional será igual a la pauta oficial de devaluación (que por simplicidad asumiremos igual a la expectativa de devaluación del sector privado) más una prima variable, que además de estar positivamente relacionada con la participación del endeudamiento externo en la deuda total, será función creciente del déficit en cuenta corriente y función decreciente de las reservas internacionales.*

* La hipótesis que está por detrás de las expresiones (II.11) y (II.12) es considerar la expectativa de devaluación de la moneda doméstica como una variable aleatoria caracterizada por una distribución subjetiva de probabilidad con esperanza $E(e)$ y desvío típico $\delta(e)$. En esas condiciones, el crédito interno y el externo serán sustitutos imperfectos, y el arbitraje entre ambos (ignorando problemas de agregación) impondrá la siguiente igualdad:

$$i = i^* + E(e) + s[\alpha, \delta(e)] \quad (i)$$

Es decir, la tasa de interés doméstica será igual al costo esperado del crédito externo [$i^* + E(e)$] más una prima de incertidumbre que depende de la composición del endeudamiento privado y del desvío de la distribución subjetiva de probabilidad. Si el gobierno anuncia anticipadamente el ritmo de devaluación que pretende aplicar (e_A), la expresión anterior puede escribirse de la siguiente manera:

$$i = i^* + e_A + [E(e) - e_A] + s[\alpha, \delta(e)] \quad (ii)$$

Sin mayor pérdida de generalidad podemos asumir, por simplicidad, que la esperanza de la distribución es igual a la devaluación anunciada. Teniendo en cuenta esta hipótesis y suponiendo que el desvío de la distribución permanece constante, la expresión (ii) se transforma en:

$$i = i^* + e_A + s(\alpha) \quad (iii)$$

que coincide con la ecuación (II.11).

Si, por el contrario, se piensa que el desvío de la distribución no permanece constante, sino que aumenta a medida que crece el déficit en cuenta corriente o disminuyen las reservas, tendremos que:

$$\delta(e) = \delta e(CC, R) \quad (iv)$$

En ese caso, sustituyendo (iv) en (ii) y manteniendo la hipótesis de igualdad entre la esperanza de la distribución y la pauta oficial de devaluación, nos queda:

$$i = i^* + e_A + s(\alpha, CC, R) \quad (v)$$

Qué sucede en ese caso si algún acontecimiento exógeno, o el atraso cambiario ocasionado por la propia política de estabilización, provocan la aparición de un déficit en cuenta corriente a partir de una situación inicial equilibrada?

El déficit externo tendría, por una parte, un efecto contractivo sobre la oferta de dinero y crédito doméstico que, como vimos, tendería a elevar la tasa de interés interna y a aumentar, ceteris paribus, el crédito del exterior (aunque el ingreso de divisas por la cuenta de capital no alcanzaría a compensar la pérdida de reservas ocasionada por el desequilibrio en cuenta corriente, por las razones expuestas más arriba). Pero si como recién argumentamos, el deterioro de la cuenta corriente afecta las expectativas del sector privado y genera un aumento de la incertidumbre sobre la continuidad futura de la política cambiaria, los tomadores de crédito tratarán de reducir, ceteris paribus, su endeudamiento externo (cuyo costo es ahora más incierto), reforzando el exceso de demanda en el mercado de crédito doméstico y la tendencia alcista de la tasa de interés, que deberá subir hasta restablecer el equilibrio en dicho mercado.

El efecto neto sobre el volumen total de crédito externo depende, por un lado, de la elasticidad-interés de la demanda de crédito agregada y de la composición del endeudamiento privado y, por el otro, de la magnitud del aumento de la incertidumbre. Si este último es suficientemente significativo, el volumen de

que coincide con la ecuación (11.12).

crédito externo puede muy bien disminuir, amplificando la pérdida inicial de reservas originada en el déficit de cuenta corriente.

Naturalmente, el impacto recesivo del aumento de la tasa de interés sobre el nivel de ingreso acentuará la tendencia a la disminución del volumen de endeudamiento externo, debido al efecto desfavorable de la caída del ingreso sobre la demanda agregada de crédito. Por esta razón, ni siquiera es preciso que la demanda agregada de crédito sea sensible a la tasa de interés para que el efecto neto del déficit inicial de cuenta corriente sobre el volumen de crédito externo sea negativo.

Sin embargo, esto no es todo. La pérdida adicional de reservas por la cuenta de capital también influirá desfavorablemente sobre las expectativas, incrementando aún más la incertidumbre y generando un proceso acumulativo de aumentos en la tasa de interés, recesión y salida de capitales que puede llegar a ser explosivo, dependiendo de las elasticidades antes mencionadas y de la sensibilidad de las expectativas a la evolución de las reservas.

Precisamente en esa potencial explosividad del ajuste reside un aspecto de la racionalidad del cambio de expectativas del sector privado y el consiguiente desplazamiento del portafolio. Si cada agente prevé las consecuencias agregadas de la reducción del crédito externo iniciada por el déficit corriente - parece claro en el caso argentino que la experiencia acumulada por

el sector privado ha sido suficiente para el aprendizaje - es racional modificar la distribución subjetiva de probabilidad del tipo de cambio futuro. El elemento que complementa la racionalidad de la reacción de las expectativas es el conocimiento de que la oferta de crédito internacional no es perfectamente elástica, de modo que aún una rápida respuesta gubernamental orientada a incrementar el endeudamiento público puede ser insuficiente para reestabilizar las reservas. Sólo se requiere esta posibilidad para justificar la racionalidad del cambio de expectativas.

Si la dinámica del ajuste es explosiva, la culminación del proceso será una crisis especulativa en el mercado cambiario que, en última instancia, obligará a abandonar la política de devaluaciones pautadas. Tiene el gobierno alguna manera de evitar esa crisis?

El gobierno puede intentar defender las reservas y la política cambiaria vigente incrementando el endeudamiento externo del sector público. El ingreso de nuevo crédito externo del sector público tiende a compensar la pérdida de reservas ocasionada por la reducción del crédito externo privado y la adquisición de activos externos.

Ya hemos mencionado las limitaciones de esta política por el lado de la imperfecta elasticidad de la oferta de crédito externo, a las que cabría agregar una observación sobre la velocidad de ajuste del incremento de crédito externo del sector público relativa a la velocidad de ajuste de las carteras del sector privado.

Pero más allá de estas limitaciones, la política tiene efectos ambiguos. La compensación de la pérdida de reservas debilita el mecanismo automático de ajuste que se produce vía el aumento de la tasa de interés, induciendo en consecuencia una mayor salida de capital privado que la que tendría lugar de no haber acción compensatoria del sector público. En efecto, el endeudamiento externo del sector público tiende a compensar la contracción de la oferta de crédito doméstico que provoca la salida de capital privado.

Si el incremento del endeudamiento público no alcanza a incidir suficientemente sobre las expectativas de modo de detener el flujo de capital privado antes que las reservas alcancen un nivel crítico, la autoridad monetaria deberá de todas maneras devaluar por encima de lo originalmente pautado. El resultado de la política de incrementar el endeudamiento público habrá sido, entonces "traspasar" el mayor pasivo externo público a un mayor activo externo del sector privado. El premio que reciben los especuladores por la devaluación es mayor, a costa de una mayor pérdida de capital del sector público.

Los últimos seis meses de la gestión del Ministro Martínez de Hoz en Argentina constituyen un buen ejemplo de lo señalado. Entre octubre de 1980 y marzo de 1981 el déficit de cuenta corriente fue U\$S 3.808,5 millones. Las cuentas Préstamos Financieros a Empresas Públicas y Otros Movimientos de Capital registraron una salida de capital privado de U\$S 3.658,7 millones.

En su intento de defender la política cambiaria y detener la crisis el gobierno procuró activamente compensar la pérdida de reservas incrementando el ingreso de crédito externo del sector público. En seis meses el endeudamiento externo del sector público - gobierno y empresas - se incrementó en U\$S 3.537,9 millones, cifra prácticamente igual a la salida de capitales privados. Esta política permitió la postergación de la devaluación hasta abril de 1981, pero no consiguió detener la crisis de reservas.

Hemos analizado hasta aquí los efectos de la crisis cambiaria sobre la situación del balance de pagos. Como veremos ahora, sin embargo, es muy probable que los efectos de la crisis alcancen también al sistema financiero doméstico. Ello ocurrirá siempre que el ajuste de las carteras activas de las entidades financieras no consiga acompañar el ritmo de la salida de capitales al exterior.

En efecto, la decisión privada de reducir su endeudamiento externo neto ante un aumento de la incertidumbre se traducirá, en el plano doméstico, en una reducción de la capacidad prestable de las entidades financieras y en una suba de la tasa de interés. Para restablecer el equilibrio financiero interno, el crédito doméstico debería disminuir.

No obstante, la posibilidad de que esta contracción se efectivice en la magnitud requerida dependerá de la situación de liquidez (en moneda doméstica) de los deudores. Si en el momento de producirse la crisis cambiaria éstos están posicionados en activos domésticos relativamente ilíquidos (y no están dispuestos

a realizar sus tenencias de activos externos), no podrán reducir su endeudamiento interno pari passu con la disminución de la capacidad prestable de los bancos. En tales condiciones es posible, incluso, que el aumento de la tasa de interés tenga el efecto perverso de aumentar, en vez de reducir, la demanda de crédito doméstico.

En una situación como la descripta, que refleja adecuadamente lo que sucedía en la economía argentina a mediados de 1980, o bien sobreviene una crisis abierta del sistema financiero interno, o bien el Banco Central actúa como prestamista de última instancia otorgando redescuentos a las entidades financieras para sostener la capacidad prestable de estas últimas.

Por lo tanto, si una vez desatada la especulación cambiaria el intento de sostener la política de devaluaciones preanunciadas mediante el endeudamiento externo del gobierno sólo consigue, en materia de balance de pagos, favorecer las salidas de capitales privados asegurando una mayor disponibilidad de divisas a costa de la estatización de la deuda externa, la necesidad de evitar la quiebra generalizada del sistema financiero mediante el desempeño de la autoridad monetaria como prestamista de última instancia conduce, en el plano doméstico, a financiar pasivamente dichas salidas, a costa de la transformación del sector público (vía Banco Central) en el principal acreedor interno de los deudores privados.

4. Resultados de la fase aperturista

El inicio de la experiencia aperturista de fines de la década pasada puede situarse, cronológicamente, a mediados de 1977.

Por ese entonces la economía argentina había superado otra de sus recurrentes crisis de balance de pagos, desencadenada en 1975, a costa de una recesión breve y relativamente moderada, y crecía a una tasa anual del 6% generando, al mismo tiempo, un superávit de 1200 millones de dólares en cuenta corriente.

Desde el shock devaluatorio de junio de 1975, no obstante, la economía había comenzado a funcionar en un régimen de alta inflación y, desde entonces, el ritmo inflacionario se mantenía muy elevado e insensible a las terapias tradicionales. Por esta razón, a partir de diciembre de 1978 el gobierno decide aplicar una política antiinflacionaria radicalmente diferente a las anteriores, cuyo sustento teórico debe buscarse en el enfoque monetario del balance de pagos.

La ejecución de esta nueva política resultó factible por el desahogo alcanzado en el sector externo y por la abundante liquidez de los mercados financieros internacionales. Como ya dijimos, su objetivo central era la convergencia gradual de la inflación doméstica a los patrones internacionales, y su principal instrumento el anuncio anticipado de la evolución del tipo de cambio, que contemplaba un ritmo de devaluación decreciente e inferior a la inflación efectiva.

Paralelamente, el gobierno encaraba una serie de reformas estructurales. Desde mediados de 1977 estaba en vigencia una nueva Ley de Entidades Financieras, que levantaba los controles sobre las tasas de interés y tendía a liberalizar el funcionamiento de los mercados financieros. Al mismo tiempo, se eliminaban en forma progresiva las restricciones al movimiento internacional de capitales, se comenzaba a aplicar un plan de rebajas en los aranceles de importación y desaparecían prácticamente todos los controles vigentes en el mercado cambiario. Se esperaba que la apertura de la economía y la desregulación financiera contribuyeran, también, al cumplimiento del objetivo antiinflacionario.

Sin embargo, la convergencia no se produjo, porque las pautas cambiarias y las rebajas arancelarias demoraron demasiado tiempo en producir sus primeros efectos sobre el ritmo de inflación. Por esa razón, en los primeros ocho meses de vigencia del plan, el aumento de precios duplicó la devaluación pautada del tipo de cambio y generó profundos desequilibrios en la estructura de precios relativos de la economía.

En un primer momento, el atraso cambiario y la revaluación real de la moneda doméstica que resultaron de este proceso tuvieron efectos expansivos y, consecuentemente, un impacto desfavorable sobre el comercio exterior. Las rebajas arancelarias influyeron en este mismo sentido. En 1979, el superávit comercial fue apenas un 40% del obtenido el año anterior, y en 1980 el saldo comercial volvió a ser deficitario por primera vez desde 1975.

No obstante, durante el primer año de vigencia del plan la credibilidad de las pautas cambiarias, por lo menos para el corto plazo, aún era grande. Por esa razón la deuda externa, que venía creciendo a un ritmo bastante sostenido desde 1977, recibió en 1979 un fuerte impulso. En ese año, la deuda total aumentó un 52% y superó los 19 mil millones de dólares, debido fundamentalmente al endeudamiento privado, que creció nada menos que el 120%. El carácter especulativo de ese endeudamiento se puso de manifiesto, entre otras cosas, en el rápido aumento de reservas que lo acompañó. A fin de ese año, luego de crecer un 73,5%, las reservas de divisas llegaron casi a los 10,5 mil millones de dólares mientras la deuda externa neta apenas superaba los 8,5 mil millones.

A medida que el atraso cambiario se ampliaba y la situación externa empeoraba, sin embargo, la confianza en el mantenimiento de la "tablita" desaparecía y crecían las expectativas de una devaluación superior a la pactada. Esta situación provocó, a partir de mediados de 1980, una dramática reversión de los flujos de capitales privados. Aprovechando la libertad cambiaria, el sector privado comenzó a adquirir activos externos con la doble finalidad de cubrir sus pasivos externos y de desprenderse de sus activos domésticos.

Tratando de mantener la política cambiaria contra viento y marea, el gobierno financió los déficits corrientes y la fuga de capitales privados de dos maneras: desacumulando reservas y aumentando su propio endeudamiento externo. Por ese motivo, las

reservas cayeron 2.800 millones de dólares en 1980 y otros 3.800 millones en 1981 (siendo que un 70% de esta última cifra se perdió en los primeros tres meses del año). Por la misma razón, la deuda externa pública creció 4.500 millones al año siguiente (casi un 40% en relación a 1980). Como resultado de ambos procesos, en esos dos años la deuda externa neta creció espectacularmente (el 128% en 1980 y el 63% al año siguiente), pasando de 8,5 mil millones de dólares a fines de 1979 a casi 32 mil millones a fines de 1981. Entre tanto, la situación interna también se deterioraba. Durante el boom especulativo de 1979, las empresas no sólo se habían endeudado en el exterior. También lo hicieron en el mercado financiero doméstico a favor de tasas reales que, por el arbitraje con los mercados internacionales y la credibilidad de las pautas cambiarias, habían sido marcadamente negativas. Con el desarrollo de la crisis externa durante 1980, el aumento del ritmo esperado de devaluación se reflejó en las tasas domésticas, que pasaron a ser fuertemente positivas. Al mismo tiempo, la competencia de las importaciones subsidiadas por el atraso cambiario y beneficiados adicionalmente por las rebajas arancelarias, disminuía la rentabilidad empresarial y dificultaba la devolución de los préstamos e, incluso, el pago de los intereses. Como resultado de esta situación, los bancos vieron aumentar de manera alarmante la inmovilización de sus carteras activas. Cuando la fuga de capitales comenzó, los depósitos bancarios (concentrados en el muy corto plazo) empezaron a caer vertiginosamente, desencadenando una profunda crisis financiera que se extendió a lo largo de los años siguientes y determinó, entre otras cosas, la quiebra de numerosas entidades.¹⁰

A comienzos de 1981 el colapso cambiario y la crisis financiera hacían insostenible la política de pautas cambiarias. En abril, finalmente, una maxidevaluación interrumpió abruptamente el programa de estabilización iniciado en diciembre de 1978.

Otras devaluaciones le sucedieron. En todo el año el aumento nominal acumulado del tipo de cambio fue del 425% y su crecimiento real superó el 300%. Aunque el saldo comercial mejoró sensiblemente, el déficit de cuenta corriente permaneció prácticamente idéntico al del año anterior (algo más de 4,5 mil millones de dólares) por el espectacular aumento de los pagos de intereses al exterior. La sucesión de devaluaciones, además, agudizó la incertidumbre y mantuvo los estímulos a la fuga de capitales, que continuó ininterrumpidamente hasta el conflicto de Malvinas en 1982, favorecida por tres circunstancias: a) la estructura de vencimientos de los activos financieros domésticos que, como se dijo, estaba extremadamente concentrada en el cortísimo plazo, b) la permanencia de un régimen casi irrestricto de libertad cambiaria, incomprensiblemente sostenido hasta que el mencionado conflicto obligó, casi un año después de la primera maxidevaluación, a reimplantar los controles de cambios y, c) la actitud de las autoridades monetarias quienes, para amortiguar la crisis de liquidez que el cambio de portafolios estaba ocasionando en el sistema financiero, facilitaron de hecho la fuga de capitales privados al otorgar líneas especiales de redescuento a los bancos en dificultades y al ingresar divisas por medio del

¹⁰ Un detallado análisis de la crisis financiera doméstica

endeudamiento externo del sector público para compensar las pérdidas de reservas.

En síntesis, la experiencia de liberalización y apertura financiera culminó con resultados opuestos a los previstos. La fuga de capitales significó la reaparición de la restricción externa y condujo al restablecimiento del control de cambios. El sistema financiero devino frágil y centralizado y el Banco Central se convirtió en prestamista de última instancia tornándose, en la práctica, en el principal acreedor doméstico. La matriz de activos y pasivos financieros, por su parte, sufrió profundas alteraciones que aún en la actualidad condicionan severamente el funcionamiento de la economía. La deuda externa, que inicialmente creció estimulada por el atraso cambiario y más tarde siguió aumentando por la simple refinanciación de los intereses vencidos, fue prácticamente estatizada, primero por el endeudamiento externo compensatorio del sector público y más tarde por la implementación de los seguros de cambio. Paralelamente, se asistió a la dolarización de los portafolios privados, es decir a una masiva toma de posiciones en activos externos por parte de dicho sector, y al sobreendeudamiento en moneda doméstica de un amplio conjunto de empresas privadas.

Como se desprende de lo que hemos planteado vale la pena destacar, finalmente, que la comentada reaparición de la restricción externa se produjo en la Argentina antes que se desatara la crisis financiera internacional y se debió, en lo

desatada en 1980 puede encontrarse en Feldman y Sommer (1983).

fundamental, a factores endógenos, principalmente asociados al funcionamiento de los mercados financieros domésticos.

Naturalmente, la crisis internacional de 1982 no hizo más que agravar la situación externa de la economía.

III. RESTRICCIÓN EXTERNA Y AJUSTE CAÓTICO

Los cambios operados durante la experiencia aperturista de fines de la década pasada alteraron significativamente las condiciones de funcionamiento de la economía argentina, al menos en tres sentidos:

a) la atención del elevado endeudamiento externo que la economía contrajo durante el período de apertura desplazó el eje de sus dificultades externas de la balanza comercial a las cuentas financieras del balance de pagos. Por esa razón, la economía pasó a funcionar con un déficit permanente en cuenta corriente, a pesar de sostener niveles de absorción doméstica sensiblemente inferiores a los de su producto interno.

b) el peso de los pagos en divisas en el presupuesto del sector público creció espectacularmente, debido a que buena parte del endeudamiento externo de la economía acabó en manos del gobierno. Esta circunstancia tornó al resultado de las cuentas fiscales fuertemente dependiente de la evolución de las cuentas externas, y obligó a la economía a desarrollar en una escala sin precedentes mecanismos financieros poco ortodoxos de transferencia interna de recursos.

c) las decisiones de portafolio de los agentes también se alteraron sustantivamente durante el período de apertura. En particular, los activos externos pasaron a constituir una importante fracción de la riqueza financiera del sector privado, modificando significativamente las relaciones de sustitución de activos relevantes en el funcionamiento de la economía. Al concluir la experiencia aperturista, esta circunstancia propició el desarrollo de un mercado paralelo de divisas sumamente activo.

A continuación, nos proponemos indagar más detalladamente las repercusiones de esos cambios sobre la dinámica inflacionaria de la economía, sobre la situación presupuestaria del gobierno, sobre la evolución de los mercados financieros y sobre las alternativas disponibles de política económica.

1. Ajuste externo y aceleración inflacionaria

La dinámica de precios y salarios esbozada en la segunda sección del trabajo asumió, para simplificar, que se verificaban las dos hipótesis siguientes: a) que el mark-up fijado por los empresarios se mantenía constante y, b) que los reajustes salariales eran, efectivamente, backward-looking.

En períodos de relativa normalidad, durante los cuales las variaciones de precios relativos y de la distribución del ingreso eran graduales y se mantenían razonablemente acotadas, la evidencia empírica disponible tiende a corroborar ambas

hipótesis¹¹: los empresarios que administran precios simplemente repasaban las presiones inflacionarias recibidas vía costos, y en el mercado de trabajo la regla salarial predominante era la indexación a la inflación pasada.

Estas normas de comportamiento que, como vimos, son racionales en condiciones normales, dejan de serlo cuando se producen fuertes cambios de precios relativos que quiebran abruptamente la normalidad preexistente.

Por un lado, si debido a un shock de oferta u otros cambios en el contexto de las decisiones se anticipa una fuerte aceleración inflacionaria, los empresarios, ante la mayor incertidumbre respecto de los costos futuros, tendrán fuertes incentivos para aumentar el mark-up sobre sus costos presentes, a fin de minimizar el riesgo de eventuales pérdidas de capital.¹²

Por el otro, con la nueva información disponible, los trabajadores demandarán aumentos salariales superiores a la inflación pasada o el acortamiento de la periodicidad de los reajustes, con el objeto de evitar el deterioro de sus ingresos reales.

En ambos casos, la aceleración inflacionaria iniciada exógenamente se verá reforzada por las respuestas endógenas de los agentes económicos.

¹¹ Al respecto, puede consultarse Figueiredo et.al. (1985).

En términos más generales, cambios súbitos en el contexto institucional debidos, por ejemplo, a modificaciones en la orientación de las políticas públicas o en el poder relativo de negociación de los actores económicos, pueden inducir, cuando son suficientemente significativos, saltos ascendentes en el ritmo de inflación. Semejantes discontinuidades ocurrirán siempre que algún grupo de actores relevantes encuentre menos costosa la ruptura de los contratos vigentes que su preservación y esté en condiciones de poner en práctica tal decisión. En este caso, el resultado será la desestabilización de alguno de los parámetros que sustentan la dinámica inflacionaria en el corto plazo: o bien los picos de ingreso real fijados como meta de los reajustes, o bien la periodicidad de los mismos. Sólo cuando una nueva normalidad tienda a consolidarse la dinámica de precios y salarios retomará sus mecanismos habituales.

Diversos episodios de la evolución económica argentina reciente y, en particular, la violenta aceleración inflacionaria de 1982-85, con su secuela de aguda inestabilidad económica y financiera, sólo pueden interpretarse de esta manera. La sucesión de maxidevaluaciones adoptadas durante 1981-82 para ajustar el balance de pagos a la restricción externa otorgó, por sí misma, un apreciable impulso autónomo al ritmo de inflación. Pero los aumentos de mark-up decididos por los empresarios para protegerse de un contexto más incierto y las presiones salariales ejercidas por los trabajadores a partir de 1983, bajo condiciones caracterizadas por un creciente poder de negociación sindical,

¹² Este punto está fundamentado teóricamente en Frenkel (1979).

tendieron a propagar explosivamente el impulso inicial colocando la economía al borde de la hiperinflación. Un fenómeno semejante, aunque a lo largo de un lapso mucho más breve, se registró durante 1975-76 cuando, a raíz del violento shock devaluatorio de junio de 1975 y de los fuertes reajustes salariales obtenidos compensatoriamente por los sindicatos, se produce el cambio de régimen que, como vimos, deja atrás el período de inflación crónica e inicia la década de alta inflación.

Sea que los precios relativos se mantengan relativamente constantes y la inflación se perpetúe inercialmente, como vimos en la segunda sección, sea que cambios en el contexto externo y/o institucional presionen sobre los precios relativos y tiendan a acelerar el ritmo inflacionario, la dinámica de precios y salarios presenta, al menos en el corto plazo, una característica que nos interesa puntualizar aquí: su exogeneidad con relación a la marcha de las cuentas fiscales y al funcionamiento de los mercados financieros. Además de tornar ineficaces como instrumentos de estabilización a las políticas monetarias y fiscales restrictivas, esta circunstancia tiene otra implicación menos explorada pero no menos importante: las transferencias de riqueza determinadas por la inflación no se ajustan endógenamente a las necesidades de financiamiento derivadas de los desequilibrios presupuestarios del sector público. Como veremos en seguida, este hecho limita significativamente los márgenes de maniobra de la política económica.

2. El problema de la transferencia

El funcionamiento actual de la economía argentina, como el del resto de las economías semiindustrializadas de América Latina, está fuertemente condicionado por la reaparición de la restricción externa. Como ya explicamos, en la Argentina, la crisis externa se inició endógenamente hacia fines de 1980 y comienzos de 1981, y se profundizó a partir de 1982 con la adopción de restricciones cuantitativas por parte de la oferta de crédito en los mercados financieros internacionales.

Qué efectos tuvo esta reversión en el comportamiento de la oferta de financiamiento internacional sobre las cuentas externas de la economía?

La situación del balance de pagos en un período determinado puede representarse por la siguiente identidad:

$$R = B - Z + F \quad (\text{III.1})$$

Es decir, la variación de reservas del período (R) resulta igual al saldo comercial ($B = X - M$) menos los pagos netos de servicios financieros (Z), que para simplificar consideraremos integrados únicamente por intereses de la deuda externa, más la oferta neta de financiamiento externo (F).

En principio, la forma en que se cierre el balance de pagos dependerá del contexto económico e institucional interno y externo. El contexto imperante desde 1982 puede caracterizarse de

la siguiente manera: a) el saldo de la cuenta de capitales se determina exógenamente por el racionamiento del crédito externo, b) las variaciones de reservas son una variable de política, dado que el Banco Central es el único agente legalmente autorizado a acumular divisas y, c) el tipo de cambio es, en consecuencia, un precio administrado por el gobierno.

En esas condiciones, conocidos el saldo de la cuenta de capitales y los pagos de intereses externos, el balance de pagos puede cerrarse de dos maneras diferentes: dejando que el saldo comercial se determine de acuerdo con objetivos internos en materia de ocupación y distribución del ingreso mientras las reservas oficiales se ajustan pasivamente, o bien fijando metas para la variación de reservas y haciendo que la economía genere el saldo comercial requerido por la identidad (III.1).

En este segundo caso, suponiendo por simplicidad que la variación de reservas es nula ($R = 0$), el saldo comercial deberá ser igual a la diferencia entre intereses y nuevo financiamiento externo. Es decir:

$$B = Z - F \quad (III.2)$$

Obviamente, cuando el flujo de nuevo financiamiento externo ni siquiera alcanza a cubrir la totalidad de los pagos de intereses comprometidos, la economía debe ajustarse para que su comercio exterior resulte superavitario. Esta fue la situación que, en carácter permanente, debió enfrentar la Argentina a partir de 1982.

Sin embargo, esto no fue todo. Como vimos más arriba, durante el desarrollo de la crisis el gobierno fue progresivamente asumiendo una proporción cada vez mayor de la deuda externa total y de los pagos de intereses correspondientes.

Ese proceso comenzó a mediados de 1980, con la utilización del endeudamiento externo de las empresas públicas para intentar sostener la política de apertura cuando empezaron las fugas de capitales, continuó con el otorgamiento de seguros de cambio fuertemente subsidiados para las empresas que seguían endeudadas en divisas en el momento de las maxidevaluaciones de 1981-82 y culminó con la virtual estatización de buena parte de la deuda privada restante, cuando más tarde no pudieron honrarse los compromisos asumidos en dichos contratos y debieron canjearse a los acreedores externos títulos de deuda privada por títulos públicos.

Este nuevo fenómeno impuso a la economía la necesidad de un segundo tipo de ajuste.

El mismo puede visualizarse reescribiendo la expresión (I.4) de la primera sección del trabajo, que representaba la restricción presupuestaria de la economía considerando desagregadamente el sector público y el privado, de la siguiente manera:

$$(I_G - F_G) - A_G = A_P - (I_P - F_P) \quad (III.3)$$

donde F_G es el flujo de financiamiento externo que recibe el sector público, F_P el flujo que recibe el sector privado y su suma es igual a F , que de acuerdo con (I.1) y (III.2) representa el ahorro externo de la economía cuando, como estamos suponiendo, las reservas permanecen constantes.

El lado izquierdo de esta última expresión, constituido por la diferencia entre la fracción de la inversión pública no financiada con recursos externos por un lado y el ahorro del gobierno por el otro, mide las necesidades de financiamiento doméstico del gobierno (NFG). La contrapartida de dichas necesidades, que aparece del lado derecho de (III.3) es el superávit financiero privado (SFP), conformado por la diferencia entre el ahorro del sector y la parte de sus inversiones no cubierta con financiamiento externo.

Si definimos el déficit fiscal de origen interno (DF_I) como la diferencia entre gastos e ingresos domésticos, las necesidades financieras domésticas del gobierno también pueden explicitarse, teniendo en cuenta (I.6), de la siguiente manera:

$$NFG = DF_I + Z_G - F_G \quad (III.4)$$

donde $DF_I = I_G + C_G - T$. Cabe acotar que, por simplicidad, estamos suponiendo que el sector público no participa del comercio exterior de la economía.

De acuerdo con (III.4) por lo tanto, el gobierno deberá recurrir a los mercados financieros domésticos para cubrir aquella

parte de su desequilibrio presupuestario total ($DF_I + Z_G$) no financiada con recursos externos.

Sin mayor pérdida de generalidad, podemos suponer que el sector público tiene la misma participación en el pago total de intereses al exterior y en la obtención de nuevos créditos internacionales. Si designamos dicha participación con el coeficiente θ , las necesidades de financiamiento doméstico del gobierno pueden reescribirse, de acuerdo con (III.2) de esta manera:

$$NFG = DF_I + \theta B \quad (III.5)$$

Supongamos ahora que, como viene ocurriendo en la Argentina desde 1982, el nuevo financiamiento externo disponible no alcanza a refinanciar íntegramente los intereses vencidos. Por (III.5) ya vimos que, si no pueden desaccumularse reservas, la economía deberá transferir recursos al exterior generando saldos superavitarios en su comercio exterior. Esta es la dimensión real del problema de la transferencia.

Pero además, como resulta evidente por (III.5) el superávit comercial externo que la economía se ve obligada a obtener en virtud de la retracción de la oferta de crédito internacional (y que, por hipótesis, está enteramente en manos privadas) aumenta las necesidades de financiamiento doméstico del sector público en forma directamente proporcional a su participación en los pagos efectivos de interés al exterior. Más aún, dichas necesidades continuarán siendo positivas aunque el

gobierno elimine su déficit fiscal de origen interno e incluso lo transforme en superávit, a menos que éste alcance una magnitud suficiente como para compensar la parte no refinanciada de los pagos externos. Tal es la dimensión financiera del problema de la transferencia.

3. Repercusiones financieras y dilemas de política

La doble faceta asumida por el problema de la transferencia debido a la estatización de una parte significativa de la deuda externa total, limitó severamente los márgenes de maniobra de la política económica y le impuso nuevas exigencias de consistencia interna. La imposibilidad de satisfacer tales exigencias fue, precisamente, la que determinó el carácter caótico del ajuste realizado por la economía argentina entre 1981 y mediados de 1985.

Una primera consecuencia de esta situación fue, durante el período considerado, que el ajuste realizado no siempre coincidió con el requerido por la restricción externa. En otras palabras, que el superávit comercial externo obtenido no siempre fue suficiente para saldar la parte no refinanciada de los intereses externos y, por ese motivo, las necesidades financieras internas del gobierno fueron, en ocasiones, superiores a los recursos aportados por el superávit privado. El resultado fue, en esas oportunidades, la acumulación de atrasos en el cumplimiento de los compromisos externos. Desde un punto de vista analítico vale la pena destacar que, en el fondo, la acumulación de atrasos

constituye un mecanismo de refinanciación involuntaria otorgada por los acreedores en el que, a diferencia de los casos usualmente considerados por la macroeconomía de desequilibrio, el "lado largo" del mercado (en este caso la demanda de crédito externo) prevalece sobre el "lado corto" (constituido por la oferta).¹²

En segundo lugar, el doble carácter del problema de la transferencia impuso a la política económica una serie de dilemas de difícil solución. El más evidente estuvo referido al manejo del tipo de cambio. En efecto, ceteris paribus éste debía aumentar en términos reales para que los resultados de la balanza comercial mejorasen. En las nuevas condiciones creadas por la elevada participación del sector público en el endeudamiento externo, sin embargo, las devaluaciones cambiarias no sólo tenían efectos recesivos e inflacionarios (tradicionales en la economía argentina): al elevar el valor doméstico de los compromisos externos del gobierno, las mismas también repercutían directamente sobre los desequilibrios fiscales, amplificando sus necesidades de financiamiento interno.

Esto nos trae de lleno a la cuestión que, a nuestro juicio, estuvo en la raíz de los profundos desequilibrios experimentados por la economía argentina durante el período de ajuste caótico: de qué manera, y con qué consecuencias, consiguió el gobierno financiar domésticamente los desfases presupuestarios originados por sus mayores compromisos externos, y que su política cambiaria tendía a amplificar?

¹² Una presentación completa del análisis macroeconómico de

En principio, el sector público podía haber intentado colocar un flujo mayor de títulos de deuda interna pagando una tasa de interés más elevada. Sin dudas ésto habría tenido repercusiones recesivas, al desalentar la inversión privada. Sin embargo, ésta no era la principal dificultad. El problema más serio era, en realidad, la extrema fragilidad exhibida por el sistema financiero a partir de la crisis de 1980. En ese contexto que, como vimos, se caracterizaba por las crecientes dificultades encontradas por las empresas productivas para afrontar sus compromisos financieros, mayores tasas de interés significaban, en los hechos, aumentar la parte incobrable de las carteras activas de los bancos y, con ello, la fragilidad del sistema en su conjunto.

En otras palabras, mientras los mayores requerimientos del gobierno apuntaban al aumento de la tasa de interés interna, la necesidad de reducir la fragilidad del sistema financiero aconsejaba su disminución. En la práctica, el dilema planteado se resolvió en favor de la segunda alternativa: a mediados de 1982 el Banco Central reinstauró la regulación de las tasas de interés y un régimen cuasi-centralizado de depósitos, poniendo fin al período de liberalización financiera iniciado con la reforma de 1977. Con el propósito de "licuar" los pasivos empresarios y de evitar la quiebra generalizada del sistema financiero, por su parte, las tasas de interés comenzaron a fijarse bien por debajo de la tasa de inflación.

desequilibrio puede encontrarse en Benassy (1982).

Naturalmente, a medida que disminuía el valor real de las carteras activas de las entidades financieras, también caía el valor real de sus depósitos y, en consecuencia, la economía se desmonetizaba. En ese sentido, la "licuación" no fue más que un mecanismo de socialización de pérdidas que hizo recaer en los depositantes buena parte del pago de los activos incobrables del sistema financiero. Pero al mismo tiempo, el control de la tasa de interés y la contracción del mercado crediticio fueron progresivamente privando al gobierno del recurso al endeudamiento interno como mecanismo de ajuste de la restricción externa.

Descartada esta alternativa, al gobierno sólo le restaban dos opciones: reducir sus necesidades de financiamiento recortando el déficit fiscal de origen interno, o bien cubrirlas apelando exclusivamente a la emisión monetaria.

Consideremos este último mecanismo con un poco más de detalle. Obviamente, cuando el gobierno emite dinero lo que aumenta es, en principio, la circulación nominal de saldo monetarios. Sin embargo, lo que interesa al gobierno es que ese flujo cubra sus necesidades reales de financiamiento interno. Por lo tanto, si denotamos con ΔM al aumento nominal de los saldos monetarios durante un período determinado y con P al nivel de precios promedio en el mismo lapso, suponiendo que el gobierno cubre íntegramente sus necesidades reales de financiamiento interno con emisión monetaria podemos escribir:

$$NFG = \frac{\Delta M}{P} \quad (III.6)$$

donde $(\Delta M/P)$ representa el aumento real de los saldos monetarios en el período considerado que, luego de algunas manipulaciones algebraicas puede expresarse de la siguiente manera:

$$\frac{\Delta M}{P} = \Delta m + p m \quad (\text{III.7})$$

En esta última expresión $m = M/P$ representa el stock real de saldos monetarios en circulación al comienzo del período de análisis, Δm su incremento durante dicho lapso y p la tasa de inflación del mismo período.

De acuerdo con (III.7), pues, es posible descomponer analíticamente el financiamiento real proporcionado al gobierno por la emisión monetaria en dos partes: a) aquella que viene dada por el aumento del stock real de saldos monetarios (Δm) y representa, por lo tanto, un incremento efectivo de la riqueza real del sector privado y, b) aquella que viene dada por el deterioro que la inflación produce en el stock inicial de saldos monetarios reales ($p m$) y no genera, por lo tanto, ningún aumento en la riqueza real del sector privado.

La literatura convencionó en denominar a ésta última parte (tal vez con cierta ligereza) impuesto inflacionario. Con esa expresión se quiere designar el financiamiento real adicional que obtiene el gobierno por encima del incremento de su endeudamiento real con el sector privado (cuando la inflación es mayor que cero) debido a su capacidad de emitir dinero.¹⁴

Como resulta evidente, sin embargo, la existencia del impuesto inflacionario es independiente de las causas que determinan el ritmo de inflación. En tal sentido, una primera posibilidad sería que, dada la función de demanda de saldos monetarios reales del sector privado y el mecanismo de determinación de sus expectativas inflacionarias, la tasa de inflación se determinase endógenamente a fin de proporcionar al gobierno los recursos necesarios para cubrir su demanda de financiamiento interno (aunque bajo ciertas condiciones, que no viene al caso detallar aquí, semejante forma de financiamiento podría desembocar en un proceso hiperinflacionario).¹⁴

La idea de un mecanismo de transmisión que liga la determinación de la tasa de inflación a las necesidades de financiamiento del sector público a través de la emisión monetaria

¹⁴ Aunque el tema excede los límites del análisis que nos hemos propuesto, vale la pena acotar - en relación a este punto - que la posibilidad de recaudar impuesto inflacionario no es exclusiva del gobierno, sino que está abierta a cualquier agente - público o privado - capacitado para emitir títulos de deuda. La condición será, en cualquier caso, que la tasa de inflación sea superior al rendimiento nominal del título en cuestión.

¹⁵ Suponiendo - al solo efecto de simplificar el análisis - que el sector privado anticipa perfectamente la inflación de cada período, podemos considerar que su demanda de saldos monetarios reales al final del período considerado (m^d_{+1}) es función de la tasa de inflación de ese período: $m^d_{+1} = m_{+1}(p)$. Dado el stock inicial de saldos monetarios reales (m), el incremento deseado de dicho stock durante el período también lo será:

$\Delta m^d = m^d_{+1} - m = m_{+1}(p) - m = \Delta m(p)$. En ese caso, teniendo en cuenta (III.6) y (III.7), el equilibrio en el mercado monetario puede expresarse, en términos de flujos, de la siguiente manera: $NFG = \Delta m(p) + p m$. El lado izquierdo representa la oferta-flujo de dinero, el lado derecho la demanda-flujo, y la tasa de inflación es la variable que se ajusta para igualar ambas magnitudes. Sobre la posibilidad de un sendero de ajuste explosivo para la tasa de inflación en un modelo de ese tipo véase, entre

(idea que sugiere que, dentro de ciertos límites, el gobierno puede manipular la inflación como un instrumento más de política económica) es la que subyace en la noción de que el proceso de redistribución de riqueza del sector privado al público que la inflación ocasiona es un "impuesto".

No obstante, como ya discutimos ampliamente, las raíces del proceso inflacionario argentino, al menos durante el período que nos ocupa, no estuvieron en el mercado monetario. Ahora bien, si la inflación es exógena al funcionamiento de dicho mercado, no existe mecanismo alguno que ajuste el impuesto inflacionario a las necesidades financieras del sector público. Por lo tanto, fijada exógenamente la transferencia de recursos por vía del impuesto inflacionario, la única posibilidad que tiene el gobierno de cerrar su presupuesto recurriendo a la emisión de dinero es forzar al sector privado (o a parte del mismo) a retener en cartera saldos monetarios reales superiores a los deseados.

Es interesante observar, en este punto, la analogía entre esta situación y la originada, a nivel de las transacciones financieras internacionales de la economía, por los atrasos en el cumplimiento de los compromisos externos. Sin embargo, la analogía acaba allí. Mientras los acreedores externos sólo pueden recurrir a mecanismos institucionales de negociación para evitar la acumulación de atrasos, los acreedores internos tienen un mecanismo de ajuste mucho más directo: pueden, simplemente, huir del dinero hacia bienes u otros activos financieros.

Ambas cosas ocurrieron durante el período de ajuste caótico. Como era de esperar, habida cuenta de las pésimas expectativas de rentabilidad de los empresarios (reflejadas en los deprimidos precios de mercado de los bienes de capital) y de las dificultades impuestas por la restricción externa a las importaciones de bienes de capital, la huída a bienes se materializó en mayor demanda de consumo y no de inversión. La efímera recuperación de la actividad económica durante 1983-84 estuvo, en buena medida, sustentada por ese proceso.

La huída hacia otros activos financieros tuvo consecuencias aún más negativas: habida cuenta de las regulaciones de tasas de interés en el sistema financiero institucionalizado, el resultado fue el auge de los mercados financieros paralelos, en particular del mercado negro de divisas. Al traducirse en exceso de demanda en el mercado paralelo del dólar, la huída del dinero recurrentemente tendió a ampliar la brecha existente entre la cotización de dicho mercado y el tipo de cambio oficial, estimulando las operaciones de subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones. Obviamente, una situación de esta naturaleza complica simultáneamente el ajuste externo y fiscal, pues reduce el superávit comercial oficialmente registrado en el balance de pagos y disminuye la base tributaria del fisco. Como ya vimos, por otra parte, si el gobierno devalúa para cerrar la brecha cambiaria y sostener el superávit comercial obtendrá, como efectos colaterales, la aceleración de la inflación y la amplificación de los desequilibrios fiscales.

La fragilidad del sistema financiero impidió que el gobierno se financiase aumentando la tasa de interés. La exogeneidad de la dinámica inflacionaria y la dolarización de los portafolios privados, por su parte, pusieron un techo al financiamiento accesible mediante la emisión monetaria. Por ambas razones, el gobierno no pudo eludir la reducción de su déficit fiscal de origen interno. Debido al anacronismo de su estructura impositiva, a los estragos producidos por la persistente aceleración inflacionaria en sus ingresos tributarios y a la rigidez de sus gastos corrientes, la misma se efectuó fundamentalmente mediante el ajuste de la inversión pública.

Como insistimos en repetidas oportunidades a lo largo del trabajo, el componente de la absorción doméstica que liberó los recursos reales necesarios para el ajuste externo de la economía fue, básicamente, la inversión agregada.

En tal sentido, la consideración de la cuestión fiscal involucrada en el problema de la transferencia no sólo permitió comprender mejor los dilemas de política enfrentados por el gobierno, los desequilibrios surgidos en los mercados financieros y la persistente aceleración inflacionaria que caracterizaron el período de ajuste caótico. Los mecanismos que indujeron la drástica caída de la inversión también estuvieron asociados a dicha cuestión. La inversión pública, como recién señalamos, debió reducirse para ajustar el déficit fiscal de origen interno a la disponibilidad de financiamiento doméstico. Aunque la inversión privada no es variable de decisión del gobierno, tampoco es difícil encontrar razones para explicar su caída. En primer lugar,

en economías semiindustrializadas como la argentina la inversión privada es, al menos en parte, complementaria de la inversión pública. En segundo lugar, la aceleración inflacionaria, la inestabilidad de precios relativos y los fuertes desequilibrios financieros asociados al proceso de ajuste fueron generando un clima de incertidumbre creciente que, sin dudas, repercutió desfavorablemente sobre la tasa de retorno esperada de la inversión. Finalmente, las dificultades ya mencionadas para que el ahorro privado se canalizase a través del sistema financiero institucionalizado impulsaron al gobierno a racionar la oferta de crédito al sector privado: en la práctica, la forma que asumió dicho racionamiento fue la adopción de elevadas exigencias de efectivo mínimo, muy superiores a las necesidades técnicas de las entidades financieras.

4. El desempeño de la economía en el nuevo contexto

Por las razones analizadas a lo largo de esta sección, el período que se extiende desde marzo de 1981 hasta el inicio del Plan Austral, en junio de 1985, fue un período económicamente muy inestable. A pesar de la vertiginosa sucesión de políticas que lo caracteriza, dicho período presenta, como vimos, dos rasgos comunes:

a) la necesidad de obtener y preservar elevados saldos superavitarios en el comercio exterior.

b) la imposibilidad de canalizar ordenadamente, por medio

del sistema impositivo o a través de los mercados financieros, las transferencias domésticas exigidas por el servicio de la deuda externa del gobierno.

Con respecto a la primera cuestión, a partir de 1982 la economía pasó a generar saldos comerciales crecientemente superavitarios: 2,3 mil millones de dólares en ese año, que llegaron a 4,5 mil millones en 1985.

Dichos saldos se obtuvieron, básicamente, por vía de una brutal contracción de las importaciones, que cayeron casi un 45% a lo largo de 1982 y siguieron reduciéndose durante los años siguientes. Las exportaciones, por su parte, cayeron más de un 16% en 1982 y aunque luego comenzaron a recuperarse, en 1985 aún estaban casi un 8% por debajo de su valor de 1981.

Sin embargo, el peso de los servicios financieros, que fue en promedio de 5,3 mil millones de dólares entre 1982 y 1985, sumado al crónico saldo negativo de los servicios reales, mantuvo deficitaria la cuenta corriente. Esta situación determinó que la deuda externa neta siguiera creciendo: los 32 mil millones de dólares de 1981 se hicieron 44 mil millones en 1985. El aumento del endeudamiento externo corrió por cuenta del sector público. A través de diversos mecanismos promovidos por el mismo gobierno, en cambio, la deuda privada se redujo. Su participación en el total, que en 1980 era de aproximadamente el 47%, apenas fue del 20% en 1985.

La sensible mejoría de la performance externa de la

economía, al menos en el plano comercial, no fue suficiente para hacer más fluida la relación con los acreedores externos. Todo el período se caracterizó por una sucesión de negociaciones interrumpidas que eran seguidas por nuevas negociaciones. Esto provocó la acumulación de atrasos en el cumplimiento de las obligaciones externas y mantuvo la economía en un permanente estado de incertidumbre.

En el plano doméstico, por otra parte, el ajuste externo resultó fuertemente recesivo. Después del crecimiento especulativo de 1979 y del estancamiento de 1980, el PBI acumuló una caída de casi el 12% en 1981-82, se recuperó sólo parcialmente durante 1983 y los tres primeros trimestres de 1984 (registrando un aumento acumulado del 5,5% para los dos años considerados globalmente) y volvió a disminuir desde el último trimestre del 84 hasta el tercer trimestre del 85 inclusive, por lo que en ese año la tasa de crecimiento del producto volvió a ser negativa (-4,5%) a pesar de la reactivación inducida por el Plan Austral a partir del cuarto trimestre del año. Como ya señalamos en la primera sección, además, el ajuste reposó fundamentalmente sobre la inversión, que fue el componente de la demanda agregada que lideró la caída de la actividad económica, reduciendo su participación en el producto del 23% en 1980 al 11% en 1985.

La obtención de saldos comerciales superavitarios y la tendencia recesiva de la actividad doméstica estuvieron, en buena medida, asociadas a la evolución de los precios relativos y, en particular, del tipo de cambio real, cuyo valor se triplicó a lo largo de 1981-82 como resultado de la sucesión de

maxidevaluaciones adoptadas en ese período. Las presiones sindicales en 1983 y el intento redistributivo del nuevo gobierno en 1984, revirtieron temporariamente la tendencia de los años anteriores y, junto a otros factores, posibilitaron una débil recuperación de la actividad económica. De todos modos, el tipo de cambio real permaneció muy por encima de los niveles de 1980. En el último trimestre de 1984, un nuevo acuerdo contingente con el FMI puso fin al breve período de expansión. Durante el primer semestre de 1985, mientras la actividad retomaba su tendencia declinante, el tipo de cambio real volvía a subir.

A lo largo de todo el período, por otra parte, las violentas oscilaciones de los precios relativos se tradujeron en una explosiva aceleración del proceso inflacionario. Medida por el IPC, la inflación llegó al 700% anual en 1984 y superaba el 30% mensual al finalizar el primer semestre de 1985.

Además de sus repercusiones reales, la crisis externa y el ajuste posterior tuvieron serias derivaciones financieras. Como dijimos más arriba, a comienzos de 1981 el sistema financiero institucionalizado estaba al borde del colapso, debido a la inmovilización de sus carteras activas y a la fuga de depósitos. Durante todo ese año el gobierno sostuvo a las entidades mediante líneas de redescuento subsidiadas, creadas especialmente para tal fin. De esa manera, sin embargo, no hizo más que postergar la resolución del problema, permitiendo que la fuga de capitales continuase.

A mediados del año siguiente, el drenaje de divisas había

menguado pero la situación financiera interna no mejoraba. Por ese motivo, el gobierno optó por una solución drástica: la "licuación" de las deudas domésticas y la socialización de las pérdidas. Para ello, pasó a controlar las tasas de interés nominales, fijándolas ex-professo bien por debajo del ritmo inflacionario. De este modo, el valor real de los activos incobrables del sistema financiero se redujo sensiblemente. Como es obvio, el valor real de los depósitos cayó en la misma medida.

En otras palabras, lo que permitió reducir el endeudamiento interno y desahogar la situación de las entidades financieras fue la brutal transferencia de riqueza que se produjo entre ahorristas y deudores. La misma, además, se dio en el marco de un fuerte achicamiento del sistema institucionalizado en su conjunto.

La otra cara de la desarticulación financiera fue la expansión de los mercados no institucionalizados. En primer lugar, de un activo mercado paralelo de divisas, como resultado de la dolarización de los portafolios privados. Pero también, de un mercado de crédito "interempresario" al margen del mercado formal.

La dimensión del proceso de desmonetización y desintermediación financiera formal se pone de manifiesto en las siguientes cifras. La relación M_1/PBI , que en 1980 era del 8,6%, resultaba apenas del 3,4% en el segundo trimestre de 1985. Por su parte, la relación M_2/PBI (donde M_2 incluye todos los depósitos a interés del sistema financiero institucionalizado) cayó aún más rápidamente: del 32,1% en 1980 al 10,8% en el segundo trimestre de

1985.

Mientras tanto, los pagos cada vez mayores de intereses externos que debía realizar el gobierno y las devaluaciones destinadas a reequilibrar el balance de pagos, hicieron subir fuertemente las erogaciones del sector público. Como sus ingresos corrientes (erosionados de manera creciente por la aceleración inflacionaria inducida por la propia política cambiaria) no conseguían aumentar al mismo ritmo, los desequilibrios presupuestarios del gobierno se iban agravando. En 1983, el déficit fiscal superó el 15% del PBI y durante el año y medio siguiente el nuevo gobierno no logró reducirlo significativamente.

De alguna manera, el sector público siempre satisface su restricción presupuestaria. Como la posibilidad de hacerlo captando ahorro voluntario del sector privado era cada vez menor debido al proceso de desmonetización y desintermediación financiera que tenía lugar, el gobierno debió apelar crecientemente a formas desordenadas y poco ortodoxas de financiamiento: el impuesto inflacionario, derivado de una emisión monetaria cada vez más intensa, y el racionamiento crediticio al sector privado, producto de las elevadas exigencias de efectivo mínimo dispuestas en el sistema financiero institucionalizado. Cuando esto no fue suficiente, se acabó aplicando severos cortes a la inversión pública.

Naturalmente, los cortes en la inversión pública y las crecientes distorsiones financieras contribuyeron a reforzar las tendencias recesivas impuestas por la evolución de los precios

relativos. Las distorsiones financieras, además, afectaron sensiblemente a la inversión privada, porque la explosividad del proceso inflacionario, la volatilidad de los precios relativos y la indefinición de las negociaciones externas hacían cada vez más incierto el contexto económico y, en segundo lugar, porque el sector público postergaba la demanda privada de crédito en el sistema institucionalizado.

En síntesis, desde 1981 la economía argentina venía ajustándose de forma cada vez más caótica a una complicada situación externa. A la recesión económica se sumaban el colapso de la inversión, una permanente aceleración inflacionaria asociada a violentos cambios de precios relativos, agudos desequilibrios fiscales y una creciente desarticulación de las relaciones financieras internas.

En el primer semestre de 1985 la economía estaba al borde de la hiperinflación, la moneda doméstica estaba desapareciendo, los márgenes de maniobra de la política económica se estrechaban aceleradamente y la capacidad de negociación externa era prácticamente nula. En semejantes condiciones, la continuidad del ajuste se estaba volviendo insostenible, no tanto por el deterioro productivo, que era muy fuerte, sino por una cuestión más básica: la creciente desorganización de las relaciones económicas y financieras.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

A lo largo de este trabajo hemos reseñado, de manera bastante detallada, los principales aspectos de nuestros estudios más recientes sobre el funcionamiento de los mercados financieros en la economía argentina de la última década, antes de la puesta en marcha del Plan Austral.

Como se desprende de la propia lectura de este texto, dichas investigaciones - naturalmente - encararon problemas distintos y se ocuparon de períodos diferentes. Todas ellas, sin embargo, coinciden en una cuestión básica: la forma de abordar teóricamente las cuestiones financieras de la economía. Consecuentemente, el propósito de esta sección - más que reiterar a modo de conclusión conceptos ya desarrollados en las secciones precedentes - es el de explicitar, de la manera más sintética posible, el común enfoque teórico que subyace en los referidos estudios.

En una primera aproximación, dicho enfoque podría rotularse - apelando a la autoridad de dos nombres de reconocido prestigio en la literatura anglosajona - como enfoque "hicksiano-tobiniano" de los fenómenos financieros. Dos principios lo caracterizan: a) la sustancial historicidad asignada a dichos fenómenos y, b) el tratamiento de los precios como variables exógenas al funcionamiento de los mercados financieros y de las cuentas fiscales. Consideremos ambas cuestiones un poco más detenidamente.

En relación a la historicidad como criterio necesario - ciertamente no suficiente - para hacer buena teoría monetaria, ya hemos citado en la introducción de este trabajo la opinión de Hicks. En otros autores podemos encontrar argumentos equivalentes.¹⁶

Cabe preguntarse, sin embargo, qué entienden estos autores por historicidad de la teoría monetaria. A esta cuestión, Hicks responde lo siguiente¹⁷: la teoría debe ser histórica porque su objeto - el dinero, y más en general los activos financieros - es un fenómeno imposible de analizar fuera de su propia evolución temporal. Más concretamente, los cambios ocurridos a través del tiempo en las instituciones monetarias y financieras públicas y privadas, y el gradual desarrollo de un sistema financiero más y más complejo, no podían dejar de afectar la teoría monetaria. En efecto, los interrogantes que la misma debe explicar en un sistema con - por ejemplo - banco, compañías de seguros, mercado de valores y fondos de inversión son, sin lugar a dudas, completamente distintos a los planteados en un sistema monetario sin tales instituciones. Siempre según Hicks, no debería sorprender - por lo tanto - que la teoría monetaria de Hume y Ricardo fuera totalmente diferente a la sustentada por Wicksell, y que ésta no tuviese mucho en común con la de Keynes. Tampoco debería llamar la atención, que ninguna de ellas fuese adecuada

¹⁶ La referencia a Hicks corresponde al trabajo mencionado en la nota 1/. Entre los otros autores a que hace referencia el texto merecen destacarse - en el ámbito de la literatura macroeconómica anglosajona - a Tobin (1969 y 1982), Leijonhufvud (1968), Minsky (1975 y 1982) y Taylor (1979 y 1983).

¹⁷ El pasaje a continuación reproduce, más o menos literalmente, lo expresado por Hicks (1977).

para analizar los nuevos fenómenos planteados a partir de la década del 70 por la crisis del sistema monetario internacional diseñado en Bretton Woods, por el shock de las materias primas y por el desarrollo en escala sin precedentes de los mercados financieros internacionales.

Si esta perspectiva es la más conveniente, para estilizar correctamente las relaciones financieras de una economía no bastará con derivar rigurosamente las funciones de oferta y demanda de un único agregado monetario - más o menos arbitrariamente elegido - a partir de la conducta optimizadora de los agentes económicos, como es el caso de los modelos monetaristas situados al margen del tiempo y del espacio. Antes de discutir las hipótesis de comportamiento de los agentes, es preciso abordar una cuestión aún más importante: los criterios de agregación que permitirán definir las variables relevantes para el análisis. Esto involucra tanto a los activos y pasivos financieros (que pueden resultar más o menos líquidos, tener diversos plazos de maduración, transarse internacionalmente o sólo en mercados nacionales, ofrecer rendimientos diferentes, etc.) como a los propios agentes que operan con los mismos (que pueden ser nacionales o extranjeros, intermediarios o no, pertenecer al sector público o a diferentes grupos privados, etc.). Como afirma Leijonhufvud¹⁰:

Si bien "... los economistas prestan generalmente mucha más atención a especificar y defender las relaciones

¹⁰ La referencia corresponde a Leijonhufvud (1968), p. 111.

cualitativas entre los agregados de sus modelos, que a justificar una particular elección de agregados..." y, en consecuencia, "... los agregados tienden a convertirse en convenciones profesionales que raramente son examinadas, ... el procedimiento de agregación es (al menos) tan importante para determinar las propiedades de un modelo económico como lo son los supuestos que se hacen acerca de las relaciones entre los agregados".

De acuerdo con este enfoque, por lo tanto, la estructura financiera de una economía determinada en un período determinado estará definida por su correspondiente matriz de activos y pasivos financieros.¹⁹ En principio, la matriz tendrá tantas filas como activos circulen en esa economía, y tantas columnas como agentes operen con ellas. En la práctica, por supuesto, la construcción de esa matriz es una tarea imposible, y el análisis - para ser fructífero - deberá desarrollarse a partir de una matriz de dimensiones mucho menores, consolidando activos de características semejantes en un número más pequeño de categorías (filas) y agregando agentes con pautas de comportamiento similares en un número más reducido de sectores (columnas).

El nivel de agregación resultante dependerá, como es lógico, de la naturaleza de los problemas que el modelo se proponga abordar y de las preferencias del analista. Pero para que el análisis constituya un aporte sustantivo al conocimiento de la economía considerada y no sea apenas un mero ejercicio

¹⁹ El punto aparece fuertemente enfatizado en Tobin (1983).

especulativo, los agregados elegidos deberán reflejar - de una forma u otra - las características específicas de su estructura financiera.

La elección de los agregados más relevantes para el análisis representa, sin dudas, una de las cuestiones fundamentales asociadas a la aplicación del criterio de historicidad. En relación con este criterio existe, todavía una segunda cuestión de importancia. Supongamos que ya han sido definidos los activos y agentes incorporados al modelo. Estos últimos, sin embargo, no operan en el vacío. Sus decisiones - cualesquiera sean sus determinantes subjetivos - están siempre acotadas, en mayor o menor medida según el caso, por un conjunto de condicionantes supraindividuales. Dichos condicionantes pueden ser desde hábitos y convenciones culturales más o menos difusos, hasta normas e instituciones más precisas destinadas a enmarcar - legal o tácitamente - las transacciones financieras. En este último grupo se encuentran, en particular, las instituciones que definen el sistema financiero y cambiario de la economía, así como las políticas públicas adoptadas en esa materia. En el caso de una economía abierta, también habrá que reconocer como elementos condicionantes a las modalidades operativas de los mercados financieros internacionales.

En suma, la especificidad del funcionamiento financiero de cualquier economía - tanto en el tiempo como en el espacio -, no sólo está referida a los activos y agentes relevantes en cada oportunidad, sino también al contexto institucional y de política vigente en cada ocasión.

Consideremos ahora el segundo principio teórico común al conjunto de investigaciones reseñadas en este trabajo. El mismo se refiere al tratamiento de los precios como variables exógenas al funcionamiento de los mercados financieros.

En relación a esta cuestión, lo primero que debe admitirse es que los mecanismos de formación de precios también están históricamente determinados. Sin embargo, esta circunstancia no impidió (más bien todo lo contrario) que con el tiempo diversas formas de administración de precios fuesen cobrando creciente importancia, tanto en las economías industrializadas como en las semi-industrializadas, restringiendo cada vez más la extensión de los mercados donde los precios se establecen por el libre juego de la oferta y la demanda.²⁰

Desde el punto de vista macroeconómico, este proceso ha tenido una singular importancia para el análisis de la dinámica inflacionaria. Como ya argumentamos en una sección anterior, en esas condiciones el nivel de precios y su tasa de variación tienden a estar mucho menos asociados a la evolución nominal de la demanda agregada que a los cambios de precios relativos. Por esta vía, en consecuencia, los determinantes del proceso inflacionario están más directamente vinculados al funcionamiento del mercado de trabajo, de los mercados de materias primas y del sector externo, que a los desequilibrios de los mercados financieros.²¹

²⁰ Este enfoque coincide con el planteado originalmente por Kalecki (1956) y desarrollado más tarde por Hicks y Okun (1981), entre otros.

Las implicaciones teóricas y prácticas de este hecho tienen un enorme alcance. Si la hipótesis que hemos expuesto es correcta, las relaciones de causalidad entre déficit fiscal, emisión monetaria e inflación son inversas a las formuladas por los modelos monetaristas. Por un lado, esta circunstancia hace que las políticas monetarias y fiscales restrictivas sean ineficaces como instrumentos de estabilización y tengan, además, consecuencias recesivas. Por el otro, la exogeneidad de los precios impide que las transferencias de riqueza determinadas por la inflación se ajusten endógenamente a las necesidades de recursos derivadas de los desequilibrios presupuestarios del sector público, limitando significativamente los márgenes de maniobra de la política económica.

Los criterios de historicidad y exogeneidad de precios que acabamos de discutir son, en principio, válidos tanto para la teoría monetaria de las economías industrializadas como para la de las economías semiindustrializadas.

Sin embargo, entre el funcionamiento de unas y otras existen profundas diferencias que es necesario tener en cuenta, no sólo a la hora de hacer teoría, sino también cuando se elabora la política económica.

Es evidente, por una parte, que la historicidad de las

²¹ Para una completa reseña del tema, véase Frenkel (1986). Incidentalmente, la lectura de este trabajo permite comprobar la notable semejanza teórica existente entre el funcionamiento del

economías industrializadas y semiindustrializadas no es la misma. En las primeras, los cambios en las instituciones monetarias y financieras requieren, por lo general, décadas para desarrollarse. A esos cambios apuntaban, obviamente, las observaciones de Hicks comentadas más arriba. La estructura financiera de esas economías será, por lo tanto, relativamente estable - al menos en comparación a la de las economías semiindustrializadas.

Por razones que no viene al caso discutir aquí, la estructura financiera de estas últimas es, por el contrario, mucho más volátil, y lo propio sucede - en grado superlativo - con los hábitos, normas y políticas que regulan las actividades en ese sector. La evolución de la economía argentina durante la última década constituye un ejemplo extremo de este fenómeno.

Por otra parte, aunque en ambos casos la dinámica de los precios puede considerarse exógena al funcionamiento de los mercados financieros, la naturaleza de la inflación en unas y otras ha sido, sobre todo en los últimos diez a quince años, notoriamente diferente: un fenómeno crónico en la mayoría de las economías desarrolladas, pero, en cambio, una disfunción aguda en numerosas economías en vías de desarrollo - la argentina entre ellas. Ya hemos tratado en el texto, con cierto detalle, los problemas específicos de la alta inflación, en particular la inercia que la misma imprime al proceso inflacionario y la extrema incertidumbre que incorpora a la formación de expectativas.

mercado de trabajo y el funcionamiento del mercado financiero.

Del reconocimiento de estas diferencias se derivan algunas conclusiones de suma importancia.

En primer lugar, el análisis financiero de las economías semiindustrializadas siempre debe hacer explícita la elección de las variables - activos y agentes - juzgadas relevantes para la modelización, así como la configuración institucional y de políticas que enmarca las relaciones financieras de la economía. Está claro, en este sentido, que los frecuentes cambios experimentados en estos países en ambos niveles - contexto institucional y menú de activos financieros - acotan significativamente la validez temporal del análisis. Las investigaciones reseñadas en este trabajo ponen claramente de manifiesto este punto: el análisis de la experiencia argentina de liberalización y apertura de fines de la década pasada requiere un modelo diferente al necesario para estudiar el proceso de ajuste externo posterior, y la validez de este último concluye, por su parte, con el corte ocasionado por el Plan Austral.

En segundo lugar, la propia rapidez con que se suceden los cambios, sumada a las características de la alta inflación, ha resaltado la importancia teórica de ciertos fenómenos que no han sido suficientemente debatidos en los países desarrollados, donde se produce la mayor parte de la literatura macroeconómica, seguramente porque esos fenómenos son menos evidentes y problemáticos en dichos países.

No es el propósito de este trabajo discutir en profundidad este asunto, aunque a título de ejemplo vale la pena mencionar

cuatro cuestiones, presentes de una u otra forma en los estudios reseñados, que ilustran este punto. La primera se refiere al tema de la incertidumbre. En el análisis tobiniano tradicional de selección de portafolio, la incertidumbre asociada al rendimiento de cada activo (medida por el desvío típico de su distribución de probabilidad) se considera normalmente invariable, como resultado de la estabilidad asumida en la formación de expectativas.

Esta hipótesis puede llegar a ser adecuada en el caso de mercados normalmente estables, que están expuestos apenas a pequeñas variaciones de sus parámetros. En cambio, resulta difícil aceptar que las expectativas sean estables y la incertidumbre pueda medirse a través del cálculo objetivo de probabilidades basado en la experiencia pasada, cuando la volatilidad de las decisiones y las abruptas fluctuaciones de sus parámetros caracterizan el funcionamiento de los mercados financieros, como es lo habitual en las economías semiindustrializadas y, en particular, en la economía argentina. En ese caso, por el contrario, parece más correcto explicitar en el análisis la prima de incertidumbre asociada al rendimiento de cada activo y tratarla, a la manera keynesiana, como una variable sujeta a bruscas alteraciones ante cambios más o menos repentinos en los estados de opinión de los agentes económicos. Este procedimiento no sólo tiene la ventaja de facilitar la discusión sobre el papel de la incertidumbre. Más importante es que también permite explicar la explosividad potencial de las reasignaciones de portafolio en situaciones de crisis, fenómeno que no tiene cabida, en cambio, en el enfoque tradicional.

En segundo término, aunque asociado al anterior, está el tema de la fragilidad financiera, planteado en la literatura anglosajona por Minsky.²² Como muestra Dreizzen (1985), en condiciones de alta inflación, elevada incertidumbre y acortamiento extremo de los plazos de maduración de las operaciones financieras, prácticamente la totalidad de los deudores se ve forzada a financiarse de manera especulativa o "Ponzi".²³ De esta manera la fragilidad financiera de la economía aumenta dramáticamente, y con ella también lo hace la probabilidad de que algún acontecimiento inesperado o, simplemente, un repentino cambio de expectativas desencadenen una crisis generalizada y explosiva del sistema financiero.

La tercera cuestión tiene que ver con la endogeneidad del nivel y la distribución de la riqueza. El análisis macroeconómico convencional de corto plazo - elaborado básicamente en los países desarrollados - en general considera que ambos son datos exógenamente determinados. En cuanto al valor total de la riqueza, éste depende de las expectativas sobre el rendimiento futuro de los diferentes activos - cuyo valor presente define el precio de los mismos. Si las expectativas son estables, la hipótesis de exogeneidad de la riqueza total se justifica. Si las expectativas

²² Los trabajos agrupados en Minsky (1982) proporcionan una buena aproximación al tema.

²³ El financiamiento de tipo especulativo, según la denominación empleada por Minsky, se caracteriza porque los pagos por servicios de la deuda superan, durante cierto período, a los ingresos esperados. Por su parte, el financiamiento de tipo "Ponzi", así denominado en recuerdo de un "audaz" banquero bostoniano de los años 20 mencionado por Kindelberger (1978), se caracteriza porque los ingresos esperados, al menos durante cierto período, no alcanzan a cubrir ni siquiera la totalidad de los intereses adeudados.

son inestables, en cambio, la misma debe considerarse endógena aún en el corto plazo. Como los activos y pasivos no están uniformemente distribuidos entre los agentes económicos, otro tanto ocurre con la distribución de la riqueza. Estas son las que podríamos llamar variaciones ex-ante de dichas variables.

Ex-post, el valor total y la distribución de la riqueza también pueden variar como resultado de alteraciones inesperadas de política económica - devaluación del tipo de cambio, modificación de tasas de interés administradas por el gobierno, etc. - o de acontecimientos exógenos - movimientos en los precios o tasas de interés internacionales, etc.

Ambos fenómenos, que son un hecho corriente en la mayoría de las economías semiindustrializadas, tienen notorios efectos sobre el sector real de la economía. Las variaciones en la riqueza ex-ante, porque ésta constituye uno de los argumentos de las funciones de decisión de los agentes económicos; las variaciones en la riqueza ex-post, porque la misma representa una restricción presupuestaria que limita tales decisiones.

Finalmente, está la cuestión del papel de la autoridad monetaria y de los mecanismos de transmisión de sus políticas. En una economía volátil, incierta y de alta inflación, y con un sistema financiero extremadamente frágil, las funciones de la autoridad monetaria no pueden limitarse - aunque se lo proponga - a regular la cantidad de dinero o las tasas de interés. La necesidad de evitar la desestabilización de un sistema financiero que siempre se asienta sobre bases precarias, impone a dicha

autoridad nuevas tareas y, en particular, extiende enormemente su papel como garante del sistema y prestamista de última instancia.

Una importante consecuencia de la ampliación de funciones de la autoridad monetaria es el surgimiento de nuevos mecanismos de transmisión de sus políticas. Por un lado es evidente, como ya comentamos, que sus decisiones pueden convertirse en un poderoso mecanismo de redistribución de riqueza. Las diversas medidas adoptadas por el Banco Central para socializar las pérdidas privadas ocasionadas por las crisis financieras y cambiarias experimentadas durante la última década por la economía argentina, constituyen un claro ejemplo en este sentido.

Por otro lado, la propia percepción que los agentes económicos se formen respecto a las nuevas funciones de la autoridad monetaria, repercutirá sobre sus decisiones y tendrá, por lo tanto, efectos reales. Lo que estamos afirmando puede ilustrarse, por ejemplo, con la actitud de los agentes en relación a la posibilidad de falencia. Si, como resultado del comportamiento de la autoridad monetaria, los agentes asignan una baja probabilidad a dicho evento, su conducta se volverá menos adversa al riesgo y, en consecuencia, la economía aún más inestable.²⁴

Las reflexiones teóricas que acabamos de realizar están orientadas a una mejor comprensión de los fenómenos financieros de la economía pero, ciertamente, también tienen una enorme

²⁴ El fenómeno es discutido, con mayor detalle, en Arida y

relevancia desde el punto de vista de la política económica. Particularmente, esto es así en el caso de las políticas antiinflacionarias y de ajuste externo que nuestra economía, y muchas otras en condiciones semejantes, debieron adoptar en los últimos años.

No quisiéramos concluir este trabajo sin destacar la importancia de este punto. Para ello bastará mencionar tres ejemplos extraídos de las secciones anteriores del propio trabajo.

El primero se refiere a la política de pautas cambiarias aplicada entre diciembre de 1978 y marzo de 1981. Como ya explicamos extensamente, sus catastróficos resultados se debieron, en buena medida, a un enfoque teórico inadecuado para la economía argentina, que partía de un diagnóstico equivocado de su proceso inflacionario y desconsideraba la elevada incertidumbre intrínseca en su funcionamiento.

El segundo se refiere a las políticas fiscales seguidas durante el período de ajuste caótico que sucedió a la crisis de la experiencia aperturista. Durante todo ese lapso, como vimos, el déficit fiscal se mantuvo en niveles elevados. El enfoque ortodoxo del mismo tiende a identificarlo con la presencia de excesos de absorción doméstica y/o con el desplazamiento de la inversión privada ("crowding-out"). El remedio propuesto siempre es, en consecuencia, la reducción del gasto público en bienes y servicios reales. La misma permitiría, al mismo tiempo, reducir los

desequilibrios externos y aumentar la inversión privada sin afectar el nivel de actividad. Adicionalmente, tendería a desacelerar el ritmo de inflación.

Como vimos, sin embargo, después de la crisis del modelo aperturista los desajustes fiscales tuvieron un fuerte componente financiero. El mismo estaba asociado al enorme endeudamiento externo asumido por el gobierno y al pago de los intereses correspondientes. A corto plazo constituía, por lo tanto, un dato exógenamente determinado. El origen de los desequilibrios externos, por su parte, obedecía en lo fundamental a los mismos factores y no a una excesiva absorción doméstica. En esas condiciones, la reducción del gasto público en bienes y servicios reales no tuvo los efectos previstos por el enfoque ortodoxo. En efecto, si bien contribuyó a mejorar los resultados de la balanza comercial, lo hizo al costo de profundizar las tendencias recesivas de la economía. Como el problema no era el exceso de absorción, dicha medida no tuvo, naturalmente, efectos favorables sobre la inversión privada. La inflación, por último, tampoco se redujo, debido a que su dinámica poco tenía que ver con el nivel de gasto agregado.

El tercer ejemplo, por último, está referido a las políticas monetarias adoptadas durante el ajuste caótico y, en particular, a las acordadas con el FMI en los convenios stand-by de 1983 y 84.²⁵ De acuerdo a lo estipulado en dichos convenios, en efecto, la programación monetaria se efectuaba fijando metas

²⁵ Para un análisis más detallado de los planes del FMI en la

nominales al crecimiento de los agregados monetarios controlados por el Banco Central, en función del objetivo previsto para la tasa de inflación. Dicho objetivo se determinaba - como en todos los planes del Fondo - a partir de una arbitraria aplicación de la teoría cuantitativista en su versión más elemental. Como la inflación efectiva quedaba, por supuesto, muy por encima de la prevista, los planes inducían sistemáticamente la contracción de los activos financieros domésticos. Esto generaba, por un lado, fuertes presiones recesivas y, por el otro, estimulaba la aparición de innovaciones financieras al margen del sistema institucionalizado, acentuando la fragilidad del mismo y restando eficacia a la propia política monetaria del gobierno. En ambos casos, los resultados eran desestabilizantes y terminaban socavando el mismo cumplimiento de dichos convenios.

Ciertamente, las implicancias de política del enfoque teórico planteado en estas reflexiones están, también, claramente presentes en el diseño y los resultados hasta ahora obtenidos por el Plan Austral. El análisis de esta cuestión, sin embargo, nos llevaría fuera de los límites fijados para este trabajo.²⁴

Argentina, puede consultarse Frenkel y Fanelli (1985).

²⁴ Sobre el particular, nos remitimos a Frenkel y Fanelli (1986b), Heymann (1986) y Rozenwurcel (1986a).

APENDICE:

ESTIMACIONES EMPIRICAS DE LA PRIMA DE INCERTIDUMBRE

De la discusión anterior se desprende que el comportamiento de la prima de incertidumbre durante la aplicación del plan de pautas cambiarias es una de las piezas claves para el análisis del funcionamiento de la economía y la evaluación de la propia política económica durante ese período.

Teniendo en cuenta su importancia, Damill y Frenkel (1985) estiman diversas funciones para dicha variable (definida como la diferencia entre la tasa de interés doméstica y el costo del crédito externo) para el período junio de 1978 - marzo de 1981.

La estimación presenta dos dificultades: el escaso número de observaciones trimestrales y el hecho de que el diferencial de tasas de interés empleado como variable dependiente representa la prima observada ex-post, y no la esperada ex-ante, que es la verdaderamente relevante. No obstante, la primera será un buen estimador de la segunda si se supone, como parece plausible, que la tasas de interés ajusta rápidamente ante situaciones de desequilibrio.

De todas las regresiones ensayadas, la que brindó un mejor ajuste fue la siguiente:

$$\begin{aligned} \overline{s}_t &= 1,718 - 12,64 (CA/F)_t + u_t \\ &\quad (6,10) \quad (-3,95) \end{aligned}$$

siendo: $R^2 = 0,6912$

$EER = 0,623$

$= 15,67$

$DW = 1,85$

y siendo las definiciones operacionales de las variables:

\overline{s}_T : prima observada de incertidumbre media del trimestre t . Los valores mensuales de s corresponden a la diferencia entre la tasa mensual de interés doméstico y el costo mensual del crédito externo en moneda nacional.

CA_T : saldo medio de la cuenta corriente del balance de pagos durante los trimestre t , $t-1$, ..., $t-3$.

F_T : posición general media de reservas del sistema monetario durante los trimestres t , $t-1$, ..., $t-3$.

Cabe acotar que para evitar que \overline{s}_T asumiese valores negativos, posibilidad que no parecería razonable, la variable $(CA/F)_T$ fue acotada con un máximo nulo.

La misma regresión realizada con datos mensuales (mayor número de observaciones) tiende a ratificar los resultados obtenidos, aunque presenta una elevada autocorrelación de los residuos.

Dichos resultados, en síntesis, sugieren que para el período considerado el piso de la prima de incertidumbre habría

estado en el orden del 1,70% mensual (valor de la constante) aún si la cuenta corriente hubiese permanecido equilibrada, y que, además dicha prima efectivamente habría tendido a subir a medida que aumentaba la incertidumbre cambiaria por el deterioro del sector externo, cuyo desempeño (medido por la evolución de la relación CA/F) habría explicado casi el 70% de la varianza de \bar{s}_T . Durante el período, en cambio, los efectos de portafolio asociados a cambios en la participación del crédito externo en el total no se revelaron significativos. Es posible, incluso, que el descenso verificado en dicha participación a partir de abril de 1979 deba explicarse como resultado de los aumentos de s_T originados en el deterioro del sector externo.

CUADRO 1
INDICADORES MACROECONÓMICOS

Período	Tasa de crecim. PBI (en %)	Tasa de Inflación (1) (en %)		Balance de Pagos (millones de dólares)	
		IPC (2)	IPM (3)	Saldo Comerc.	Cta. Cte.
1951	3.9	50.5	53.7	-311	-324
1952	-5.0	18.8	20.5	-492	-445
1953	5.3	-	4.6	330	336
1954	4.1	15.8	7.1	47	60
1955	7.1	7.1	12.5	-244	-239
1956	2.8	17.6	21.3	-184	-129
1957	5.2	25.5	24.8	-335	-301
1958	6.1	50.6	57.6	-239	-256
1959	-6.5	101.7	100.6	26	14
1960	7.9	12.1	1.6	-170	-197
1961	7.1	18.8	16.8	-496	-572
1962	-1.6	31.8	37.3	-140	-268
1963	-2.4	27.6	21.5	385	234
1964	10.3	18.1	22.7	333	36
1965	9.2	38.2	30.9	295	195
1966	0.6	29.9	20.6	468	216
1967	2.6	27.3	20.8	369	135
1968	4.4	9.5	4.8	199	-45
1969	8.5	6.6	6.7	16	-222
1970	5.4	21.7	23.4	79	-156
1971	4.8	39.1	48.1	-128	-389
1972	3.1	64.1	75.9	36	-223
1973	6.1	43.7	30.8	1037	711
1974	5.7	40.0	36.1	296	128
1975	-0.5	335.1	348.0	-985	-1289
1976	-0.5	349.0	386.2	833	650
1977	6.3	160.0	147.2	1490	1290
1978	-3.3	169.3	143.3	2566	1834
1979	6.5	140.1	128.8	1110	-550
1980	1.0	87.5	57.4	-2519	-4768
1981	-6.4	131.2	180.2	-287	-4714
1982	-5.2	209.7	311.3	2288	-2358
1983	3.3	433.6	411.3	3332	-2437
1984	2.4	686.8	624.6	3523	-2391
1985	-4.5	385.4	363.9	4582	-953
1986	6.5 *	81.9	57.8	2200 *	-2400 *

Fuente: Banco Central e INDEC

(1) Entre diciembre de cada año e igual mes del año anterior.

(2) IPC: Índice de Precios al Consumidor Nivel General.

(3) IPM: Índice de Precios Mayoristas Nivel General.

* Estimado.

CUADRO 2
 INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSIÓN
 (en % del PBI)

Año	PBI	Efecto términos Intercambio	Pagos Netos a Factores	Ingreso Nacional	Consumo	Ahorro Nacional	Ahorro Externo	Inversión Bruta
1961	100	0.1	0.7	99.4	81.8	17.6	4.4	22.0
1962	100	-1.3	0.6	98.1	79.6	18.5	2.1	20.6
1963	100	-1.1	0.5	98.4	79.9	19.2	-1.9	17.3
1964	100	0.6	0.5	100.1	79.9	20.2	-0.5	19.7
1965	100	0.5	0.4	100.1	79.2	20.9	-1.5	19.4
1966	100	-0.2	1.2	98.6	79.3	19.3	-1.9	17.4
1967	100	-0.2	1.4	98.4	79.2	19.2	-1.0	18.2
1968	100	-0.4	1.4	98.2	78.9	19.3	0.0	19.3
1969	100	-0.9	1.3	97.8	77.1	20.7	0.9	21.6
1970	100	0.0	1.1	98.9	78.6	20.3	0.9	21.2
1971	100	0.9	0.4	100.5	78.9	21.6	1.0	22.6
1972	100	1.0	1.3	99.7	78.3	21.4	0.9	22.3
1973	100	2.0	1.5	100.5	78.5	22.0	-1.4	20.6
1974	100	0.4	1.2	99.2	80.4	18.8	0.1	19.8
1975	100	0.4	1.2	99.2	81.5	17.7	2.5	20.2
1976	100	-0.7	1.3	98.0	75.5	22.5	-0.9	21.6
1977	100	-0.3	1.3	98.4	72.4	26.0	-1.8	24.2
1978	100	-1.9	1.7	96.4	73.5	22.9	-1.6	21.3
1979	100	-0.9	1.9	97.2	77.5	19.7	1.8	21.5
1980	100	0.6	2.1	98.5	81.1	17.4	5.5	22.9
1981	100	1.5	5.5	96.0	84.0	12.0	6.8	18.8
1982	100	-1.2	7.2	91.6	79.2	12.4	4.2	16.6
1983	100	-1.6	8.2	90.2	79.4	10.8	4.2	15.0
1984	100	-0.7	7.2	92.1	82.1	10.0	3.0	13.0
1985	100	-1.7	8.0	90.3	80.8	9.5	1.4	10.9

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central.

CUADRO 3
 INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSIÓN
 (en % del PBI)

Período	PBI	Efecto Términos Intercambio	Pagos Netos a Factores	Ingreso Nacional	Consumo	Ahorro Nacional	Ahorro Externo	Inversión $I = A_t$
1961-65	100	-0.1	0.5	99.4	80.1	19.3	0.5	19.8
1966-70	100	-0.4	1.3	98.3	78.6	19.7	-0.2	19.5
1971-75	100	1.1	1.1	100.0	79.5	20.5	0.6	21.1
1976-79	100	-0.9	1.6	97.5	74.7	22.8	-0.6	22.2
1980-85	100	-0.4	6.4	93.2	81.1	12.1	4.1	16.2

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central.

CUADRO 4

AHORRO EXTERNO, DÉFICIT FISCAL
Y SUPERÁVIT PRIVADO
(en % del PBI)

Año	Ahorro Externo	Déficit Fiscal	Superávit Financiero Privado
1961	4.4	4.4	0.0
1962	2.1	7.7	5.6
1963	-1.9	7.0	8.9
1964	-0.5	6.6	7.1
1965	-1.5	4.0	6.5
1966	-1.9	4.9	6.8
1967	-1.0	2.1	3.1
1968	0.0	2.2	2.2
1969	0.9	1.7	0.8
1970	0.9	1.8	0.9
1971	1.0	4.6	3.6
1972	0.9	5.6	4.7
1973	-1.4	7.5	8.9
1974	0.1	8.0	7.9
1975	2.5	15.4	12.9
1976	-0.9	11.7	12.6
1977	-1.8	5.1	6.9
1978	-1.6	6.8	8.4
1979	1.8	6.1	4.3
1980	5.5	7.5	2.0
1981	6.8	13.3	6.5
1982	4.2	14.9	10.7
1983	4.2	15.6	11.4
1984	3.0	12.6	9.6
1985	1.4	6.1	4.7

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central y Secretaría de Planificación.

CUADRO 5
 AHORRO EXTERNO, DEFICIT FISCAL
 Y SUPERÁVIT PRIVADO
 (en % del PBI)

Período	Ahorro Externo	Déficit Fiscal	Superávit Financiero Privado
1961-65	0.5	5.9	5.4
1966-70	-0.2	2.5	2.7
1971-75	0.6	8.2	7.6
1976-79	-0.6	7.4	8.0
1980-85	4.1	11.8	7.7

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central y Secretaría de Planificación.

CUADRO 6
 DEMANDA GLOBAL
 (base 1975 = 100)

Período	PBI	Consumo	Inversión	Exportación	Importación
1975	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1976	99.5	92.7	105.0	131.6	74.4
1977	105.8	94.5	125.8	166.5	95.8
1978	102.3	92.1	108.9	179.4	86.4
1979	108.9	103.0	118.6	175.1	130.6
1980	110.0	107.8	130.2	168.4	186.7
1981	103.0	103.5	96.3	181.7	179.5
1982	97.6	94.2	81.6	184.4	104.0
1983	100.9	98.2	74.8	199.9	99.1
1984	103.3	105.1	61.2	198.5	105.3
1985	98.7	98.7	48.9	226.7	92.2
Composición					
1975-79	100.0	76.1	21.7	10.6	8.4
1980	100.0	79.9	23.8	11.1	14.8
1981	100.0	81.9	18.8	12.8	13.5
1982	100.0	78.7	16.8	13.8	9.3
1983	100.0	79.3	14.9	14.4	8.6
1984	100.0	82.9	11.9	14.0	8.8
1985	100.0	80.8	10.9	16.7	8.4

Fuente: Banco Central.

CUADRO 7
BALANCE DE PAGOS
(millones de dólares)

Período	Bienes			Servicios			Cuenta Corriente	Movimiento Capitales no Compensatorios
	Exportaciones	Importaciones	Saldo	Reales	Financieros	Saldo		
1975	2961.3	3943.5	-985.2	125.6	-429.6	-304.0	-1289.2	191.1
1976	3916.1	3033.0	883.1	240.5	240.5	-252.0	649.6	-515.9
1977	5651.8	4161.5	1490.3	346.8	346.8	-231.7	1289.9	1286.5
1978	6399.5	3833.7	2565.8	-99.8	-680.8	-780.6	1833.6	1233.9
1979	7809.9	6700.0	1109.9	-761.3	-920.0	-1681.3	-536.4	4686.9
1980	8021.4	10540.6	-2519.2	-740.1	-1531.4	-2271.5	-4767.8	2551.7
1981	9143.0	9430.0	-287.0	-704.9	-3699.7	-4404.6	-4714.0	1489.7
1982	7623.7	5336.9	2286.8	42.5	-4718.5	-4676.0	-2357.7	-2323.5
1983	7836.0	4505.0	3331.0	-399.0	-5407.9	-5807.0	-2461.0	-1419.0
1984	8107.0	4584.0	3522.0	-205.0	-5712.0	-5917.0	-2390.9	580.2
1985	8396.0	3814.0	4582.0	-176.0	-5304.0	-5535.0	-952.8	1007.4
1986	6600.0 *	4450.0 *	2200.0 *	ND	ND	ND	-2400.0 *	ND

Fuente: Banco Central y FIDE.

* Estimado

CUADRO 8
DEUDA EXTERNA
(millones de dólares)

Período	Deuda Externa					Reservas	Deuda Neta
	Total (1)	Pública (2)	2/1 (%)	Privada (3)	3/1 (%)		
1975	7875	4021	50.8	3854	49.2	619	7256
1976	8279	5189	62.7	3090	37.3	1812	6467
1977	9678	6044	62.5	3634	37.5	4039	5639
1978	12496	8357	66.8	4139	33.2	6037	6459
1979	19034	9960	52.3	9074	47.7	10480	8554
1980	27162	14459	53.2	12703	46.8	7684	19478
1981	35671	20024	56.1	15647	43.9	3877	31794
1982	40703	26341	64.7	14362	35.3	3226	37477
1983	44377	30108	67.8	14269	32.2	3470	40907
1984	47821	37628	78.7	10193	21.3	3666	44155
1985*	49300	39500	80.1	9800	19.9	5459	43841

Fuente: Banco Central.

* Estimado

CUADRO 9
INDICADORES DE SOLVENCIA EXTERNA

Período	Deuda Neta	Servicios Financieros	Deuda Neta	Servicios Financieros	Saldo Comercial
	PBN	PBN	Exportaciones	Exportaciones	Exportaciones
1975	0.18	0.01	2.45	0.15	-0.33
1976	0.16	0.01	1.65	0.13	0.23
1977	0.12	0.01	0.99	0.10	0.26
1978	0.12	0.01	1.01	0.11	0.40
1979	0.14	0.01	1.10	0.12	0.14
1980	0.27	0.02	2.43	0.19	-0.31
1981	0.44	0.05	3.48	0.40	0.03
1982	0.57	0.07	4.92	0.63	0.30
1983	0.61	0.08	5.22	0.69	0.42
1984	0.64	0.08	5.45	0.71	0.43
1985*	0.68	0.07	5.62	0.64	0.50

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central.

* Estimado.

CUADRO 10

AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO NO FINANCIERO
(en porcentajes del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984*	1985*
1. Recursos Corrientes	27.60	25.37	22.16	23.43	22.17	25.00
. Tributarios	23.39	20.45	10.15	10.04	18.51	21.01
. No Tributarios	4.21	4.92	4.01	4.59	3.66	3.99
2. Erogaciones (1)	34.35	36.41	32.29	34.32	30.42	24.86
. Personal	10.06	9.61	7.42	9.92	10.20	9.03
. Otras erog. ctes. (1)	14.28	16.46	15.56	15.33	12.36	11.07
. Déficit cte. de emp. públicas (1)	0.75	0.80	1.60	0.46	0.29	-1.88
. de Capital	9.26	9.54	7.71	8.61	7.57	6.64
3. Intereses Externos	0.80	4.58	6.39	4.76	4.29	4.30
. del Gobierno	0.30	3.48	4.22	2.36	2.62	2.50
. de las emp. púb.	0.50	1.10	2.17	2.40	1.67	1.80
4. Necesidad de Financ.	7.55	15.62	16.52	15.65	12.54	4.16

Fuente: Secretaría de Hacienda y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

(1) Netas de intereses externos.

* Estimado.

CUADRO 11
COEFICIENTE DE LIQUIDEZ
(en porcentajes)

Período	M /PBI (1) 1	M /PBI (2) 2
1980	7.6	28.8
1981	6.2	28.5
1982	4.9	20.3
1983	3.8	13.8
1984	3.7	13.0
1985* 1o. trim.	3.0	11.9
2o. trim.	2.5	10.9
3o. trim.	4.6	16.8
4o. trim.	5.8	18.2

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

(1) M : Circulación monetaria fuera de los bancos más depósitos de particulares en cuentas corrientes.

(2) M : M más depósitos de particulares a interes en bancos comerciales, incluidos intereses y ajustes devengados.

* Estimado.

CUADRO 12
PRINCIPALES VARIABLES NOMINALES
(Tasas de Variación Porcentual Equivalente Mensual)

Período	IPC	IPM	T. de Cbio Oficial (1)	Salario Nominal (2)	Tarifas Públicas	M (3) 1	M (4) 2
1980	5.4	3.9	1.9	6.0	6.4	5.9	5.4
1981	7.5	9.0	11.8	5.7	8.7	4.1	6.3
1982	9.9	12.5	15.7	10.3	8.9	10.2	6.7
1983	15.0	14.6	14.1	17.1	16.6	13.5	14.3
1984	18.8	18.0	18.4	19.5	20.2	16.8	17.2
1 Trim 1985	24.1	22.2	23.9	21.7	20.1	17.5	18.6
2 Trim 1985	28.4	34.9	33.9	25.0	37.9	25.4	28.9
3 Trim 1985	3.7	0.4	2.9	3.6	2.3	17.8	15.8
4 Trim 1985	2.5	0.8	-	4.0	-	12.0 *	6.2*

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

(1) Promedios mensuales.

(2) Salario Normal Mensual por Obrero Industrial.

(3) M : Circulación monetaria fuera de los bancos y depósitos de particulares en cuentas
1 corrientes (promedios mensuales de saldos diarios).

(4) M : M más depósitos de particulares a interes en bancos comerciales, incluyendo in-
2 1 tereses y ajustes devengados.

* Estimado.

CUADRO 13
(1)
TASAS DE INTERES ACTIVAS (EQUIVALENTES MENSUALES) Y
BRECHA CAMBIARIA

Período	Tasa Libre (2)		Tasa Regulada (3)		Brecha Cambiaria (5)
	Nominal	Real (4)	Nominal	Real (4)	
1980	5.9	2.1	-	-	-
1981	9.8	-0.1	-	-	34.2
1982	9.8	-2.3	8.0	-4.0	62.0
1983	18.1	3.4	12.6	-1.3	40.6
1984	19.8	0.7	18.3	-2.9	32.5
1 Trim 1985	24.5	-0.9	20.5	-4.6	27.6
2 Trim 1985	26.4	3.0	20.8	-1.6	25.4
3 Trim 1985	7.2	6.3	5.0	4.1	17.5
4 Trim 1985	6.6	5.5	4.5	3.4	10.8

Fuente: Oficina CEPAL en Buenos Aires, BCRA y FIEL.

- (1) Los valores trimestrales y anuales son promedios geométricos de los valores mensuales.
 (2) Hasta junio de 1982: promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días. Entre julio de 1982 y julio de 1983: promedio de las tasas cobradas en el segmento libre del mercado. Desde agosto de 1983: promedio de las tasas vigentes en operaciones interempresarias a 7 días con garantía BONEX.
 (3) Entre enero y junio de 1982: promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días. Desde julio de 1982: tasa regulada.
 (4) Deflactada por el índice de Precios Mayoristas.
 (5) Diferencia porcentual promedio entre la cotización paralela y oficial del tipo de cambio.

Referencias bibliográficas

- Arida, P. y L. Taylor (1985). "Development Macroeconomics", mimeo.
- Benassy, J.P. (1982). The Economics of Market Disequilibrium, N. York, Academic Press.
- Canavese, A. (1985). "Impuesto Inflacionario, rezagos fiscales e hiperinflación", Instituto Di Tella, Serie Documentos de Trabajo.
- Damill, M. y R. Frenkel (1985). "De la Apertura a la Crisis Financiera", Ensayos Económicos, no. 36.
- Dreizen, J. (1985). Fragilidad Financiera e Inflación, Buenos Aires, Estudios CEDES.
- Dornbusch, R. (1980). Open Economy Macroeconomics, N. York, Basic Books.
- Fanelli, J.M. (1984). "Ahorro, Inversión y Financiamiento. Una Visión Macroeconómica de la experiencia Argentina", Ensayos Económicos, no. 31.
- Feldman, E. y J. Sommer (1983). "Crisis Financiera y Endeudamiento Externo", Buenos Aires, CET/IPAL.
- Figueiredo, J. et. al. (1985). Empleo y Salarios en América Latina, Río de Janeiro, ECIEL.
- Frenkel, R. (1979). "Decisiones de Precio en Alta Inflación", Desarrollo Económico, no. 75.
- Frenkel, R. (1980). "Las Recientes Políticas de Estabilización en la Argentina: de la vieja a la nueva ortodoxia", Río de Janeiro, IRI, PUC/RJ.
- Frenkel, R. (1983). "Mercado Financiero, Expectativas cambiarias y Movimientos de Capitales", El Trimestre Económico, no. 200.
- Frenkel, R. (1986). "Salarios e Inflación en América Latina", Desarrollo Económico, no. 100.
- Frenkel, R. y J.M. Fanelli (1985). "La Argentina y el Fondo en la última década", en SELA, El FMI y la Crisis Latinoamericana, México, Siglo XXI.
- Frenkel, R. y J.M. Fanelli (1986a). "Del Ajuste caótico al Plan Austral", CEDES, mimeo.
- Frenkel, R. y J.M. Fanelli (1986b). "El Plan Austral: un año y medio después", CEDES, mimeo.
- Hicks, J. (1974). The Crisis in Keynesian Economics, Oxford, Basil and Blackwell.

- Hicks, J. (1977). "Monetary Experience and the Theory of Money", en Economic Perspectives, Oxford, Clarendon Press.
- Hicks, J. (1979). "Monetary Theory and History - an attempt at perspective" en Critical Essays in Monetary Theory, Oxford, Clarendon Press.
- Heymann, D. (1986). "Tres Ensayos sobre Inflación y Políticas de Estabilización", Buenos Aires, CEPAL.
- Kalecki, M. (1956). Teoría de la Dinámica Económica, México, FCE.
- Kindelberger, C. (1978). Manias, Panics and Crashes, Londres, Macmillan.
- Kouri, P. y M. Porter (1974). "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium", Journal of Political Economy, mayo-junio.
- Leijonhufvud, A. (1968). On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford, Oxford University Press.
- Minsky, H. (1975). John Maynard Keynes, N. York, Columbia University Press.
- Minsky, H. (1982). Can "it" happen again?, N. York, Sharpe.
- Okun, A. (1981). Prices and Quantities. A Macroeconomics Analysis, Washington D.C., The Brookings Institution.
- Rozenwurcel, G. (1986a). "Inflación y Estabilización en Argentina: El Plan Austral", en P. Arida (org.), Inflação Zero, Río de Janeiro, Paz e Terra.
- Rozenwurcel, G. (1986b). "La Restricción Externa en Economías Semiindustrializadas", Tesis de Posgrado, PUC/RJ.
- Taylor, L. (1979). Macromodels for Developing Countries, N. York, MacGraw Hill.
- Taylor, L. (1983). Structuralist Macroeconomics, N. York, Basic Books.
- Tobin, J. (1965). "The Theory of Portfolio Selection" en IEA, The Theory of Interest Rates.
- Tobin, J. (1969). "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, no. 1.
- Tobin, J. (1982). "Money and Finance in the Macroeconomic Process", Journal of Money, Credit and Banking, no. 14.
- Williamson, J. (1983). The Open Economy and the World Economy, N. York, Basic Books.

AHORRO E INVERSION EN VENEZUELA

Miguel A. Rodríguez F.¹

Los grandes aumentos en los precios del petróleo y en las tasas de interés mundial de la década pasada produjeron cambios estructurales de significación en la economía mundial. En particular, los países en desarrollo importadores de petróleo vieron caer su sector externo en un severo desequilibrio, y la mayoría decidió endeudarse fuertemente en el exterior para financiar los excesos de inversión sobre ahorro que les producían los shocks externos, a veces exacerbados por políticas de corte expansionista. El legado de los desajustes en los precios petroleros y en las tasas de interés de la década pasada ha sido el círculo vicioso deuda-estancamiento que ha azotado a las economías latinoamericanas en los últimos años.

Los golpes externos y las políticas sobreexpansionistas de ejecución de déficits fiscales traducidos en excesos de absorción, ofrecen sin embargo, sólo una explicación parcial de las causas que originaron la crisis en América Latina. En Venezuela, en particular, los shocks externos y los excesos de gasto interno no explican ni el origen del endeudamiento, ni la caída dramática del

¹ Profesor de economía del Instituto de Estudios Superiores de

ingreso real que ha tenido lugar en ese país desde 1979.

En este trabajo se analiza brevemente la evolución del ahorro y la inversión en Venezuela desde el comienzo de los años setenta hasta 1983. De manera especial se trata de explicar la paradoja del endeudamiento en un país que generó recursos de ahorro propio para financiar todos sus proyectos de inversión. La conclusión final del análisis es que la deuda externa venezolana no se originó en excesos de absorción interna, sino en una peculiar exportación de la intermediación financiera nacional, donde el incremento de deuda pública externa terminó financiando la acumulación de activos en dólares del sector privado en el exterior. Por otro lado, luego de experimentar una espectacular expansión de 1975 a 1978, la inversión privada colapsó a partir de 1979, a causa de las injustificables políticas contractivas fiscales, monetarias y cambiarias instrumentadas desde aquel entonces.

El trabajo se divide en cuatro partes. En la primera, se hace un brevísimo recuento del comportamiento macroeconómico de Venezuela en el pasado reciente. Seguidamente, se describe la evolución del ahorro y la inversión en el país en el período 1970-1983. Luego se analizan las causas y las consecuencias del endeudamiento externo venezolano, para finalizar enumerando algunas conclusiones.

Administración (IESA).

I. EL COMPORTAMIENTO ECONOMICO EN EL PERIODO 1970-1985.

1. Background

Venezuela fue un país de alto crecimiento relativo desde mediados de los años cuarenta hasta fines de la década pasada. Como se observa claramente en el Cuadro 1, el crecimiento real del PIB no petrolero promedió un 7,4% interanual para el largo período comprendido entre 1954 y 1978. El crecimiento del PIB no petrolero real per-capita se ubicó alrededor del 4,6% interanual, mientras la inflación promedió apenas un 3% por año. Paralelo a este crecimiento con baja inflación, el país exhibió una marcada estabilidad en su sector externo, que permitió la acumulación de superávits crónicos en la cuenta corriente de su balanza de pagos que para comienzo de los setenta habían convertido al país en un acreedor neto vis-a-vis el resto del mundo.

Hasta 1973, este comportamiento económico estuvo atado a una estrategia de desarrollo hacia adentro basada en una sustitución de importaciones alimentada por sustanciales ingresos en dólares provenientes de la exportación de petróleo. Este proceso permitió el avance de la industrialización y la obtención de mejoras importantes en el ámbito productivo de la economía. La debilidad del proceso, que se creía agotado para fines de los sesenta, emanaba de su extrema dependencia en el estancado ingreso petrolero, y en un patrón de distribución del ingreso y la riqueza donde las desigualdades extremas se convirtieron en sí mismas en un freno para el crecimiento.

CUADRO 1

VENEZUELA: CRECIMIENTO E INFLACION, 1954 - 1985
(tasa de crecimiento interanual)

Años	PIB No Petrolero	PIB No Petrolero Per-Capita	Inflación
1954 - 1978	7.4	4.6	3.0
1979 - 1985	-0.8	-3.6	13.1

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

El extraordinario incremento de los precios del petróleo en 1973 y 1974 ofreció una oportunidad única para llevar a cabo una sustancial transformación estructural de la economía venezolana, que permitiera la diversificación de su base productiva, reduciendo su dependencia respecto a los ingresos petroleros de exportación y permitiendo la obtención de metas redistributivas. Esta transformación comenzó a ser promovida en 1974, con la ejecución de un vasto plan de acumulación de capital por parte del estado en obras de infraestructura y en los sectores productivos básicos, que indujo un extraordinario crecimiento de la inversión privada durante el período 1975-1978. Este proceso se detuvo en 1979, cuando en medio de la renovada bonanza petrolera que trajo el segundo aumento de los precios del petróleo, se comenzó la implementación sistemática de políticas contractivas que detuvieron el crecimiento económico, no permitieron la cosecha de la zafra de inversiones sembradas de 1975 a 1978, y paradójicamente, dieron lugar al severo problema de endeudamiento neto que hoy padece el sector público de la economía.

En las próximas páginas se revisará brevemente la evolución de la economía venezolana entre 1970 y 1985, y el comportamiento del ahorro y la inversión en ese período. En particular, se mostrará el contraste de la diferente reacción de la economía ante los dos aumentos de los precios petroleros de 1974 y de 1979-81.

2. Comportamiento macroeconómico de 1970 a 1985

El Cuadro 2 resume el comportamiento de la economía venezolana durante el período 1970-1985. Los datos muestran marcadas diferencias de comportamiento para los cuatro subperíodos en que hemos dividido el lapso histórico de nuestro interés en términos de crecimiento, inflación, desempleo, cuenta corriente de balanza de pagos y deuda. En particular, el período de alto crecimiento económico 1974-78 tuvo lugar en una economía con equilibrio en su cuenta corriente, y con un sector público superavitario y que no acumuló deuda externa neta. En contraste, la fuerte caída en el ingreso per-capita que tiene lugar a partir de 1979, tiene lugar simultáneamente a una fuerte acumulación de deuda neta externa para el sector público, y a pesar de la acumulación de vastos superávits en cuenta corriente tanto a nivel de la economía global, como para el sector público.

El período inmediato al primer boom petrolero se caracterizó por un crecimiento estable con baja inflación. De 1970 a 1973, por ejemplo, el crecimiento anual real del PIB no petrolero se acercó al 7%, con una inflación alrededor del 3% por año. La política fiscal fue ligeramente expansionista, con un déficit fiscal que promedió anualmente menos del 1% del PIB. Este pequeño déficit no impuso una presión excesiva sobre la balanza de pagos, que acumuló un superávit de más de mil millones de dólares en los cuatro años. Para fines de 1973, el sector público era un acreedor neto en el exterior (al igual que el país) con activos externos netos cercanos a los 900 millones de dólares.²

CUADRO 2

VENEZUELA: INDICADORES MACROECONOMICOS SELECTOS, 1970 - 1985

	1970 - 1973	1974 - 1978	1979 - 1982	1983 - 1985
Crecimiento PIB No Petrolero Real	6.6	8.2	0.2	-2.2
Crec. PIB No Petrolero Real Per-Capita	3.8	5.4	-2.6	-5.0
Inflación	3.2	8.2	14.9	10.2
Desempleo	6.5	4.5	6.1	12.2
Superávit Acumulado Cuenta Corriente (Miles de Millones de USA \$)	1.0	0.2	5.1	13.0
Superávit Sector Público/PIB	-0.7	6.3	1.6	4.7
Deuda Neta Pública Externa* (Miles de Millones de USA \$)	-0.9	0.5	13.8	12.0

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales; OCEI, Encuesta de Hogares.

(*) Fines de período.

A partir de 1974 hubo una fuerte aceleración del crecimiento real hasta 1977, que disminuyó un tanto para 1978. Este período de alto crecimiento fue consecuencia directa de las políticas expansionistas instrumentadas después del alza de los ingresos petroleros en 1973-74. Para 1978, el PIB real superaba en más de un 50% el PIB de 1973, lo cual representó un crecimiento en términos per-capita de más de un 30% para el período de cinco años. La inflación también se aceleró a un 8,2% en promedio por año, más o menos con la inflación mundial, y el desempleo se ubicó en sus niveles más bajos históricos de alrededor de un 4% en 1978. La gran expansión económica se vio reflejada también en una significativa expansión del sector público de la economía, que llevó sus niveles de inversión a picos históricos. En 1976, el gobierno nacionalizó la industria petrolera, que aparte de ser la más grande del país, le proveía más del 95% de los ingresos de divisas que tenía para aquel entonces. A pesar del enorme incremento en el gasto público que tuvo lugar en ese período, los ingresos petroleros eran de tal magnitud, que permitieron la acumulación de un superávit para el sector público consolidado que promedió anualmente más del 6% del PIB durante el período. Más aún, para fines de 1978 la deuda pública externa neta era muy exigua (alrededor de 500 millones de dólares), mientras que el país en su conjunto acumuló en los cinco años un pequeño superávit en cuenta corriente, que reforzó su status de acreedor neto con el resto del mundo.

* La deuda pública externa bruta totalizaba unos 2 mil millones de dólares, en tanto que los activos externos en poder del sector público se acercaban a los 3 mil millones de dólares.

En el período 1979-82 se produjeron cambios dramáticos en el comportamiento macro de la economía venezolana. A pesar del gigantesco aumento de los ingresos petroleros durante los años 1979-81, la economía se estancó a partir de 1979 y creció el desempleo, paralelamente a producirse una nueva aceleración de la inflación que promedió más del 15% interanual. El PIB real no petrolero per-capita cayó más de un 10% durante el período en que el país recibió el más alto nivel de ingresos externos de toda su historia. Induciendo este comportamiento estuvo una política de reducciones en el gasto público real, aunada a episodios extremos de represión financiera y a una abierta sobrevaluación del tipo de cambio. Pero aparte de deteriorar el lado real de la economía, el legado más sorprendente de la política macroeconómica contraccionista implementada durante el período 1979-82 fue el serio problema de endeudamiento neto externo que se gestó dentro del sector público, y que se dio paralelo a la acumulación de un importante superávit global para el propio sector público (que promedió un 1.6% del PIB por año), y de un masivo superávit en cuenta corriente que convirtió al país en un sustancial acreedor neto externo para fines de 1982. En el Cuadro 2 se puede apreciar esta extraordinaria paradoja: a pesar del superávit en cuenta corriente de balanza de pagos superior a los 5 mil millones de dólares, y con un sector público en superávit, la deuda pública externa neta creció de apenas 500 millones de dólares en 1978 a casi 14 mil millones de dólares para fines de 1982. Como explicaremos más adelante, la contrapartida de este sorprendente resultado fue una espectacular acumulación de activos externos por parte del sector privado de la economía, a consecuencia de la

indetenida fuga de capitales que tuvo lugar en Venezuela a partir de 1980.

El llamado "período de ajuste" 1983-1985, constituyó otro peculiar episodio de la historia económica reciente de Venezuela. Luego de que la fuga de capitales terminó con la casi totalidad de las reservas internacionales líquidas del Banco Central hacia febrero de 1983, el gobierno ejecutó un plan de estabilización contractivo que indujo una fuerte recesión en ese año. La política fue continuada por dos años más por el nuevo gobierno inaugurado en 1984, con serios resultados para la economía, que incluyeron: una caída del PIB no-petrolero que promedió un 5% interanual (lo cual determinó que el PIB real en 1985 fuera menor que el de 1970), y una fuerte alza en el desempleo que alcanzó el 15% para fines de 1984. Simultáneamente a este dramático resultado para la parte real de la economía, el país acumuló un superávit en cuenta corriente de balanza de pagos de unos 13 mil millones de dólares para el período de tres años, que tuvo como contrapartida interna un amplio superávit público que promedió anualmente un 5% del PIB.

En las próximas páginas se comentará brevemente sobre la evolución y posibles determinantes del ahorro y la inversión en la historia económica reciente de Venezuela, sin duda, la más llena de paradojas de todo el continente latinoamericano.

II. EVOLUCION DEL AHORRO Y LA INVERSION

1. El ahorro y la inversión a nivel agregado

La tasa relativamente alta de crecimiento económico que vivió Venezuela desde comienzos de los años cincuenta hasta 1978, fue consecuencia cercana de los altos niveles de inversión realizados en ese largo período, y de su contrapartida de una alta tasa de ahorro que se generaba internamente en el país. En forma similar, el estancamiento y la recesión indetenida desde 1979 a 1985 se caracterizaron, entre otras cosas, por una fuerte contracción de la inversión (especialmente la privada), y la colocación masiva y generación de fondos de ahorro privado en el exterior.

Por otro lado, desde el comienzo de los años sesenta hasta 1985, Venezuela exhibió una cuenta corriente de balanza de pagos ampliamente superavitaria, que convirtió al país en un masivo acreedor neto externo. Esto hace aún más paradójico que, a pesar de esas acreencias netas externas, el país generara un severo problema de endeudamiento externo del sector público de su economía, similar al que se desarrolló en las otras economías latinoamericanas.

Los Cuadros 3 al 6 muestran la evolución del ahorro interno y de la inversión a nivel global. Como puede apreciarse en el Cuadro 3 los niveles de ahorro e inversión en Venezuela fueron significativamente altos para el período comprendido entre 1968 y 1983, aunque en el período de estancamiento a partir de 1979 los

CUADRO 3

VENEZUELA: AHORRO-INVERSION, 1968 - 1983

	1968 - 1973	1974 - 1978	1979 - 1983
Ahorro Bruto/PIB	30.0	35.0	27.0
Inversión Bruta/PIB	30.1	34.7	23.4

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

niveles de ambas variables se redujeron significativamente respecto al auge 1974-78.

Para el período 1968-73 antes del primer boom petrolero, los niveles de ahorro e inversión en Venezuela ya eran los más altos de América Latina. Como también puede apreciarse en el Cuadro 3, ambas variables superan el 30% del producto interno en promedio para esos años. En el quinquenio posterior a 1974, se observa un fuerte crecimiento de ambas a consecuencia del alza significativa del ingreso real que tiene lugar en ese período. Tanto el ahorro como la inversión promediaron alrededor del 35% del PIB para esos cinco años, lo que convirtió a Venezuela en uno de los grandes países ahorristas e inversionistas a nivel internacional.

La segunda gran alza de los precios petroleros de 1979-1981, en contraste, resultó en una fuerte caída en el ingreso per-capita real, que se tradujo a su vez en una fuerte disminución en los niveles de inversión y ahorro internos, que se redujeron a un 23% y 27% del PIB respectivamente.

La distribución del ahorro interno en público y privado puede apreciarse en el Cuadro 4. Antes de 1974, el 70% del ahorro nacional se generaba en el sector privado. La explosión de los precios del petróleo, que aumentó espectacularmente los ingresos del sector público, transformaron a éste en el principal ahorrista nacional. Para el período 1974-1983, casi un 60% del ahorro nacional se generó dentro del sector público.

CUADRO 4

VENEZUELA: PARTICIPACION DEL AHORRO EN EL PIB, 1972 - 1983

	Ahorro Bruto Interno	Ahorro Público	Ahorro Privado
1972 - 1973	0.31	0.09	0.22
1974 - 1978	0.35	0.19	0.16
1979 - 1983	0.27	0.16	0.11

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

La evolución de la inversión es parecida. En el Cuadro 5 se puede observar que antes del primer boom petrolero el grueso de la inversión era acometida por el sector privado. Para el período 1968-1973, por ejemplo, la inversión privada representaba un 17% del PIB, mientras la pública apenas alcanzaba un 7%, y esto representaba un 70% y un 30% del total de la inversión respectivamente. En el período del boom petrolero a partir de 1974, tanto la inversión pública como la privada crecieron significativamente, aunque la primera lo hizo a una tasa todavía mayor. Para el quinquenio 1974-78, todavía la inversión privada representó algo más de un 60% de la inversión fija total. En contraste, el colapso de la inversión privada que se da a consecuencia del estancamiento posterior a 1979 (en medio de la segunda alza de los precios petroleros), unido al incremento marginal de la inversión pública como proporción del PIB, hacen que cambie la importancia relativa de los sectores público y privado como fuentes de flujos de inversión. Para el quinquenio 1979-83 los pesos relativos que correspondieron a la inversión pública y privada dentro de la inversión total cambiaron a 60% y 40% respectivamente.

Como mencionáramos anteriormente, los altos niveles de inversión de la economía venezolana en las últimas décadas no se tradujeron en problemas de balanza de pagos, porque los volúmenes de ahorro interno fueron aún superiores. Como puede apreciarse en el Cuadro 6, Venezuela produjo desde comienzos de los años sesenta sustanciales superávits en su cuenta corriente de la balanza de pagos, que acumulados rebasaron los 20 mil millones de dólares de 1960 hasta 1985, y convirtieron al país en un masivo acreedor neto

CUADRO 5

VENEZUELA: PARTICIPACION DE INVERSION EN EL PIB, 1968 - 1985

	Inversión Bruta Fija	IBF Pública	IBF Privada
1968 - 1973	24.0	7.0	17.0
1974 - 1978	31.5	12.3	19.2
1979 - 1983	24.9	14.3	10.6
1984 - 1985	16.0	9.0	7.0

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

CUADRO 6

VENEZUELA: CUENTA CORRIENTE DE BALANZA DE PAGOS, 1960 - 1985*
(miles de millones de U.S. dólares)

1960-1973	1974-1978	1979-1983	1984-1985	1960-1985
3.5	0.2	9.8	8.3	21.8

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

(*) Saldos Consolidados.

con el exterior. Sin embargo, el país terminó en 1983 con un problema de endeudamiento externo neto dentro de su sector público, que terminó financiando en el agregado una extraordinaria acumulación de activos privados en el exterior.

2. La inversión: evolución y determinantes

Como exportador de petróleo desde hace varias décadas, Venezuela pudo mantener tasas de inversión relativamente altas, por encima del promedio de los países latinoamericanos más importantes (véase el Cuadro 7). Como ya hemos mencionado, el aumento de los precios del petróleo de 1973-74 permitió la instrumentación de una política expansiva de gasto público, que privilegiaba la inversión pública y que terminó induciendo un fuerte incremento de la inversión privada. A pesar del segundo aumento de los precios del petróleo en 1979-81, las políticas contractivas instrumentadas en esos años se tradujeron en el colapso de la inversión privada, que se constituyó a su vez en causa primaria de la recesión que padeció la economía durante todo el período comprendido entre 1979 y 1985.

La evolución de la inversión en Venezuela a partir de 1968 se resume parcialmente en los Cuadros 8 al 10, y en la Figura 1. Los datos reflejan varias tendencias con claridad. Como ya adelantáramos, mientras la inversión privada creció aceleradamente y sin pausa durante la década 1969-1978, la inversión pública se expandió a tasas aún mayores. Por otro lado, como la inversión privada se contrajo fuertemente desde 1979 hasta 1984 (véanse los

CUADRO 7

INVERSION BRUTA FIJA COMO PORCENTAJE DEL PIB
Varios Países Latinoamericanos

PAIS	1965-69	1970-73	1974-78	1979-82
Argentina	18.2	19.9	25.7	21.8
Brasil	15.6	21.8	22.8	21.8
Colombia	17.8	19.2	21.2	23.3
Chile	15.0	16.0	10.7	17.3
México	17.2	18.4	20.6	23.8
Venezuela	21.7	23.7	34.5	28.0

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

Cuadros 8 y 9), en tanto que la pública se mantuvo en niveles importantes, esto se tradujo en la reversión de los pesos relativos de ambas en la economía venezolana. Mientras que a fines de los años sesenta la inversión privada casi triplicaba a la pública, para 1982-83 la inversión pública duplicaba a la privada (véase la Figura 1).

El crecimiento de la inversión en el primer período de auge petrolero 1974-78, que promedió anualmente un 17%, abarcó todos los sectores y todas las categorías de inversión (maquinaria y equipo, y construcción). Sin embargo, la fuerte acumulación de capital dentro del sector público se hizo más intensa en maquinaria y equipo con un fuerte componente importado (véanse los Cuadros 9 y 10), a consecuencia de la expansión de las empresas básicas del estado en los sectores petrolero, siderúrgico, eléctrico y del aluminio. El sector privado por su parte, aunque aumentó su inversión en la manufactura, expandió aún más en términos relativos su inversión en construcción. Ambas tendencias contribuyeron al deterioro de la cuenta corriente de balanza de pagos en el período del boom, que exhibió fuertes déficits en 1977 y 1978. Aunque esto pareciera incontrovertible en el corto plazo, pudiera afirmarse que sólo la evolución de la inversión privada sezgada hacia el sector de no-transables podría calificarse como una manifestación parcial de la "enfermedad holandesa" (Dutch Disease). Esta conclusión deriva del hecho de que aunque la inversión pública tenía un componente importado muy alto, ésta se concentró básicamente en el sector productor de bienes transables, que al madurar tendería a mejorar las cuentas externas en el mediano y largo plazo.

CUADRO 8

VENEZUELA: INVERSION BRUTA FIJA PUBLICA Y PRIVADA, 1969 - 1983
(tasas de crecimiento real)

	1969-1973	1974-1978	1979-1983
Inversión Total	8.5	17.0	12.3
- Pública	14.7	22.2	-1.0
- Privada	8.2	13.3	-25.7

Fuente: B.C.V., Informe Anual (varios años).

CUADRO 9

VENEZUELA: INVERSION BRUTA FIJA PUBLICA Y PRIVADA, 1960 - 1983
(porcentajes del PIB)

	1968-1973	1974-1978	1979-1983
IBF/PIB	24.0	31.5	24.9
- Pública	7.0	12.3	14.3
- Privada	17.0	19.2	10.6
IBF No Residencial/PIB	19.0	24.5	19.6
- Pública	6.0	11.0	13.4
- Privada	13.0	13.5	6.2

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

CUADRO 10

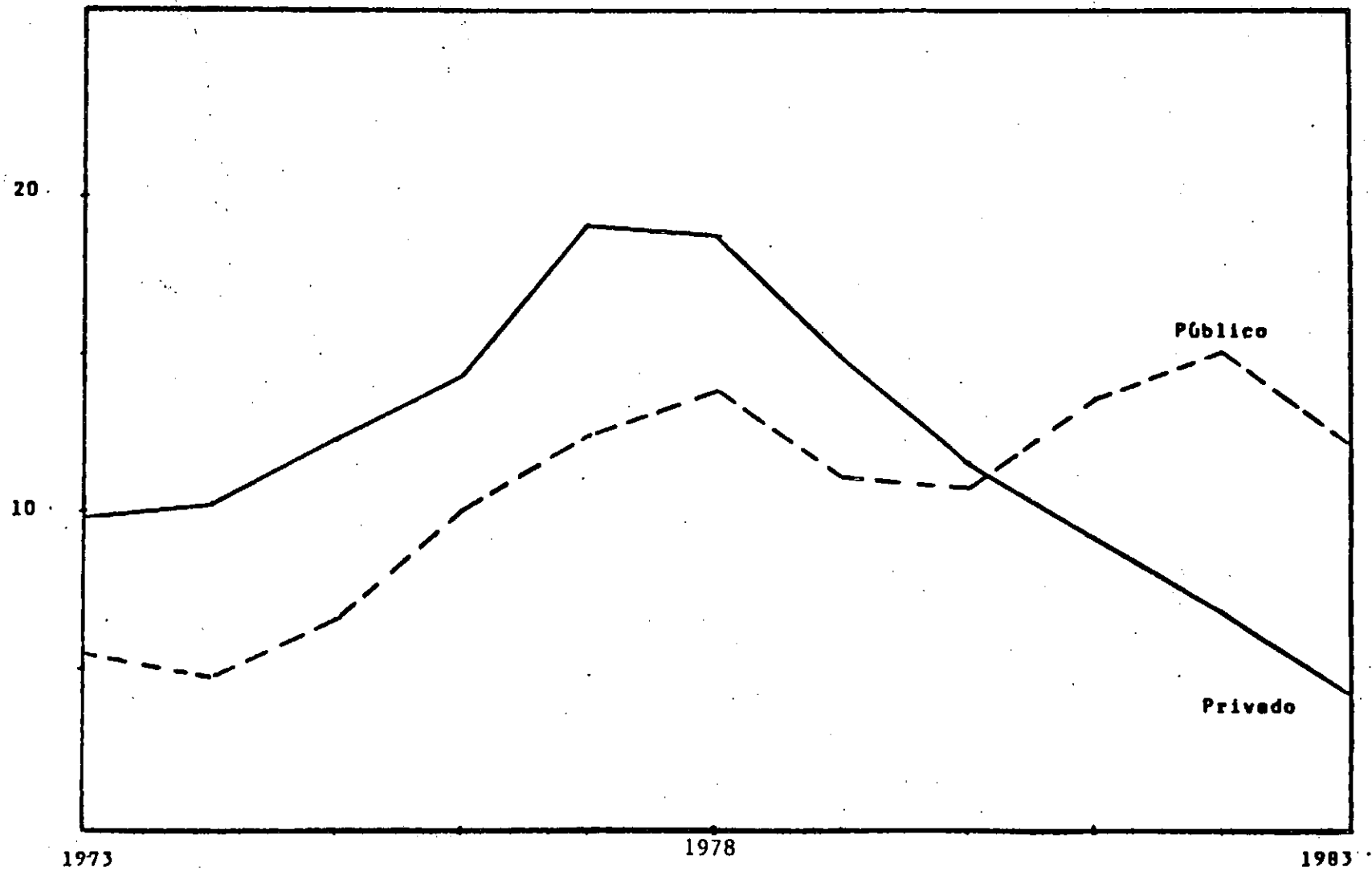
VENEZUELA: DESTINO Y PROCEDENCIA DE LA INVERSION BRUTA FIJA
(porcentajes del total)

	1960-1973	1974-1978	1979-1983
Maquinaria y Equipo	31.4	34.1	33.5
Construcción No Residencial	32.5	29.2	32.0
Construcción Residencial	19.4	16.9	16.9
Importada	31.4	37.3	34.4
Nacional	68.6	62.7	65.6

Fuente: B.C.V., Informe Anual (varios años).

FIGURA 1

INVERSION BRUTA FIJA PUBLICA Y PRIVADA
(miles de millones de bolivares a precios de 1960)



Fuente: BCV.: Anuario de Cuentas Nacionales

Como ya hemos mencionado, el grueso de la acumulación de capital en el sector público en este período del primer boom petrolero se dirigió a desarrollar sectores básicos de la producción donde el país poseía claras ventajas comparativas, dada su dotación de recursos naturales y energéticos. Se creó un vasto complejo siderúrgico y de producción de aluminio que hoy exporta conjuntamente alrededor de 600 millones de dólares al año, y se aceleró la construcción de uno de los mayores proyectos hidroeléctricos a nivel mundial. Paralelamente, se incrementó significativamente la inversión en obras de infraestructura agrícola, sanitaria, educacional y de transporte, que debería de servir de soporte a la expansión de los sectores de la producción.

Aunque esta inversión infraestructural conjuntamente con la inversión privada en construcción residencial y no residencial contribuyó significativamente a apuntalar el proceso de crecimiento en el período del boom, también contribuyó a generar importantes cuellos de botella en el corto plazo en diversos mercados factoriales y en la industria productora de insumos para la construcción.² Para 1978, estos cuellos de botella, expresados en excesos de demanda sectoriales, aunados al deterioro de la cuenta corriente, motivaron al gobierno a tomar medidas de enfriamiento selectivo de la economía. Se trató de reorientar el gasto (aunque no por la vía cambiaria) penalizando a la inversión privada en construcción, que disputaba los insumos que requerían

² En el mediano y largo plazo los proyectos estratégicos de inversión pública, y los proyectos privados acometidos en estos sectores, romperían supuestamente esos cuellos de botella

los grandes proyectos públicos de desarrollo (hidroeléctricos e infraestructura). Estos esfuerzos estabilizadores terminaron por hacer decrecer el ritmo de expansión de la inversión privada, y contribuyeron a la caída de la tasa de crecimiento del producto real a menos del 3% en 1978.

En 1979-81, a pesar de producirse la segunda gran alza de los precios del petróleo que vuelven a producir superávits sustanciales en la cuenta corriente de Venezuela en esos años, el nuevo gobierno comenzó a ejecutar políticas contractivas de gasto público con propósitos anti-inflacionarios. Estas políticas, unidas al abierto atraso cambiario que se produce a partir de 1980, determinaron una fuerte disminución de la inversión que cayó más de un 12% interanual en términos reales durante el quinquenio 1979-83. Esta caída de la inversión se originó en realidad, en el colapso de la inversión privada que se redujo anualmente en promedio más de un 25% en términos reales en ese período (véase el Cuadro 8). La disminución más fuerte ocurre en el sector manufacturero, aunque la construcción también sufre significativamente.

En el sector público la inversión se mantuvo en niveles más altos, continuándose en muchos casos con la ejecución de los proyectos de inversión del V Plan de la Nación comenzados en el quinquenio del boom petrolero. Es de hacer notar, que en este período de creciente sobrevaluación del tipo de cambio, el componente importado de la inversión se reduce relativamente,

transitorios.

porque la importancia creciente de la inversión estatal ocurre simultáneamente a la instrumentación de políticas deliberadamente sustitutivas por parte de los más importantes inversionistas públicos, como por ejemplo, el sector petrolero.

En relación a los factores que han determinado los niveles de inversión en Venezuela, puede concluirse en lo referente a la inversión privada, que éstos quedaron constituidos por las políticas de gasto, crediticias y cambiaria, antes que por los niveles de las tasas de interés. De 1974 a 1981, por ejemplo, las tasas de interés estuvieron controladas y en términos reales fueron muy bajas o negativas todos esos años. Ya hemos visto que las políticas expansivas de gasto y crédito abundante entre 1974 y 1978 propiciaron la extraordinaria expansión de la inversión privada en esos años. Las políticas contractivas de 1979 y 1980, y el "credit crunch" de 1981 producido por la fuga de capitales de ese año, por otro lado, produjeron en cambio el colapso de la inversión privada en un medio ambiente de tasas reales de interés abiertamente negativas. La política de control a las tasas de interés fue particularmente contradictoria entre 1980 y 1981, pues pretendiendo estimular a la inversión privada con tasas reales negativas, la fijación de las tasas pasivas por debajo de las internacionales bajo libre convertibilidad, propiciaron una intensa salida de capitales privados que se tradujo en una contracción real de la oferta monetaria y del crédito a nivel agregado. Las políticas de expansión del gasto de 1981 y 1982, por su parte, en medio de una abierta sobrevaluación de la moneda y fuga de capitales, fueron impotentes para detener la caída de la inversión privada.

Las políticas restrictivas de ajuste de 1983 a 1985 han contribuido ulteriormente a mantener el patrón de caída de la inversión que prevalece desde 1979. En 1983, la inversión privada disminuyó en un 40% en términos reales, producto de las fuertes políticas contractivas instrumentadas ese año, y que también se tradujeron en una contracción real del PIB del 5% y en un aumento del desempleo a un 13%. A pesar de que la violenta contracción de 1983 permitió la generación de un superávit corriente de unos 4,7 mil millones de dólares, el nuevo gobierno que ascendió al poder en 1984 decidió continuar el ajuste restrictivo en ese año y en 1985, contrayendo aún más el gasto público en términos reales, y en particular, la inversión pública. Los resultados de estas políticas se resumieron en una nueva caída del PIB per-capita de un 7% para esos dos años, el aumento del desempleo y la continuación de la depresión en los niveles de inversión pública y privada, a pesar de haberse generado otro fastuoso superávit corriente de balanza de pagos de más de 8 mil millones de dólares para el bienio 1984-85.

3. El ahorro: evolución y determinantes

Como ya mencionáramos, la alta tasa de crecimiento económico que vivió Venezuela hasta 1977 estuvo estrechamente vinculada a los importantes niveles de ahorro que se generaban internamente en el país. Hasta 1973, antes del primer estallido de los precios del petróleo, Venezuela exhibió tasas de ahorro relativamente altas para niveles internacionales (mas del 30% del

PIB durante el período 1960-73). En el período 1974-78, la tasa de ahorro subió a un 35% del producto interno, en tanto que en el período de contracción económica a partir de 1979, en medio del segundo boom de los precios petroleros, el ahorro interno cayó por debajo del promedio anterior a 1974 (véase el Cuadro 3).

Las altas tasas de ahorro interno venezolanas fueron el resultado de la contribución conjunta del gobierno, las familias, el sector petrolero y las empresas privadas y públicas, en ese orden de importancia. A decir verdad, un hecho que caracteriza al caso venezolano es que el sector público se transformó a partir de 1974 en el principal ahorrista nacional, en virtud del gran ahorro del gobierno central.⁴

Esta evolución puede observarse en el Cuadro 4, en el que se muestra cómo el ahorro público aumentó su participación de un 9% a un 19% del PIB en el auge, mientras el ahorro privado la disminuyó. En el período de estancamiento, aunque ambos redujeron su participación en el producto, el ahorro público superó ampliamente al ahorro privado. A partir de 1982, sin embargo, sería posible identificar una reversión de esta tendencia más allá de las cuentas nacionales, porque buena parte del ahorro privado se genera a partir de los ingresos producidos por las grandes tenencias de activos privados en el exterior. Más adelante nos referiremos a esta situación en mayor detalle.

⁴ El gobierno central es el primer beneficiario de la renta petrolera, a través de su actividad fiscal sobre el sector productor de hidrocarburos.

A pesar de la gran acumulación de capital que ha tenido lugar en la economía venezolana en las dos últimas décadas, ya hemos señalado que la magnitud del ahorro interno ha sido tal, que ha permitido la acumulación de superávits corrientes de balanza de pagos, que han convertido al país en un acreedor neto externo. Paradójicamente, sin embargo, mientras ese superávit corriente acumulado ascendió a más de 18 mil millones de dólares entre 1974 y 1985, el sector público terminó desarrollando un severo problema de endeudamiento neto externo. En las próximas páginas trataremos de explicar esta paradoja, crucial para tratar de entender la evolución económica reciente del país.

4. El ahorro público

La evolución del ahorro público desde 1970 hasta 1983 se muestra en el Cuadro 11, donde también se indican los niveles de ahorro e inversión del gobierno central, de las empresas petroleras y no petroleras, así como del resto del sector público. El papel específico que estos subsectores cumplen en el circuito ahorro-inversión aparece evidenciado en esta matriz que muestra la oferta y demanda de fondos de ahorro por cada uno de ellos.

La característica más resaltante del ahorro público venezolano, aparte de su magnitud relativa, fue la consolidación de un sólido superávit financiero de 1974 a 1983. De acuerdo al Cuadro 12, en ese período el superávit público ascendió a casi 11,5 mil millones de dólares (casi un 4% del PIB en promedio anual para el período), lo cual evidencia que el sector público no sólo

CUADRO 11

VENEZUELA: AHORRO - INVERSION PUBLICOS POR SECTORES, 1970 - 1983
(% del PIB)

	1970-1973	1974-1978	1979-1983
1. Ahorro Bruto	7.0	20.4	17.2
- Gobierno Central	6.5	15.0	9.0
- Empresas del Estado	0.7	0.4	-0.9
- Sector Petrolero	-	3.5	5.6
- Resto	-0.2	1.5	3.5
2. Inversión Bruta	7.8	14.1	15.8
- Gobierno Central	2.4	2.5	1.7
- Empresas del Estado	4.5	7.8	7.2
- Sector petrolero	-	2.5	4.7
- Resto	0.8	1.3	2.2
3. Superávit Público	-0.8	6.3	1.4

Fuente: B.C.V., Informe Anual (varios años).

(1) Las cifras del sector petrolero se refieren a 1976 - 1978 luego de la nacionalización.

CUADRO 12

VENEZUELA: CUENTA CORRIENTE DE BALANZA DE PAGOS, 1970 - 1985
(miles de millones de dólares)

	1970-1973	1974-1978	1979-1983	1984-1985
Superávit				
Cuenta Corriente	1.0	0.2	9.8	8.3
- Sector Público	-0.4	8.1	3.3	7.0
- Sector Privado	1.4	-7.9	6.5	1.3

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

contó con los recursos de ahorro suficientes para financiar todos sus planes de inversión, sino que además se constituyó en el gran ahorrista financiero del país. Vale la pena añadir, que en el período de alto crecimiento económico 1974-78 cuando se produjo un extraordinario crecimiento del gasto público, se generaron los mayores volúmenes de ahorro y de superávit financiero públicos, que promediaron por año más de 20% y 6% del PIB respectivamente. Paradójicamente, en el quinquenio de estancamiento 1979-83, donde se dio una caída del gasto público en términos reales, tanto los niveles de ahorro como el superávit públicos se vieron drásticamente disminuidos (véanse los Cuadros 11 y 12).

A pesar del superávit acumulado en la década 1974-83, la dinámica de transferencia intersectorial de ahorros dentro de la economía, aunada a la exportación de la intermediación financiera basada en la fuga de capitales, terminó endeudando externamente al sector público en unos 15 mil millones de dólares en términos netos para 1983. Dado el carácter superavitario del sector público, se evidencia que esa deuda externa neta tiene que tener como contraparte interna la acumulación de una vasta deuda privada interna con el propio sector público.

A nivel de los subsectores que conforman el sector público, la evolución del ahorro e inversión aparecen como claramente diferenciada. En primer lugar, el gobierno central se constituyó en el gran ahorrista público y del país, generando además vastos excedentes financieros (véase el Cuadro 11). A raíz del alza de los precios del petróleo en 1973-74, estos excedentes fueron masivos, y su canalización al resto de los sectores de la

economía se constituyó en la vía fundamental por la cual el ingreso petrolero incrementado impactó a la economía venezolana. A partir de 1976 con la nacionalización, el sector petrolero también se convirtió en un importante ahorrista (e inversionista) público.

Por otro lado, las empresas del estado no petroleras y el sector privado se convirtieron en los grandes demandantes de fondos de ahorro que se generaban en los agentes superavitarios públicos. Como se aprecia en el Cuadro 11, el ahorro de las empresas estatales no petroleras fue precario (siendo negativo en el período 1979-83), en tanto que ellas se constituyeron en los más importantes inversionistas dentro del sector público. Especialmente a partir de 1974, las empresas del estado no petroleras fueron las encargadas de acometer los planes de inversión fundamentales del país, y esto las convirtió en un sector ampliamente deficitario. Es importante señalar que en los años 1984-86, esta tendencia se ha revertido a consecuencia de la parálisis de la inversión pública y de la maduración de los proyectos básicos, que han permitido, con la eliminación de la sobrevaluación cambiaria, un alza sustancial de los ingresos y el ahorro de las empresas estatales.

5. El ahorro privado.

La evolución del ahorro y la inversión privada de 1970 a 1983 aparecen en los Cuadros 13 y 14.

A pesar de que el ahorro privado creció indetenidamente de

CUADRO 13

VENEZUELA: AHORRO - INVERSION DEL SECTOR PRIVADO
(en % del PIB)

	1970-1973	1974-1978	1979-1983
1. Ahorro Privado	24.0	14.6	9.8
2. Inversión Privada	22.3	20.6	7.6
3. Superávit	1.7	-6.0	2.1

Fuente: B.C.V., Anuario de Cuentas Nacionales.

CUADRO 14

VENEZUELA:
 AHORRO E INVERSION DE EMPRESAS Y FAMILIAS PRIVADAS, 1970 - 1983
 (% del PIB)

	1970-1973	1974-1978	1979-1983
1. Ahorro Privado Bruto	24.0	14.6	9.8
- Familias	21.1	10.2	7.1
- Empresas	2.9	4.4	2.7
2. Inversión Privada Bruta	22.3	20.6	7.6
- Gobierno	4.8	5.4	5.0
- Empresas del Estado	17.5	15.2	2.6

Fuente: B.C.V., Informe Anual (varios años).

1970 a 1980, éste se redujo fuertemente como proporción del producto interno en ese mismo período. Esto se originó en que el consumo privado creció en el período del primer boom petrolero a tasas superiores a las tasas reales de expansión del producto y del ingreso. Por esta circunstancia, los volúmenes de inversión privada que se realizaron en el boom (más de un 20% del PIB de acuerdo al Cuadro 13) generaron un déficit financiero privado muy importante durante esos años. Para el quinquenio 1974-78, la necesidad de fondos de ahorro del sector privado ascendió a más del 6% del PIB, lo cual tuvo como contrapartida interna un superávit equivalente dentro del sector público durante ese mismo período. A partir de 1979, a pesar de la caída del ahorro privado a consecuencia de la recesión, la abrupta disminución de la inversión privada permitió la formación de importantes superávits financieros dentro del sector privado que superaron en promedio anualmente un 2% del PIB durante el quinquenio recesivo 1979-83.⁵ A pesar de este comportamiento en términos de ahorro, la dinámica de las transferencias de ahorro financiero internas y externas que reseñaremos más adelante, permitieron al sector privado para 1983 terminar siendo un masivo acreedor en el exterior, con una tenencia de activos netos que rebasaba los 30 mil millones de dólares en aquel entonces.

Dentro del sector privado venezolano el grueso del ahorro se genera en las familias, en tanto que las empresas han sido

⁵ El superávit privado consolidado entre 1979 y 1983 pareciera estar subestimado, pues como ya hemos adelantado, a partir de 1981 una parte importante del ingreso privado venezolano comienza a ser generado en el exterior como renta de la fuga de capitales, y estos no son reflejados en las cuentas nacionales.

tradicionalmente demandantes de flujos de ahorro financiero. La demanda neta de fondos por parte del sector empresarial privado llegó a sus picos históricos en la gran expansión que siguió al primer boom petrolero. A comienzos de los ochenta, a pesar de la reducción del ahorro de las empresas con la recesión, la caída de la inversión fue tan rotunda, que permitió a éstas producir un leve superávit financiero para esos años (véase el Cuadro 14).

Las familias, por su parte, terminaron siendo en el agregado ahorristas financieros importantes, pues su ahorro bruto excedió siempre a la inversión residencial, que constituye su principal objeto de inversión. Hay que hacer notar, sin embargo, que durante el período del boom ocurre una disminución sustancial del ahorro familiar a consecuencia del crecimiento del consumo, que pudo ser sustituido a nivel agregado por el ahorro incrementado proveniente del sector público.

Que el sector familias financie al sector empresarial es ocurrencia normal en la mayoría de los países. Lo que hace especial al caso venezolano es el carácter superavitario de su sector público como oferente neto de recursos financieros. Como es de intuir, este superávit público se originó en la dinámica petrolera de los años setenta, pues el estado se apropió a través de su actividad fiscal del grueso de la renta de hidrocarburos, y ésta fue de tal magnitud en la década pasada que le permitió al sector público generar un excedente financiero, aún acometiendo los ambiciosos planes de inversión que le tocó ejecutar durante todos esos años.

Otra característica que salta a la vista del examen de las cifras, es lo sistemático de la caída del ahorro privado a partir de 1974. Éste sufre fuertes reducciones como porporción del producto interno tanto en el período del auge como en el estancamiento. Llama la atención también el crecimiento del ahorro empresarial en la época del auge, mientras el familiar reduce fuertemente su participación en el PIB. En el estancamiento 1979-83 la tendencia es más uniforme, y tanto el ahorro familiar como el empresarial se reducen pari-passu con el ingreso nacional. Aunque puede haber problemas con las cifras, es necesario dar alguna explicación al variado comportamiento que ellas reflejan en relación a las propensiones al ahorro de los distintos agentes de la economía.

Por una parte, aunque las empresas aumentaron su ahorro en la expansión de 1974 a 1978, mantuvieron una tasa de ahorro propio muy baja en relación al total de su inversión. Esta tendencia de largo plazo, que históricamente ha sido consecuencia del alto reparto de dividendos por parte de las empresas privadas venezolanas, se explica por la tradicional facilidad de obtención de fondos prestables provenientes del sector público. Éste ha realizado una intensa labor de intermediación financiera, colocando una masa muy importante de sus recursos a disposición del sector privado a través de sus instituciones de fomento y de financiamiento a la inversión. Como veremos más adelante, de la excesiva transferencia de fondos públicos hacia el sector privado es que surge en parte la necesidad de las empresas del estado de endeudarse en el exterior, al no poder el gobierno satisfacer simultáneamente las necesidades de fondos privada y de sus propias

empresas. La transferencia de recursos financieros a la empresa privada en gran escala, también permitió mantener un alto volumen de reparto de dividendos que permitiría financiar una buena parte de la fuga de capitales que tuvo lugar en el país de 1980 en adelante.

Por otro lado, la caída del ahorro familiar en el auge puede haber tenido su origen en varios factores. En primer lugar, la amplia disponibilidad de divisas a partir de 1974 permitió un incremento sustancial de las importaciones de todo tipo. La posibilidad de adquirir una serie de bienes que no eran disponibles hasta aquel entonces, permitió que una serie de sectores que eran favorecidos con un nivel de ingreso real sustancialmente mayor aumentaran su consumo en forma significativa. En segundo término, la represión de las tasas de interés internas, que determinaban retornos reales muy bajos o negativos para los activos financieros, hacían poco atractivo el ahorro. También, la amplia disponibilidad del crédito hipotecario alimentado por el sector público, hacía menos necesaria la acumulación de ahorro personal, al no tener las familias que utilizar tantos fondos propios en la adquisición de viviendas. Finalmente la drástica reducción de las tasas de interés para financiar el consumo durable, explican en parte el sustancial aumento del mismo, con sus consecuencias inmediatas sobre el ahorro familiar.

En relación al comportamiento del ahorro privado venezolano en el período de estancamiento 1979-83, vale la pena enfatizar que las cifras extraídas de las cuentas nacionales

subestiman significativamente los montos del mismo, y en especial a partir de 1981. Como ya adelantáramos, los intereses y rentas que producen los activos privados en dólares en el exterior originados en la fuga de capitales de esos años, constituyen una corriente de ingreso nacional de las capas más ricas de la población que no aparece reflejada en las cuentas nacionales. Como puede aseverarse que esa corriente de ingreso se constituye casi totalmente en ahorro, si éste se adicionara apropiadamente en las cuentas agregadas, terminaría reflejando niveles muy superiores de ahorro para el sector privado de la economía para los años posteriores a 1981. En este caso, y dadas las sustanciales devaluaciones del bolívar a partir de 1983, podría estimarse que el ahorro privado corregido por los ingresos externos derivados de la fuga de capitales superan a partir de 1982 los niveles de ahorro del primer boom petrolero.

III. EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO VENEZOLANO

Como indicamos anteriormente, Venezuela acumuló de 1960 a 1985 un superávit consolidado en cuenta corriente de balanza de pagos superior a los 21 mil millones de dólares. En el período 1974-85 el superávit rebasó los 18 mil millones de dólares, en tanto que en el período de "endeudamiento" 1974-83 superó los 10 mil millones de dólares. De la simple observación de estas cifras se evidencia que el país es un sólido acreedor neto con el exterior, que no ha padecido en las últimas décadas de problemas de insuficiencia de ahorro interno.

La pregunta que surge de inmediato de estas observaciones es: cómo fue posible que en Venezuela se diera el fenómeno de endeudamiento externo común al resto de los países latinoamericanos? La respuesta obvia es que la acumulación de deuda externa bruta en este país no se originó en el exceso de gasto de inversión, sino en la acumulación de activos externos por montos equivalentes al combinado del superávit corriente y los pasivos brutos emitidos en el período de endeudamiento.

1. El origen del endeudamiento

Nuestro análisis muestra que, a pesar de la existencia de una importante deuda pública neta externa, la casi totalidad del incremento en la deuda bruta externa en Venezuela (cercana a los 33 mil millones de dólares) entre 1974 y 1983, terminó en el agregado financiando la adquisición de activos externos por parte del sector privado. Más aún, con la acumulación de intereses, dividendos y rentas generadas por esos activos, es posible estimar las tenencias actuales de riqueza privada venezolana en el exterior por encima de 45 mil millones de dólares - más de 10 mil millones de dólares por encima del total de la deuda bruta externa de la nación. En otras palabras, si Venezuela hubiera evitado la hemorragia de fuga de capitales que permitió la acumulación de esos activos, el país no tendría ningún problema de endeudamiento externo, ya que la contrapartida de la deuda bruta sería un monto todavía superior de reservas internacionales.

2. La evolución del endeudamiento en el período del boom 1974-1978.

Como las empresas del estado no-petroleras terminaron fuertemente endeudadas en el exterior, la opinión pública tiende a señalar al período 1974-78 como aquél donde comienza a gestarse el problema del endeudamiento externo venezolano, por el extraordinario incremento de la inversión pública que tuvo lugar en esos años. Esta visión de las cosas, sin embargo, no recibe ningún soporte de los datos. Estos indican claramente, que para fines de 1978 la deuda pública neta era casi nula, ya que prácticamente todo el incremento en la deuda pública bruta en el período 1974-78 (incluyendo la deuda externa de las empresas estatales) terminó financiando en el agregado la acumulación de activos en el exterior por parte del mismo sector público, en la forma de reservas internacionales, y de activos en dólares del Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV) y de la empresa petrolera estatal (PDVSA). Por otro lado, tal como hemos enfatizado anteriormente, el país en su conjunto no podía haber incrementado su deuda externa en términos netos de 1974 a 1978, porque en ese período acumuló un superávit en cuenta corriente que afianzó su status como acreedor neto en el exterior.

El Cuadro 15 proporciona las cifras que resumen la evolución de la deuda externa venezolana para el período 1974-78. En él se observa claramente que la deuda bruta total del país se incrementó en unos 13,2 mil millones de dólares de 1973 a 1978, de los cuales unos 10,5 mil millones correspondieron al sector público. El superávit en cuenta corriente acumulado asegura que el

CUADRO 15

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA VENEZOLANA, 1974-1984
(miles de millones de dólares)

AÑOS	(1) Saldo Consolidado Cuenta Corriente	(2) Deuda Total	(3) Deuda Pública	(4) Incremento Deuda Total	(5) Incremento Deuda Pública	(6) Incremento Total Activos Externos	(7) Incremento Activos Públicos (Reservas + FIV + PDVSA)	(8) Incremento Activos Privados
1973	-	2.0	1.5	-	-	-	-	-
1974								
1978	0.2	15.2	12.0	13.2	10.5	13.4	9.6	3.8
1979								
1983	9.3	35.0	27.0	19.8	15.0	29.1	-0.1	29.2
Total 1974-83	9.5	35.0	27.0	33.0	25.5	42.5	9.5	33.0
1984	5.2	33.5	25.5	-1.5	-1.5	3.7	2.4	1.3*

Fuente: BCV.: Anuario de Cuentas Nacionales, y

W. Cline: "Venezuela's External Debt", mimeo, Institute for International Economics.

país tuvo recursos de ahorro doméstico para financiar toda su inversión en ese quinquenio. Por esta razón, todo el incremento de deuda bruta en ese período tuvo que ser usado para aumentar las tenencias en dólares en el exterior por parte de los sectores público y privado. En efecto, como puede apreciarse en las columnas 7 y 8, el sector público aumentó sus activos externos en unos 9,6 mil millones de dólares, en tanto que el sector privado lo hizo en casi 3 mil millones.⁴

Este incremento paralelo en activos y pasivos externos por parte del sector público significó que el crecimiento de la deuda pública neta fue cercano a cero para la totalidad del período 1974-1978. Más aún, el aumento en la deuda bruta no impuso ninguna carga ni para el sector público ni para el país, pues el servicio de la misma estaba garantizado con la acumulación de activos externos por el estado.⁵

3. La evolución del problema de endeudamiento en el período 1979-83.

A partir de 1980 la situación relativa al endeudamiento comenzó a cambiar rápidamente debido a la fuga de capitales. Cuando en 1980-81 las tasas de interés internacionales subieron a picos históricos, el Banco Central de Venezuela decidió fijar las

⁴ El gobierno también usó mil millones de dólares adicionales para pagar por la nacionalización del petróleo.

⁵ De hecho, hasta 1980, el interés producido por los activos públicos externos superó al interés que había que pagar para servir el total de pasivos emitidos por el sector público.

tasas domésticas por debajo de las internacionales en un ambiente de libre convertibilidad y tipo de cambio fijo ya sobrevaluado.⁸ Los inversionistas privados no se hicieron esperar, y comenzaron a convertir sus activos en bolívares a dólares, llevando a cabo una corrida sustancial sobre las reservas del Banco Central hasta agosto de 1981 cuando las tasas de interés fueron liberadas. La miopía de los responsables de esta política no pudo ser mayor. Aunque la fuga de capitales se detuvo brevemente cuando las tasas de interés alcanzaron niveles competitivos en el último trimestre del año, la salida de capitales se reanudó otra vez a comienzos de 1982 cuando el mercado petrolero comenzó a debilitarse, aumentando fuertemente las expectativas de devaluación en aquel entonces. De seguidas comenzaría una espectacular corrida contra el bolívar hasta febrero de 1983, cuando luego del total agotamiento de las reservas operativas del Banco Central, el gobierno cerró temporalmente el mercado cambiario.

De este proceso de exportación de capital privado al exterior y no por insuficiencias de ahorro interno fue que se originó todo el problema de endeudamiento externo del sector público. Con el traspaso de activos en dólares del sector público al privado para financiar la fuga de capitales, los pasivos externos de las empresas públicas financieras y no-financieras no continuaron teniendo como contrapartida los activos externos del Banco Central, el FIV o PDVSA,⁹ sino los activos en dólares del

⁸ El presidente del Banco Central llegó a declarar públicamente, que la política de represión a las tasas de interés internas tenían un objetivo anti-inflacionario, ya que la pérdida de reservas debida a la fuga de capitales destruiría excesos de liquidez indeseables que reducirían la demanda agregada. Véase,

sector privado en el exterior.

Los Cuadros 15 y 16 muestran con claridad la evolución del problema real de endeudamiento externo venezolano a partir de 1979. Como hemos señalado anteriormente, hasta 1978 el crecimiento de la deuda pública bruta en el quinquenio 1974-78 por 10,5 mil millones de dólares, era casi igualado por el incremento de activos en dólares dentro del propio sector público por 9,6 mil millones de dólares. En el Cuadro 16, adicionalmente, puede observarse que la deuda pública neta externa para fines de 1978 se ubicaba apenas en unos 500 millones de dólares.

En contraste, de 1979 a 1983, el incremento total en la deuda externa bruta pública y privada de unos 19,8 mil millones de dólares, más el superávit en cuenta corriente superior a 9 mil millones de dólares, financiaron en el agregado la adquisición de activos privados en el exterior por más de 29 mil millones de dólares. La consecuencia final de este traspaso masivo de activos externos del sector público al sector privado puede apreciarse en el Cuadro 16: la deuda pública externa neta aumentó de 0,5 mil millones en 1978 a 15,5 mil millones de dólares en 1983. Es fundamental entender las diferencias entre ambos procesos de endeudamiento. Para fines de 1978, toda la deuda pública externa bruta estaba respaldada por activos en dólares en poder del propio

BCV, Informe Anual, 1981.

* Inclusive las grandes tenencias de activos en dólares de PDVSA fueron ofrecidas en ganga al sector privado a fines de 1982, cuando la mayor parte de los 8 mil millones de dólares de activos externos de la compañía petrolera nacional fueron transferidos al Banco Central, que subsecuentemente los liquidó a la tasa subsidiada de aquel entonces para financiar la fuga de capitales.

CUADRO 16

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA NETA
 Período 1973-84
 (miles de millones de dólares, cifras aproximadas)

	(1) Deuda Pública Bruta	(2) Deuda Bruta Total	(3) Activos Públicos (Reservas + FIV + PDVSA) *	(4) Deuda Pública Neta (1)-(3)	(5) Deuda Neta Total Total (2)-(3)
1973	1.5	2.0	2.4	(0.9)	(0.4)
1977	7.9	10.2	12.6	(4.7)	(2.4)
1978	12.0	15.2	11.5	0.5	3.7
1979	18.2	22.4	15.6	2.6	6.8
1980	21.7	27.8	18.5	3.2	9.3
1981	24.0	29.9	18.8	5.2	11.1
1982	25.0	32.0	11.2	13.8	21.8
1983	27.0	35.0	11.4	15.5	23.5
1984	26.0	34.0	13.8	12.2	20.2

Fuente: BCV, : Anuario de Cuentas Nacionales, y
 W. Cline: "Venezuela's External Debt" mimeo, Institute for
 International Economics.

(*) Las reservas de oro están valoradas a 42 dólares la onza Troy para todos los años.

sector público, por lo cual no había deuda neta. Para 1983, contrariamente, la contrapartida de la deuda bruta total eran también activos venezolanos en el exterior, pero pertenecientes al sector privado, por lo que el sector público terminó con un severo problema de endeudamiento externo neto.

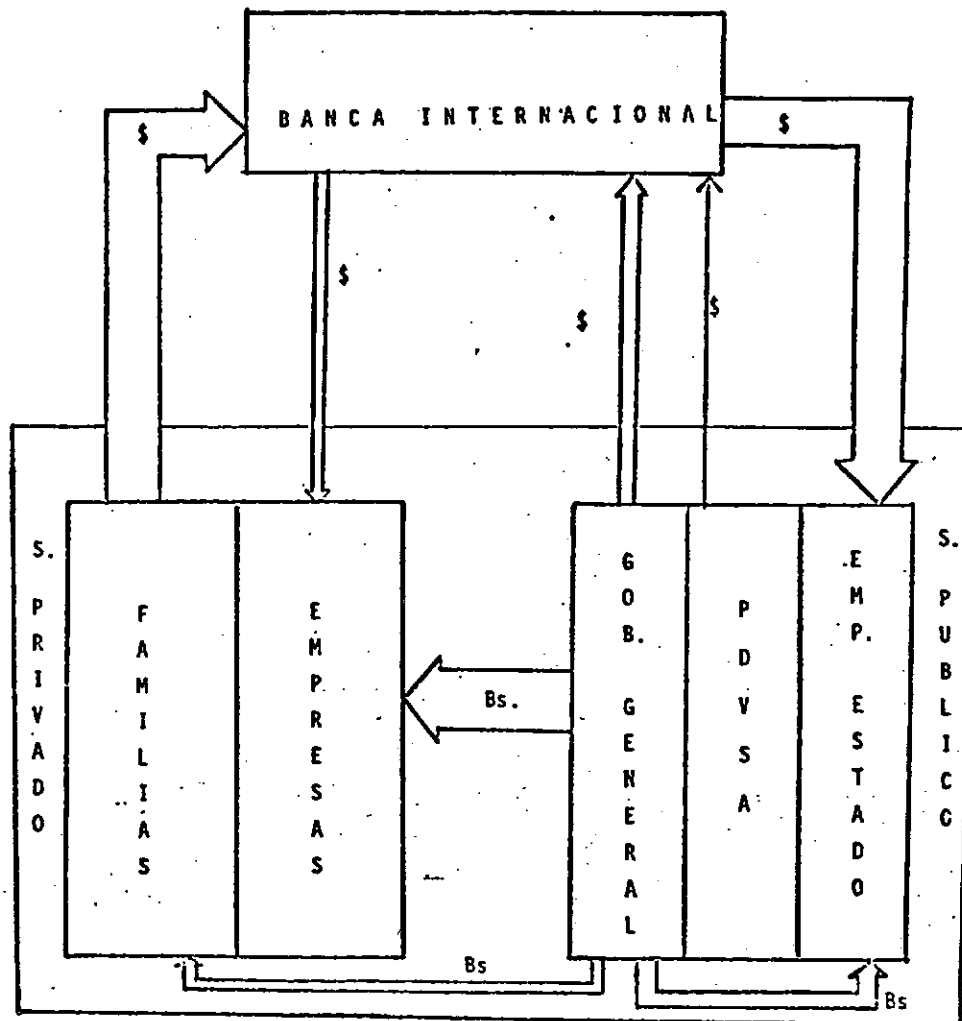
La conclusión es obvia: el problema real de endeudamiento externo para Venezuela es simplemente el endeudamiento neto en el exterior de su sector público, que no se originó en un exceso de gasto, sino en la sustitución peculiar de activos públicos por privados que tuvo lugar entre 1980 y 1983 para financiar un grotesco episodio de fuga de capitales.

4. Consecuencias del endeudamiento externo venezolano

La exportación de la intermediación financiera fue la causa que originó el problema de endeudamiento externo venezolano. El incremento total de deuda bruta por 33 mil millones de dólares terminó en el agregado financiando completamente la adquisición de activos externos por parte del sector privado. Si esta fuga masiva de capitales hubiera sido evitada con una política macroeconómica apropiada y con controles (a la Corea o Brasil), la deuda neta efectiva del país sería negativa. Sin fuga de capitales, Venezuela habría acumulado unos 45 mil millones de dólares en reservas internacionales que habrían garantizado un alto crecimiento económico por muchos años.

Figura 2

Exportación de la Intermediación Financiera en Venezuela
(Flujos Netos de Ahorro Financiero)



5. Efectos sobre la distribución del ingreso.

La imposición de una carga de deuda absolutamente innecesaria no es la única consecuencia preocupante de la "enfermedad venezolana" - la fuga de capitales financiada con deuda externa pública. Los efectos sobre la distribución del ingreso y la riqueza son especialmente perniciosos. En Venezuela el balance entre ganancias y pérdidas tiene un sesgo muy marcado, ya que los agentes privados que accedieron a las divisas subsidiadas y transfirieron buena parte de su riqueza al exterior han hecho ganancias extraordinarias de capital. Como se sabe, la propiedad de una cartera de activos externos es un privilegio reservado en un país en desarrollo a los grupos de más alto ingreso. La acumulación de riqueza en el exterior de unos pocos fue posible gracias al endeudamiento externo masivo del sector público, que luego de devaluaciones sustanciales se ha empobrecido proporcionalmente. Pero, quién paga por estas pérdidas del sector público?

La deuda gigantesca tiene que ser servida, por lo que a la transferencia cruda de riqueza a los tenedores de activos en dólares, tiene que ser añadido el costo de una brutal redistribución de ingreso de los venezolanos que reciben su ingreso en bolívares, hacia aquéllos que lo generan en dólares en el exterior. De hecho, la mayor porción de los intereses que paga Venezuela a los bancos por el servicio de su deuda externa, termina como intereses, rentas y beneficios de los venezolanos que poseen esos activos en el exterior. Los bancos simplemente juegan el papel de intermediarios financieros entre agentes domésticos.

El ahorro forzado necesario para producir la transferencia real de recursos requerida por el servicio de la deuda, sólo es posible por la subsecuente depresión de la actividad económica real y de los salarios reales. En realidad, lo que se ha establecido en el caso venezolano a través de la deuda, es un mecanismo de redistribución regresiva del ingreso en gran escala que transfiere recursos de los trabajadores y firmas con ingresos en bolívares, a los pocos que poseen los activos en el exterior.

Las implicaciones ulteriores de este proceso redistributivo son complejas, pero aparte de consideraciones éticas, algunas consecuencias macroeconómicas parecen claras. En primer lugar, dado su carácter altamente regresivo, este efecto redistributivo ocurre a expensas de un debilitamiento en el mercado doméstico. El deterioro del ingreso y el salario real de la mayoría de la población sobrepasa de lejos los requerimientos reales de competitividad del sector externo. Esto se traduce en una contracción excesiva del consumo privado y de la demanda agregada en su conjunto, que tiene repercusiones directas sobre la producción real y el empleo.

Aunque el impacto sobre el ingreso nacional es obviamente menor, ya que parte de ese ingreso continúa generándose en el exterior como retornos de los activos privados en dólares, a la pérdida de eficiencia macroeconómica hay que añadir una pérdida neta en el bienestar. Esto ocurre precisamente por el hecho de que parte de ese ingreso se acumula en el exterior, contribuyendo a financiar inversiones en los países industrializados. No es difícil concluir que si esos fondos se invirtieran internamente en

el país, sus retornos sociales serían considerablemente mayores que en los países que los han recibido.

6. Efectos fiscales.

Un efecto importante del proceso de endeudamiento de Venezuela ha sido la generación de un potencial déficit fiscal estructural, que no es producto de un exceso de gasto público, sino del rol jugado por el sector público en el proceso de endeudamiento y en la de-dollarización de la deuda privada externa.

Como se sabe, el gobierno financió la fuga de capitales vendiendo divisas a un precio subsidiado, mientras simultáneamente pedía prestado en el exterior para mantener el tipo de cambio sobrevaluado. Cuando los fondos externos entraban como préstamos al sector privado, parte de los pasivos fueron hechos posteriormente públicos permitiendo que se sirvieran a la vieja paridad.¹⁰

A la venta subsidiada de divisas y a la socialización expost de la deuda privada, hay que agregar otros subsidios financieros y no-financieros que el gobierno ha puesto a disposición de los agentes privados. Como se ha enfatizado anteriormente, la deuda pública externa no fue producto del exceso de inversión sobre el ahorro público, ya que el sector público generó un superávit consolidado de 1974 a 1983. Sin embargo, el

¹⁰ Desde 1983, el gobierno ha permitido el servicio de la deuda

gobierno fue el gran financista (a tasas de interés subsidiadas) de los vastos planes de inversión acometidos por el sector privado, el cual dada la generosidad del gobierno, dirigió muy poco de sus recursos propios para financiar sus inversiones. En el agregado, los fondos así liberados podían ser colocados en activos financieros, que terminaron siendo en buena parte activos en dólares en el exterior. Más aún, cuando el gobierno no suplía el financiamiento, las empresas privadas pedían prestado en el exterior con la expectativa de dólares baratos para el repago, mientras sus propietarios al mismo tiempo tranquilamente remitían sus ganancias al exterior. Aunque el resultado fue también una gran deuda neta privada con el estado, el proceso representó una inmensa transferencia financiera al sector privado, exacerbada porque las limitaciones en las provisiones de quiebra desvalorizaban sustancialmente para el sector público los pasivos privados.

El costo de la deuda externa, de su socialización, y la vasta tranferencia dirigida hacia el sector privado, ha abierto una amplia brecha fiscal potencial que los gobiernos han tratado de cerrar a través de una reducción en la inversión pública y en el gasto social. Este potencial déficit estructural del sector público es el mecanismo de transmisión del proceso de redistribución regresiva del ingreso y la riqueza que ha venido teniendo lugar en Venezuela a favor de los sectores más privilegiados de la sociedad.

privada externa a tasas de cambio preferenciales.

Parte de la injusticia distributiva de la fuga de capitales cum deuda, y el potencial desequilibrio fiscal creado por ella, podrían haber sido evitados con la aplicación de "reglas de juego capitalistas". Luego de las fuertes devaluaciones necesarias al comienzo de la crisis, estas reglas de juego hubieran obligado a las quiebras de las firmas incapaces de servir su deuda a la nueva paridad, con otros empresarios criollos o extranjeros poniendo a trabajar los activos físicos bajo una gerencia nueva y mas eficiente.¹¹ En caso de que el gobierno hubiera intervenido rescatando empresas como prestamista de última instancia, esto hubiera equivalido de hecho a su estatización, que sin duda hubiera sido la contrapartida apropiada en la hoja de balance del sector público, por haber asumido la mayor porción de la deuda privada externa. Por supuesto, fue precisamente la "expectativa racional" de los empresarios privados venezolanos, la que los llevó a endeudar sus firmas en dólares al mismo tiempo que transferían su propia riqueza al exterior, convencidos de que el gobierno nacional no iba a permitir que la "mano invisible" los golpeara.

Otra forma de haber reducido parcialmente la intensidad del conflicto distributivo y el concomitante déficit fiscal inducido por éste, hubiera sido la implementación de una reforma impositiva que afectara los niveles más altos de la distribución del ingreso y la riqueza. Pero aquí, una de las bases del círculo vicioso deuda-estancamiento aparece firmemente establecida en

¹¹ De hecho, las quiebras hubieran sido muy pocas, porque los mismos dueños hubieran rescatado sus empresas con los dólares que habían sacado al exterior.

países como Venezuela: la fuga de capitales es un vehículo extraordinario de evasión de impuestos. La cada vez más importante porción del ingreso nacional que se genera en el exterior (cerca de un 15% del total) como rentas de los sectores más ricos de la sociedad, no reciben ninguna carga fiscal, ni del gobierno venezolano, ni de los países recipientes que se han constituido en "paraísos impositivos".

Para resumir, como la deuda externa de Venezuela no financió en el agregado inversión productiva sino fuga de capitales, terminó generando un vasto proceso regresivo de redistribución del ingreso y la riqueza. La contrapartida del mismo ha sido depresión, caída del salario real, y la generación de un potencial desequilibrio fiscal estructural, que sirve como mecanismo de transmisión de aquel proceso.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En las secciones previas, se ha analizado brevemente el comportamiento de la economía venezolana, y la evolución del ahorro y la inversión en la misma en el pasado reciente.

Luego de tres décadas de crecimiento estable, Venezuela recibió el impacto favorable de la primera alza de los precios del petróleo en 1973-74, que alimentó un período de alto crecimiento económico hasta 1978. Aparte del gran aumento en el ingreso real que tuvo lugar de 1974 a 1978, ocurrió una importante transformación estructural en el ámbito productivo de la economía,

donde los sectores público y privado aumentaron la formación de capital a picos históricos. En particular, hubo un gran incremento en el tamaño del sector público, que derivó del gran ahorro que éste generó, y de un vasto esfuerzo de inversión en las áreas productivas básicas de la economía acometido por la industria petrolera nacionalizada y por el cada vez más importante sector de empresas del estado no petroleras. A pesar de la escalada de gasto público durante el período, el ahorro público fue de tal magnitud, que permitió la acumulación de un sustancial superávit para el sector público consolidado que promedió anualmente alrededor del 6% del PIB. Como el país acumuló un pequeño superávit en cuenta corriente de balanza de pagos (lo que indica que preservó su status como acreedor neto con el resto del mundo), y el sector público no acumuló deuda externa neta en ese período de cinco años, la contrapartida del gran superávit público interno fue un déficit equivalente en el sector privado, financiado casi totalmente con fondos públicos.

El segundo aumento de los precios del petróleo de 1979-81 no tuvo similares consecuencias sobre la economía venezolana. A pesar del enorme ingreso externo recibido, el nuevo gobierno comenzó a implementar políticas contractivas en 1979, que combinadas con la sobrevaluación masiva del bolívar produjeron estanflación, el colapso de la inversión privada, desempleo creciente y una fuga espectacular de capitales hasta 1983. En términos de ahorro, deuda y las cuentas externas, los resultados fueron altamente paradójicos, con la acumulación de impresionantes superávits en cuenta corriente coexistiendo con la gestación de un severo problema de endeudamiento externo para el sector público

(que acumuló un amplio superávit interno), como consecuencia de la fuga de capitales.

El llamado período de "ajuste" a la caída de los precios petroleros de 1983 a 1985 también fue dramático para la economía venezolana. El PIB real per-capita se redujo en más de 15% y el desempleo creció sustancialmente, paralelos a la acumulación de un gigantesco superávit en cuenta corriente para el país de unos 13 mil millones de dólares. Este superávit tuvo como contraparte un masivo superávit global para el sector público, como resultante de las devaluaciones y de cortes importantes en el gasto.

Del análisis de la evolución del ahorro y la inversión en Venezuela en las últimas dos décadas, que hemos hecho en este trabajo se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- Hasta fines de la década de los setenta, Venezuela mantuvo niveles muy altos de ahorro e inversión, que sin duda contribuyeron a mantener el alto ritmo de crecimiento económico que vivió el país hasta aquel entonces.

- En el período del primer boom petrolero, los niveles de ahorro e inversión se incrementaron sustancialmente, alcanzando sus picos históricos en esos años. A nivel de sectores, el ahorro público se expandió extraordinariamente, en tanto que el privado disminuyó su importancia relativa. Por otro lado, la inversión privada creció a tasas muy altas, mientras la pública se expandió aún más. En promedio, sin embargo, la inversión privada todavía representó un

60% de la inversión total.

- En el período de estancamiento que coincidió con la segunda alza de los precios del petróleo, los niveles de ahorro e inversión disminuyeron dramáticamente. Tanto el ahorro público como el privado disminuyen, en tanto que la inversión privada colapsa en esos años. Dado que la inversión pública se mantuvo en niveles relativamente altos, para 1982-83 la inversión pública duplicaba a la privada.

- El problema de endeudamiento externo de Venezuela no fue producto de excesos de absorción. De hecho, el país acumuló un superávit en cuenta corriente de balanza de pagos de 1974 a 1983 de unos 10 mil millones de dólares, que hizo a Venezuela un acreedor neto con el resto del mundo.

- Todo el problema de endeudamiento externo en el caso venezolano es justamente un problema de endeudamiento externo neto de su sector público. Sin embargo, esta deuda externa pública neta no puede ser explicada ni por excesos de gasto público, ni por la ejecución de presupuestos deficitarios. Al contrario, la mayor parte del superávit en cuenta corriente del país de 1974 a 1983 se originó en un superávit público que promedió alrededor del 3% del PIB para toda esa década.

- El superávit en cuenta corriente global, más los 33 mil millones de dólares en que aumentó la deuda bruta total de 1974 a 1983, terminaron financiando la acumulación de unos 10 mil millones de dólares en reservas internacionales, en adición a unos 30 mil

millones de dólares en fuga de capitales.

- La "enfermedad venezolana", el fenómeno de financiar la fuga de capitales con deuda pública, ha tenido efectos regresivos profundos en términos de distribución del ingreso y la riqueza en el país, y ha ocurrido a expensas de desarrollar una debilidad estructural en el sector público que limita las posibilidades de crecimiento de largo plazo de su economía.

Referencias bibliográficas

Pazos, F. (1979). "Efectos de un Aumento Súbito en los Ingresos Externos: La Economía de Venezuela en el Quinquenio 1974-1978", Banco Central de Venezuela, mimeo.

Pazos, F. (1985). "Repercusiones en Venezuela de un Aumento de Tasas de Interés en el Exterior", Cap. XX en F. Pazos, Políticas de Desarrollo Económico, Banco Central de Venezuela, Colección de Estudios Económicos.

Rodríguez, C. (1985). "El Ahorro en Venezuela", en El Desarrollo Financiero de América Latina y El Caribe, Instituto Interamericano de Mercados de Capital.

Rodríguez, M. (1984). "Mitos y Realidades del Endeudamiento Externo Venezolano", mimeo IESA.

Rodríguez, M. (1985). "Auge Petrolero, Estancamiento y Políticas de Ajuste en Venezuela", Coyuntura Económica, Diciembre.

AHORRO ESTATAL, DEUDA EXTERNA Y CRISIS
FINANCIERA DEL SECTOR PUBLICO EN BRASIL

Rogério L. F. Werneck¹

En respuesta a la grave crisis cambiaria observada a comienzos de la presente década, la economía brasileña se vio obligada a enfrentar un penoso proceso de ajuste. Son bien conocidos los lineamientos macroeconómicos básicos de este proceso, así como los significativos resultados obtenidos. Se redujo la absorción interna de bienes y servicios y se expandieron las exportaciones, al mismo tiempo que se logró una reducción sorprendente del coeficiente de importación de la economía. Como resultado, ya en 1984 la economía tuvo condiciones de transferir al exterior a título de servicios de la deuda externa, de 100.000 millones de dólares, recursos reales equivalentes a aproximadamente el 6% del PBI o a la mitad de las exportaciones.

En el debate económico reciente que se ha trabado en el país, al relativo éxito de este ajuste externo, se contrapuso el fracaso del llamado ajuste interno. Se ha alardeado especialmente con la imagen de que, contrariamente al sector privado, el sector público no consiguió ajustarse, lo que quedaría evidenciado por

¹ Departamento de Economía, Universidad Católica de Río de

las señales reiteradas de crisis financiera observables en este último sector. Es esa visión la que dio lugar a sugerencias de políticas de cortes adicionales de gastos corrientes y de inversiones en todos los niveles del sector público, inclusive en las empresas estatales.

En este artículo se desarrolla un análisis que permite, ante todo, demostrar la falsedad de tal visión. Por el contrario, se muestra que el peso del ajuste externo recayó básicamente sobre el sector público. Y que esto sólo pudo realizarse a costa de una total desarticulación de las funciones que habitualmente han sido desempeñadas por el sector público, especialmente de la tradicional e importante función de generación de ahorro para financiar el esfuerzo de acumulación de capital de la economía.

El artículo se divide en cinco secciones. La primera resalta el clásico problema de orden interno a la economía, procedente de la transferencia de recursos reales impuesta por la deuda externa. La sección siguiente analiza el planteamiento de la solución peculiar e inadecuada que tal problema recibió en el caso de la economía brasileña en los años recientes. La sección III explora una dimensión de la crisis financiera del sector público, que derivó de ese tipo de solución, analizando el proceso de desarticulación de la capacidad del Estado de actuar como movilizador de recursos para la financiación de las inversiones - públicas y privadas. La sección siguiente completa el análisis hecho en las dos secciones anteriores, examinando lo que pasó en

el ámbito de las empresas estatales. La última sección está dedicada a un examen de las perspectivas y a algunos comentarios finales.⁸²

I. DEUDA EXTERNA Y LOS DOS LADOS DEL PROBLEMA DE LA TRANSFERENCIA

Es bien sabido que el servicio de la deuda externa puede imponer al país deudor la necesidad de una transferencia de recursos reales al exterior. Si este servicio no puede ser cubierto por nuevos préstamos - o sea, por la expansión de la deuda - o por la entrada de capitales de riesgo, el mismo tiene que financiarse a través de la manutención de posiciones positivas en las exportaciones netas de bienes y servicios (excluyéndose naturalmente los servicios de factores). Es la necesidad de remitir sistemáticamente al exterior durante algún tiempo bienes y servicios cuyo valor supera el valor del flujo de bienes y servicios recibidos del exterior, lo que configura el lado más visible y difundido del problema de la transferencia.

Sin embargo, el problema no se resume apenas a este lado. La transferencia deriva del servicio de la deuda del país con el exterior. Pero en general las obligaciones que integran la deuda agregada no están distribuidas entre los sectores de la economía exactamente en proporción a la importancia interna relativa de estos sectores. Una desagregación podrá evidenciar sectores cuya participación en la distribución de la deuda externa supera mucho

⁸² Las tres primeras secciones desarrollan ideas esbozadas en la

su participación en el ingreso agregado. Y, naturalmente, la contrapartida serán sectores para los cuales se verifica lo contrario.

Esto quiere decir que el peso del servicio de la deuda externa puede estar concentrado sobre determinados sectores, lo que les impone un esfuerzo considerable en el sentido de reunir los recursos necesarios para poder afrontar tal servicio. En este caso, la solución del problema de la transferencia, trasciende a simplemente conseguir la creación de posiciones positivas adecuadas en las exportaciones netas de bienes y servicios. Esto resolvería apenas el lado externo del problema de la transferencia.

Quedaría aún por resolverse el lado interno de este problema, referente a la capacidad de manutención de los servicios de la deuda por parte de los detentores de posiciones deudoras. Esto se hace más claro a través de un ejemplo. Una expansión de las exportaciones aumenta, por cierto, en términos agregados, la capacidad de la economía para afrontar el servicio de la deuda externa. Pero esta expansión genera un aumento en el ingreso interno que beneficia primordialmente a los sectores exportadores y no necesariamente a los sectores más endeudados con el exterior. A pesar de que la economía como un todo haya conseguido ampliar su capacidad de enfrentar la carga del servicio de la deuda, puede no haber habido una ampliación correspondiente a nivel de cada uno de los sectores endeudados.

La resolución integral del problema de la transferencia implica también, por lo tanto, la necesidad de plantearse la solución de un problema interno de carácter distributivo, que deriva del posible desequilibrio entre el aumento de la capacidad de la economía de realizar la transferencia de recursos reales al exterior, por un lado, y por otro lado, el aumento de la capacidad financiera de los sectores deudores de afrontar los servicios de sus respectivas deudas con acreedores externos.

II. LA FORMA INADECUADA DE LA TRANSFERENCIA INTERNA DE RECURSOS AL ESTADO

Una característica central del proceso de endeudamiento externo de la economía brasileña en los últimos años fue la llamada estatización de la deuda. Huye al propósito de este artículo analizar en profundidad las razones que llevaron al sector público a volverse gradualmente responsable de casi el 80% de la deuda externa brasileña.² Sin embargo vale la pena destacar algunas de estas razones.

A partir de 1974, con la opción clara y explícita por el ajuste al choque externo a través del endeudamiento, se adoptó una política de viabilidad de la balanza de pagos fuertemente basada en la financiación de las inversiones del sector público a través de la captación de recursos externos. Existía resistencia en el sistema financiero internacional a otorgar préstamos exteriores

² Tales razones son discutidas en detalle en Cruz (1984) y

con la finalidad específica de financiar los abultados déficits en cuenta corriente. Pero no existía ninguna resistencia a la financiación de proyectos concretos de inversión, particularmente cuando se trataba de inversiones estatales. Curiosamente los bancos internacionales juzgaban más seguros los préstamos para estos proyectos, cuya viabilidad era evaluada en moneda nacional, sin preocuparse en absoluto por la generación neta de divisas que podrían llegar a proporcionar.

La mencionada política necesitaba formas de inducir la financiación de las inversiones estatales a través de los recursos externos, independientemente de la necesidad real de divisas contenida en esas inversiones. Hubo un cercenamiento del acceso de las empresas estatales a fuentes de financiación internas, vedándose el recurso al mercado primario de acciones, restringiéndose el volumen del crédito interno con que podrían contar y siguiendo una política poco realista de reajuste de precios y tarifas de los bienes y servicios que producían. Lo que no sólo reducía la capacidad de autofinanciación de las empresas, sino que también era extremadamente cómodo desde el punto de vista de la política antiinflacionista.

Cuando, más recientemente, el preuncio de una grave crisis en la balanza de pagos volvió excesivamente alto el riesgo cambiario, ahuyentando casi por completo a los agentes privados dispuestos a asumir deudas denominadas en moneda extranjera, hubo necesidad de recurrir a la simple coerción para asegurar un flujo

adecuado de captación de recursos externos por parte de las empresas estatales - sin vinculación con la real necesidad de estas empresas - para continuar viabilizando la balanza de pagos. Al mismo tiempo se crearon mecanismos que permitieron que el riesgo cambiario de gran parte de la deuda externa que había sido contraída por el sector privado pasara a ser asumida por el Estado.⁴

Estos hechos frecuentemente quedan oscurecidos en análisis que tienden a atribuir las dificultades provenientes del crecimiento excesivo de la deuda externa de la economía brasileña, al descontrol sobre las decisiones de recurrir a préstamos externos por parte de agencias públicas y empresas estatales. En rigor, la causalidad real, sigue exactamente el sentido inverso. Dada la necesidad de asegurar un flujo sustancial y continuo de capitales de préstamos para financiar los sistemáticos déficits en cuenta corriente - una consecuencia natural y esperada de la estrategia de la política macroeconómica adoptada - hubo una opción, clara y explícita, de seguir una política de captación que significaba aprovechar intensivamente la credibilidad del sector público y de sus proyectos de inversión ante el sistema bancario internacional.

Financiando el déficit en cuenta corriente, los préstamos externos financiaban la economía como un todo, permitiendo la expansión del nivel de actividad de todos los sectores, por lo menos hasta 1980. El hecho de que los préstamos hayan sido

⁴ Sobre estos mecanismos ver Ferracioli, Dib y Dias (1985) y

contraídos primordialmente por el sector público provino, inicialmente, de la mera decisión de aprovechar las constatadas ventajas comparativas de este sector en la captación y, posteriormente, de la decisión de socializar el riesgo cambiario contenido en los nuevos préstamos.

Cuando sobrevino la crisis cambiaria, a partir del segundo semestre de 1982, se tornó súbitamente inviable la financiación de los servicios de la deuda externa a través de su propia expansión y se colocó al final, de forma extremadamente grave, el problema de la transferencia. En lo que atañe al lado interno de este problema, las providencias que se tomaron fueron totalmente inadecuadas, como se verá a continuación.

El rápido crecimiento del endeudamiento externo desde mediados de la década pasada trajo como consecuencia un aumento de más de seis veces, en diez años, de la participación de los pagos netos a factores externos (PNEX) en el producto bruto interno de la economía brasileña. Esta participación evolucionó desde aproximadamente un 0,9% en 1974, hasta aproximadamente 5,7% en 1983. Esto significó, en definitiva, una disminución de la relación entre el producto bruto nacional y el PBI. De hecho se sabe que

$$\text{PBN} + \text{PNEX} = \text{PBI}$$

o sea,

$$\text{PBN/PBI} = 1 - (\text{PNEX/PBI})$$

Parkinson de Castro y Lundberg (1985).

Una forma interesante de analizar como se procesó el ajuste interno, en relación a este aumento sustancial en la transferencia de recursos reales al exterior, es indagándose de qué forma se dio la contracción de la relación entre el producto bruto nacional y el PBI. Trabajando con agregados estimados a precios de mercado, es sabido que se puede descomponer el PBI en ingreso disponible del sector público e ingreso disponible del sector privado, lo que permite escribir, a partir de la ecuación anterior, la siguiente igualdad

$$Y_m + Y_e = 1 - Y_p$$

donde Y_m , Y_e y Y_p son respectivamente las participaciones en el producto bruto interno a precios de mercado, del ingreso disponible del sector privado, del ingreso disponible del sector público y de los pagos netos a factores externos.

En principio el ajuste interno derivado de un aumento de Y_p debería haber sido compartido por los sectores privado y público, con una contracción tanto de Y_m como de Y_e , tal vez de forma aproximadamente proporcional. Este patrón de ajuste puede ser visualizado en la Figura 1. Supongamos que inicialmente los valores relevantes sean Y_p y Y_e ; la distribución del producto entre los dos sectores, está marcada por el punto g sobre la recta ab. Un aumento de la participación de los pagos netos a factores externos (Y_p) implica un desplazamiento de esta recta para abajo hacia cd. Un ajuste proporcional de los dos sectores significa una contracción de g hacia k, a lo largo del radio oh. Tal ajuste

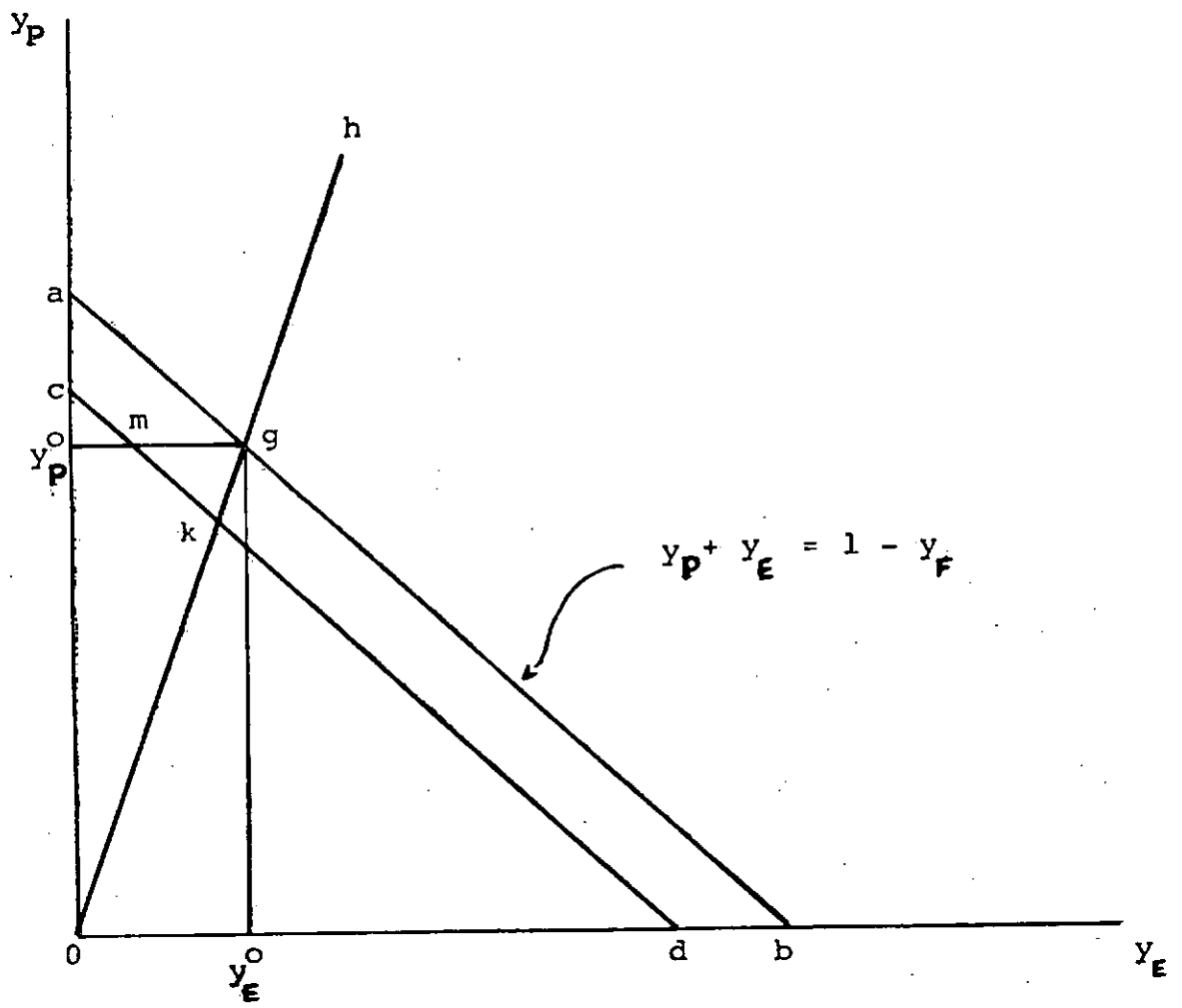


FIGURA 1

mantendría las participaciones relativas de los dos sectores en el producto nacional.

Sin embargo, el patrón de ajuste observado en la economía brasileña, en los últimos años, fue bastante diferente. De acuerdo con la Figura 1, este ajuste implicó un desplazamiento de g , no hacia k , sino hacia m . Lo que significa que todo el peso del ajuste fue dejado a cargo del sector público. No hubo ninguna reducción de la participación del sector privado en el PBI.

Esto es inmediatamente constatable a través de los datos presentados en el Cuadro 1. La primera columna del cuadro permite observar el rápido crecimiento de la participación de los pagos netos a factores externos en el PBI desde la segunda mitad de la década pasada. Como ya mencionamos arriba, esta participación aumentó seis veces durante los últimos diez años de la serie. Mientras tanto, la participación del ingreso disponible del sector privado en el PBI permaneció básicamente estable, presentando, inclusive, una ligera tendencia al alza. Por otro lado la participación del ingreso disponible del sector público alcanzó en 1983 un valor correspondiente a aproximadamente la mitad del valor observado en 1973. Datos preliminares para 1984, sugieren que hubo una significativa caída adicional de esta participación. No podría quedar mejor evidenciado el hecho de que el peso del ajuste ha sido básicamente soportado por el sector público, al contrario de lo que reiteradamente ha sido alardeado.

Es preciso analizar más detenidamente esta caída de la participación del ingreso disponible del sector público en el PBI.

CUADRO 1
DISTRIBUCION DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO
(datos en % del PBI)

Año	Pagos Netos a Factores Ext.	Ingreso Disp. Sector Públ.	Ingreso Disp. Sector Priv.	PBI
1970	0.94	16.63	82.43	100.00
1971	0.94	16.81	82.25	100.00
1972	0.96	16.64	82.40	100.00
1973	0.92	16.84	82.24	100.00
1974	0.87	14.34	84.78	100.00
1975	1.39	14.43	84.18	100.00
1976	1.53	14.85	83.62	100.00
1977	1.62	13.38	85.01	100.00
1978	2.23	11.59	86.18	100.00
1979	2.58	11.57	85.85	100.00
1980	3.07	10.05	86.88	100.00
1981	3.96	9.97	86.07	100.00
1982	5.10	10.29	84.61	100.00
1983	5.69	8.67	85.64	100.00

Fuente: Cuentas Nacionales.

Se sabe que, por definición, el ingreso disponible del sector público es simplemente la carga tributaria bruta (impuestos, directos e indirectos) más los otros ingresos corrientes netos del gobierno, menos lo que es devuelto al sector privado en forma de subsidios y transferencias. El Cuadro 2 permite verificar de qué forma cada uno de estos componentes contribuyó a la reducción de la participación del ingreso disponible del sector público en el PBI entre 1973 y 1983.

El examen de la última columna del cuadro permite concluir que alrededor de 1/4 de la reducción puede atribuirse a la caída de la carga tributaria bruta. A pesar de que hubo un aumento en la relación entre los tributos directos y el PBI, esto no fue suficiente para compensar la pronunciada disminución de la relación entre los tributos indirectos y el PBI. Se puede verificar también, en la misma columna del cuadro, que la caída en los otros ingresos corrientes netos y el aumento de los gastos con subsidios explican, cada uno de ellos, aproximadamente 1/8 de la reducción observada en la participación del ingreso disponible del sector público en el PBI durante el período. Ahora bien, la elevación de los gastos con transferencias explica casi la mitad de esta reducción, lo que se debe primordialmente al aumento explosivo de los dispendios con intereses sobre la deuda pública interna.

Para que la estatización paulatina de la deuda externa no hubiera generado las dificultades financieras que generó en el ámbito del sector público, hubiera sido necesario un aumento concomitante de la participación del ingreso disponible del sector

CUADRO 2

DESCOMPOSICION DE LA VARIACION DEL INGRESO DISPONIBLE DEL SECTOR PUBLICO
1973 - 1983

Rubros:	Valores en % del PBI			%
	1973	1983	Variación	Composición
	(A)	(B)	(B)-(A)	de la Variación
Carga Tributaria Bruta	26,52	24,44	-2,08	-25,46
Tributos Directos	(10,91)	(11,95)	(+1,04)	(+12,73)
Tributos Indirectos	(15,61)	(12,49)	(-3,12)	(-38,19)
Otros Ingresos Corrientes Netos	-0,16	-1,22	-1,06	-12,97
(-) Subsidios	(-)1,23	(-)2,27	-1,04	-12,73
(-) Transferencias	(-)8,29	(-)12,27	-3,98	-48,72
Ingreso Disponible del Sector Público	16,84	8,67	-8,17	100,00

Fuente: Cuentas Nacionales.

público en el PBI. Lo que casi seguramente exigiría una elevación razonable de la carga tributaria bruta, de forma tal que el sector público consiguiese recursos que correspondiesen a la contrapartida en moneda nacional de las crecientes obligaciones con el servicio de la deuda externa. A la socialización de la deuda externa debería haber correspondido una socialización de los servicios de esta misma deuda.

De hecho, sin embargo, la solución que se planteó para el problema de la transferencia de recursos al Estado fue totalmente inadecuada. Lo que se observó no fue un aumento de la carga tributaria, sino una reducción bastante significativa de la misma. Y en la medida en que los recursos tributarios se mostraron insuficientes, se recurrió, en forma cada vez más intensiva, a la emisión de deuda pública interna. Con el correr del tiempo, el crecimiento vertiginoso del stock de esta deuda llevó a que los pagos de intereses pasasen a adquirir tales magnitudes, que su administración se hizo cada vez más difícil, inclusive como consecuencia de la propia presión de la colocación neta de títulos públicos sobre la tasa de interés.

La opción por el endeudamiento interno ciertamente retardó el ajuste requerido en el ingreso disponible del sector público, pero finalmente terminó contribuyendo acentuadamente para el aumento de las propias dimensiones del ajuste necesario. De hecho, el aumento explosivo de las transferencias para el sector privado derivadas de los intereses de la deuda pública interna redujeron todavía más el ingreso disponible del sector público, como se vio más arriba.

III. EFECTOS SOBRE EL AHORRO ESTATAL

En la sección anterior se constató la asimetría del proceso de ajuste de la economía brasileña a las dificultades procedentes del endeudamiento externo. Una vez verificado que el peso del ajuste recayó básicamente sobre el sector público, hay que examinar las consecuencias de esta asimetría. La reducción de la participación del ingreso disponible del sector público a porcentajes correspondientes a poco más de la mitad de los observados a mediados de la década pasada, implicó la desarticulación de funciones de la mayor importancia que históricamente estaban siendo desempeñadas por el Estado en la economía brasileña. En particular, implicó la desarticulación de la capacidad de generación de ahorro por parte del gobierno.

Durante gran parte de los años setenta una fracción sustancial del ahorro interno en el Brasil fue generado por el sector público. Entre 1970 y 1977, el ahorro en cuenta corriente del gobierno correspondió a un promedio aproximado del 32,1% del ingreso disponible del sector público. Se nota mejor la importancia del esfuerzo de generación de ahorro que este porcentaje revela, cuando se constata que la relación promedio entre el ahorro del sector privado y el ingreso disponible del sector privado observada durante el mismo período fue igual a 23,1%.

Sin embargo, esta alta "propensión a ahorrar" del sector

público fue rápidamente desgastándose a partir de 1978 como puede observarse a través de los datos del Cuadro 3. Tan grave fue el desgaste, que en 1983 la contribución del sector público a la generación de ahorro interno pasó a ser negativa. La gravedad de las consecuencias de la desarticulación de esta fuente de ahorro puede ser evaluada con mayor nitidez a través de los datos del Cuadro 4. En los años iniciales de la década del setenta, cerca de 1/4 del ahorro interno podía atribuirse al ahorro en cuenta corriente del gobierno. La desarticulación de la capacidad del sector público de continuar contribuyendo para el esfuerzo de ahorro de la economía explica buena parte de la reducción reciente de la tasa de ahorro interno de la economía brasileña, que pasó del 25,4% en 1973 a poco más del 13,6% en 1983.

Podría suponerse que esta desarticulación podría haber sido provocada en parte por un rápido aumento en el consumo del gobierno. En los últimos años ha tomado fuerza la percepción de que los gastos de consumo del gobierno han mostrado señales de descontrol. No obstante no es esto lo que puede deducirse de las evidencias disponibles.

Un examen preliminar de los datos del Cuadro 5 revela que el consumo del gobierno como proporción del PBI, ha mostrado un alto grado de estabilidad desde el comienzo de la década del setenta, oscilando en torno de un 10%, aproximadamente. De la misma forma la composición de este consumo ha permanecido básicamente inalterada. Alrededor de un 70% ha correspondido a gastos con remuneraciones personales y un 30% a otras compras de bienes y servicios. En rigor, un examen más detallado del cuadro

CUADRO 3

TASAS DE AHORRO DEL SECTOR PRIVADO Y DEL SECTOR PÚBLICO
1970 - 1983
(porcentajes)

	Ahorro Bruto del Sector Privado	Ahorro Bruto del Sector Público
	Ingreso Disp. Sector Privado	Ingreso Disp. Sector Público
1970	22,8	32,5
1971	21,3	34,7
1972	21,5	35,0
1973	23,1	37,7
1974	22,6	31,5
1975	27,2	26,7
1976	22,9	29,0
1977	23,1	29,4
1978	22,6	19,7
1979	17,9	19,2
1980	18,5	12,8
1981	18,4	10,5
1982	17,9	3,3
1983	16,8	-8,7

Fuente: Cuentas Nacionales.

CUADRO 4

AHORRO INTERNO
1970 - 1983

Año	Composición del Ahorro Interno		
	Ahorro Bruto del Sector Privado* %	Ahorro del Gobierno en Cuenta Corriente %	Ahorro Interno/PBI %
1970	77,62	22,38	24,16
1971	75,04	24,96	23,37
1972	75,30	24,70	23,55
1973	75,00	25,00	25,38
1974	80,92	19,08	23,71
1975	85,60	14,40	26,70
1976	81,62	18,38	23,44
1977	83,35	16,65	23,58
1978	89,52	10,48	21,79
1979	87,35	12,65	17,57
1980	92,57	7,43	17,34
1981	93,78	6,22	16,90
1982	97,83	2,17	15,49
1983	105,50	-5,50	13,63

Fuente: Cuentas Nacionales.

* Incluye ahorro de las empresas estatales.

CUADRO 5
 CONSUMO Y AHORRO DEL GOBIERNO EN CUENTA CORRIENTE
 1970 - 1983
 (% del PBI)

Año	Ingreso Disponible del Sector Público A	Consumo			Ahorro en Cuenta Corriente A-B
		Remuneraciones Personales	Otras Compras de Bienes y Servicios	Consumo Total B	
1970	16,6	8,2	3,0	11,2	5,4
1971	16,8	8,2	2,8	11,0	5,8
1972	16,6	8,0	2,8	10,8	5,8
1973	16,8	7,4	3,1	10,5	6,3
1974	14,3	6,8	3,0	9,8	4,5
1975	14,4	7,4	3,2	10,6	3,8
1976	14,9	7,2	3,4	10,6	4,3
1977	13,4	6,6	2,9	9,5	3,9
1978	11,6	6,6	2,7	9,3	2,3
1979	11,6	6,6	2,8	9,4	2,2
1980	10,0	6,2	2,6	8,8	1,2
1981	10,0	6,2	2,7	8,9	1,1
1982	10,3	7,0	3,0	10,0	0,3
1983	8,7	-	-	9,4	-0,7

Fuente: Cuentas Nacionales. Discriminación del consumo obtenido en M. H. Costa, "Política Fiscal na Economia Brasileira", Conjuntura Econômica, vol.39, no. 2, febrero de 1985.

permite verificar que el consumo total del gobierno como proporción del PBI, que correspondía promedialmente a un 11.0% en el período 1970-1972, pasó a corresponder a un promedio de apenas 9,2% en el período 1980-1982. Los gastos con remuneraciones personales, también como proporción del PBI, bajaron de un promedio de aproximadamente 8,1% en el primer período, para menos de 6,5% en el último período. Puede detectarse también una caída, aunque poco significativa, en los dispendios con otras compras de bienes y servicios como proporción del PBI, cuando se comparan los promedios correspondientes a los mismos períodos.²⁵ No existe por lo tanto ninguna base para suponer que la desarticulación de la capacidad de generación de ahorro por parte del gobierno haya provenido de un aumento en sus gastos de consumo. De hecho, el propio Cuadro 5 permite verificar que la desaparición del ahorro en cuenta corriente fue indudablemente causada por la fuerte caída observada en el ingreso disponible del sector público como proporción del PBI. El ajuste a esta caída se concentró exactamente sobre el ahorro en cuenta corriente, dadas las notorias dificultades de compresión de los gastos de consumo.

²⁵ Nótese que el último período incluye el año de 1982, un año electoral durante el cual hubo un aumento significativo y notorio en el consumo del gobierno. Lo que sólo refuerza las evidencias acerca de una tendencia a la caída en el consumo del gobierno como proporción del PBI, cuando se comparan los dos períodos.

IV. EL AJUSTE EN EL AMBITO DEL SECTOR PRODUCTIVO ESTATAL

En el análisis desarrollado en la sección II se presentaron evidencias de que el ajuste de la economía brasileña a las dificultades derivadas del endeudamiento externo recayó fundamentalmente sobre el sector público. En gran parte, el análisis se basó en el examen de la evolución de las series del ingreso disponible del sector público, del ingreso disponible del sector privado y de los pagos netos a factores externos, extraídas de las cuentas nacionales. Es sabido, sin embargo, que en las estimativas de cuentas nacionales del Brasil, así como en muchos otros países, el concepto subyacente de sector público es algo restricto. Las empresas estatales propiamente dichas son incluidas de hecho en el sector privado.⁴

Esta particularidad de las cuentas nacionales, da lugar, por cierto, a que se ponga en duda el carácter conclusivo de las evidencias presentadas en la sección II respecto a la asimetría del ajuste interno observado en la economía brasileña en los últimos años. Como las empresas estatales están comprendidas en el sector privado, no se deduce de la simple reducción de la participación del ingreso disponible del sector público en el PBI, y del mantenimiento de la participación del ingreso disponible del sector privado, que el sector público haya soportado por sí solo el peso del ajuste.

⁴ Nótese, con todo, que el concepto de sector público en las cuentas nacionales incluye todas las agencias descentralizadas que desempeñan actividades típicamente gubernamentales, además del gobierno propiamente dicho, en sus tres niveles. Ver Fundación Getulio Vargas (1972).

En principio, es posible imaginar que a la caída de la importancia relativa del ingreso disponible del sector público hubiese correspondido un aumento de la participación de las empresas estatales en lo que es llamado, en las cuentas nacionales, ingreso disponible del sector privado. En este caso, parte del ajuste podría, haber sido hecho, en realidad, por el sector privado propiamente dicho. Hasta se podría concebir la posibilidad de que hubiese ocurrido un aumento tan grande en la participación de las empresas estatales en el ingreso disponible del sector privado, que, una vez estimado, pudiese llevar a la conclusión de que el sector privado propiamente dicho es quien habría soportado por sí solo el peso del ajuste interno.

Estas son posibilidades lógicas que deben ser debidamente consideradas. En esta sección se trata de dilucidar estas dudas restantes, analizando las evidencias disponibles respecto al ajuste en el ámbito del sector productivo estatal en los últimos años.

En primer lugar cumple verificar si la reducción de la participación del ingreso disponible del sector público en el PBI no es consecuencia del aumento de subsidios y transferencias a las empresas estatales y de reducción de tributos pagados por estas mismas empresas. Esto se puede hacer examinando los datos presentados en el Cuadro 6. Como se puede observar, entre 1970 y 1982, el flujo corriente neto de recursos entre las empresas estatales y el gobierno fue positivo en todos los años, salvo en 1974-1976 y 1978. Lo que significa que el valor de los tributos

CUADRO 6

EMPRESAS FEDERALES NO FINANCIERAS
 TRIBUTOS, SUBSIDIOS Y TRANSFERENCIAS
 1970 - 1982

(1.000 millones de Cr\$ corrientes)

Año	A Subsidios	B Transferencias	C Tributos Incluso Obligaciones Laborales	D Flujo Corriente Neto(C-B-A)	E Flujo Corriente Neto como % del PBI
1970	0,9	0,0	1,0	0,1	0,05
1971	1,0	0,2	1,9	0,7	0,27
1972	1,3	0,3	3,1	1,5	0,43
1973	3,3	0,6	4,5	0,6	0,12
1974	8,7	1,1	6,6	-3,2	-0,45
1975	16,7	-	13,1	-3,6	-0,36
1976	15,7	0,0	13,6	-2,1	-0,13
1977	26,1	0,0	27,7	1,6	0,06
1978	38,9	13,2	41,2	-10,9	-0,29
1979	62,4	11,7	194,8	110,7	1,75
1980	215,0	40,4	359,3	103,9	0,79
1981	434,7	124,8	721,2	161,7	0,63
1982	682,3	73,2	1372,0	616,5	1,21

Fuente: Cuadro elaborado a partir de datos publicados en Margaret Hanson Costa, "O Setor Privado e a Carga Tributária", Digesto Econômico, Junho, 1984.

pagados por estas empresas ha superado, en general, a la suma de subsidios y transferencias recibidas del gobierno cada año. Tomado como proporción del PBI, el promedio de este flujo neto pasó de -0,31% en el período 1974-1976 para +0,51% en 1977-1979, aumentando todavía para +0,88% en el trienio 1980-1982. La caída de la participación del ingreso disponible del sector público en el PBI no puede, por lo tanto, ser atribuida a una disminución del flujo neto de recursos de las empresas estatales hacia el gobierno. Hubo de hecho un aumento palpable de este flujo neto desde mediados de la década pasada.

Pero aún así podría haber habido un aumento de la participación de las empresas estatales en el ingreso disponible del sector privado. Las evidencias presentadas en el párrafo anterior, apenas permiten concluir que, si hubo tal aumento, éste no resultó del efecto directo de una alteración en los flujos corrientes de recursos entre el gobierno y las empresas estatales, pero podría ser el resultado de otros efectos.

Un efecto posible, podría haber sido un aumento en los precios relativos de los bienes y servicios producidos por las empresas estatales. Las evidencias disponibles, sin embargo, descartan esta posibilidad. En Werneck (1985b), se analiza en detalle la evolución de algunos de los principales precios relativos de los bienes y servicios producidos por estas empresas, desde el final de la década del setenta. Se verifica que, como resultado de la política sistemática del control de precios públicos como instrumento de combate de la inflación, hubo un deterioro flagrante de los niveles reales de estos precios a lo

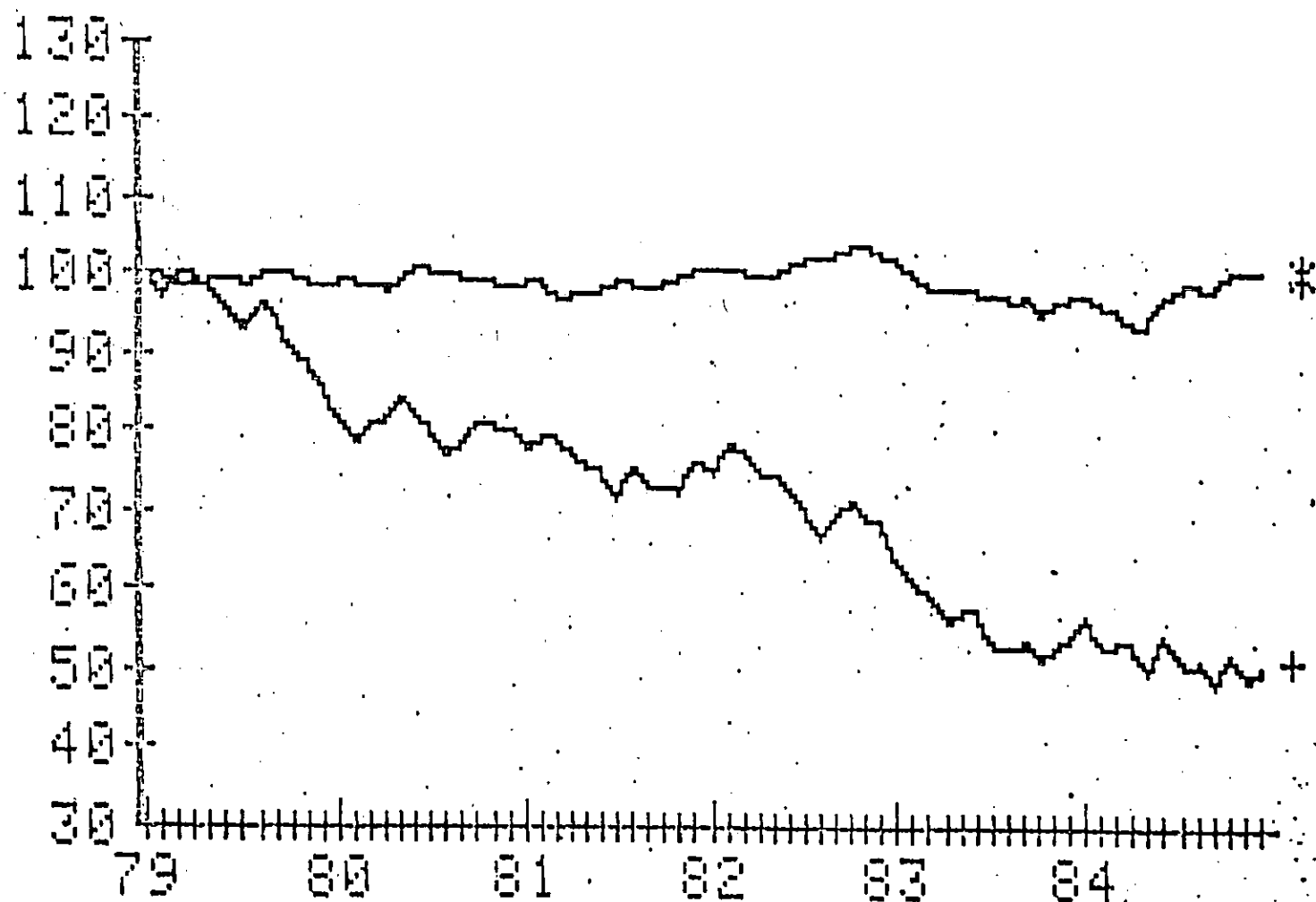
largo del período. Los gráficos presentados a continuación, extraídos de Werneck (1985b) son particularmente contundentes. Usando como deflactor el índice General de Precios, en el concepto de disponibilidad interna (IGP-DI), se observa, entre enero de 1979 y diciembre de 1984, una reducción del 50% en los precios reales de los productos siderúrgicos, de un 40% en la tarifa promedio de energía eléctrica, y del 60% en las tarifas telefónicas.

Dentro de los principales precios públicos, los únicos que presentaron un aumento real durante este período fueron los de los derivados del petróleo. El índice de precios al por mayor del petróleo y derivados, cuando es deflactado por el IGP-DI, revela un crecimiento real de cerca del 60% entre enero de 1979 y diciembre de 1984. Pero la mayor parte de este aumento se hizo efectivo durante el año 1979, como consecuencia de la elevación de aproximadamente un 250% del precio en dólares del barril de petróleo importado, ocurrido en aquel año.

Los efectos sobre las empresas estatales de la evolución desfavorable de los precios relativos de los bienes y servicios que producen, se vieron agravados por el rápido crecimiento de los costos financieros derivados del endeudamiento externo que estas empresas tuvieron que enfrentar en los últimos años.⁷ Como se vio en la sección II, las empresas estatales se vieron obligadas, desde mediados de la década del setenta, a captar recursos externos para la financiación de sus programas de inversión, como

⁷ Para un análisis del crecimiento reciente de los costos

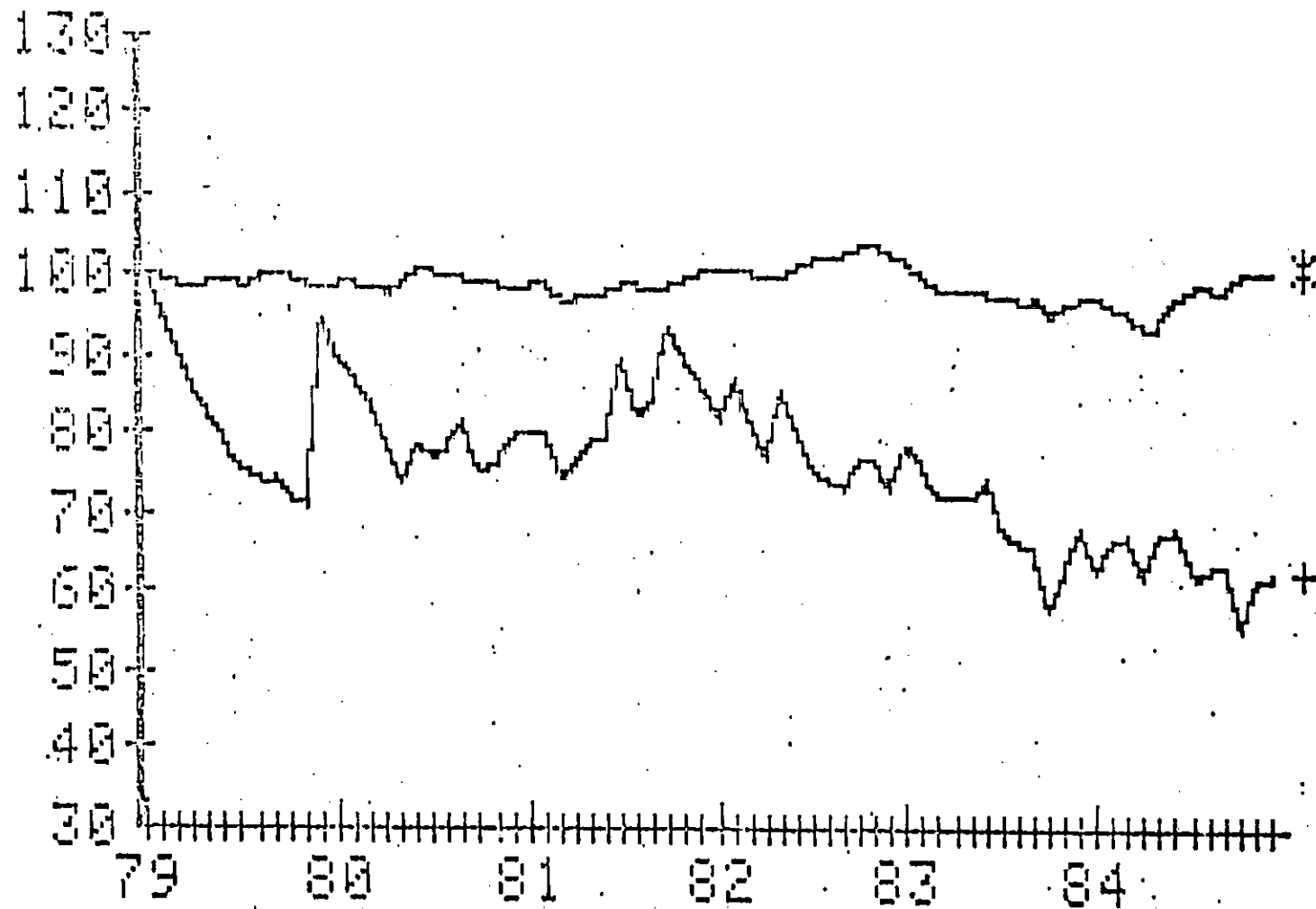
GRÁFICO 1



+ Índice de Preços de Ferro, Aço e Derivados Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100)

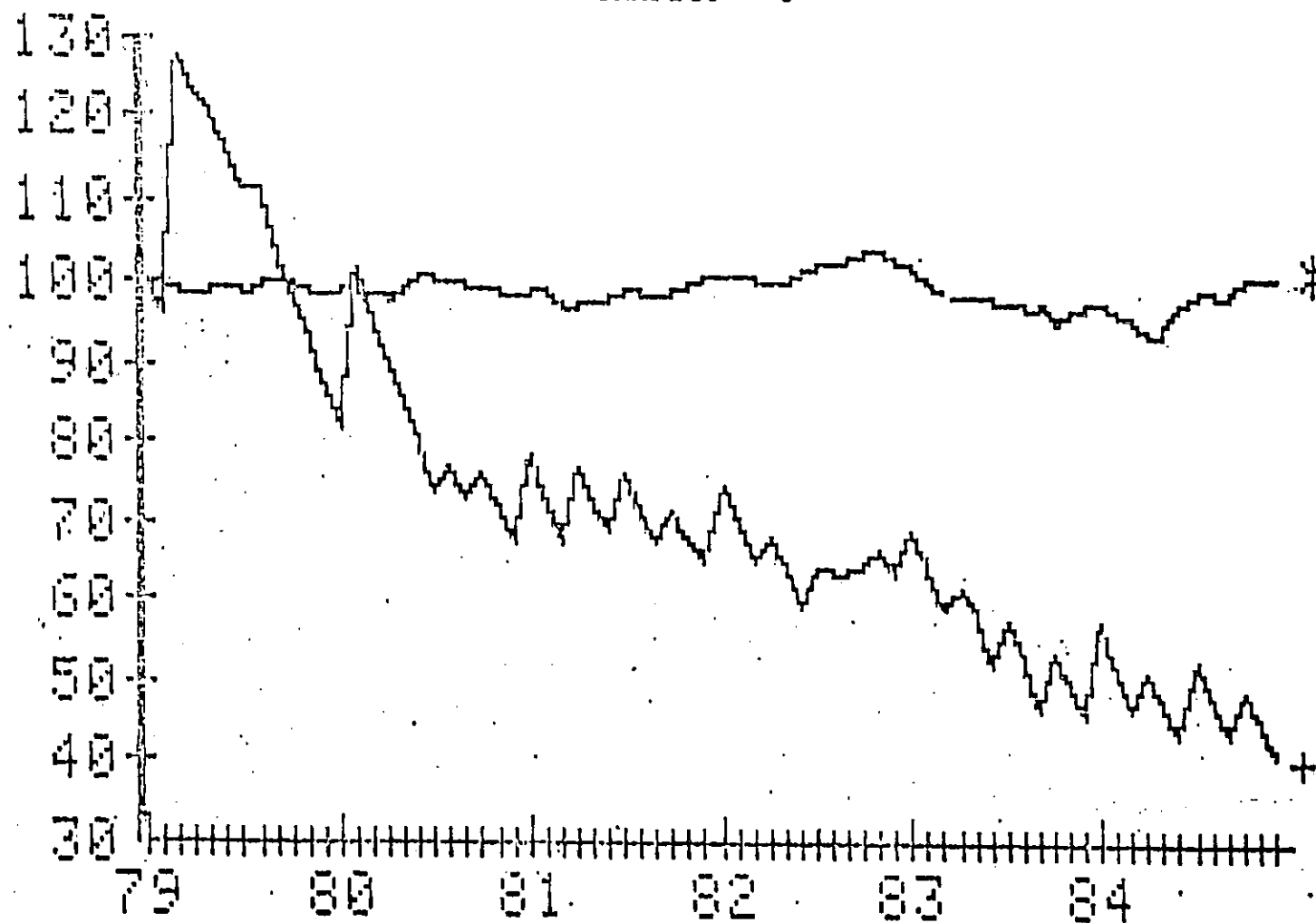
* Índice de Preços por Atacado da Indústria de Transformação Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100).

GRÁFICO 2



+ Índice de Tarifa Média de Energia Elétrica Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100)
* Índice de Preços por Atacado da Indústria de Transformação Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100).

GRÁFICO 3



+ Índice de Tarifas Telefônicas Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100)
* Índice de Preços por Atacado da Indústria de Transformação Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100).

parte de la política adoptada en aquel entonces para la viabilización de la balanza de pagos. No obstante, cuando tales proyectos de inversión comenzaron a madurar, ellas se vieron imposibilitadas de internalizar adecuadamente los beneficios derivados de los mismos. Buena parte de estos beneficios terminó siendo transferida al sector privado a través del deterioro de los precios relativos de los bienes y servicios producidos por las empresas estatales. Lo que permaneció íntegramente en estas empresas fue el peso derivado de la deuda externa contraída.

A raíz de estos hechos, las evidencias disponibles sugieren caídas pronunciadas en los resultados financieros de las empresas estatales, lo que refuerza el rechazo de la hipótesis de que habría habido un aumento de la participación de las empresas estatales en lo que las cuentas nacionales denominan como ingreso disponible del sector privado. El Cuadro 7 presenta la evolución de los resultados consolidados de 119 empresas estatales incluidas entre las 1000 mayores sociedades anónimas no financieras de la economía brasileña. Los datos son presentados en porcentajes del PBI y fueron computados a partir de datos que vienen siendo relevados, en bases sistemáticas, por la Fundação Getúlio Vargas. Se verifica que la ganancia consolidada neta del ejercicio, para estas 119 empresas, cayó de un promedio del 1,94% del PBI en el bienio 1978-1979, a 1,62% en el bienio 1980-1981 y a 1,24% en el bienio 1982-1983. Una caída similar puede observarse en la ganancia neta retenida, consolidada. De un promedio del 1,45% del PBI en el bienio 1978-1979, hay una reducción para el 1,34% en el

financieros de las empresas y sus efectos ver Werneck (1985a).

CUADRO 7

119 EMPRESAS ESTATALES INCLUIDAS ENTRE LAS 1.000 MAYORES S.A. NO FINANCIERAS

Resultados Consolidados
(% del PBI)

Año	Ganancia Bruta	Ganancia Operativa Neta	Ganancia Neta del Ejercicio	Ganancia Neta Retenida
1978	4,22	0,04	2,27	1,76
1979	3,63	-1,91	1,61	1,14
1980	4,14	-1,80	1,13	0,89
1981	4,30	-3,17	2,11	1,80
1982	3,45	-4,18	1,63	1,30
1983	4,87	-5,69	0,85	0,61

Fuente: Elaborado a partir de datos publicados en Conjuntura Económica,
(Separata) vol. 39, no. 4, abril de 1985.

bienio siguiente y una nueva caída para el 0,87% en 1982-1983.

En el Cuadro 8 se presentan evidencias adicionales, donde puede examinarse la evolución del resultado corriente consolidado de las empresas no financieras estatales federales entre 1970 y 1982. Dicho cuadro se computó a partir de datos estimados por Margaret Hanson Costa del Instituto Brasileiro de Economia de la Fundação Getúlio Vargas. Debe entenderse por resultado corriente la simple diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes de estas empresas. A través de este cuadro se puede verificar que el resultado corriente de las empresas no financieras estatales federales correspondió en promedio a apenas el 1,86% del PBI en el quinquenio 1978-1982, habiendo alcanzado el 3,26% en el quinquenio anterior, 1973-1977.

Datos que vienen siendo relevados por la Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST) también permiten identificar con claridad una tendencia pronunciada a la caída de las ganancias agregadas de las empresas estatales federales en los últimos años. Basado en tales datos, que infelizmente sólo comenzaron a ser computados a partir de 1980, se elaboró el Cuadro 9.

Calculada como porcentaje del PBI la ganancia operativa agregada, de las entidades bajo control de la SEST, clasificables como empresas del sector productivo estatal, ya era casi despreciable en 1980, aunque positiva. En los tres años siguientes, la ganancia operativa de estas empresas pasó a ser negativa, siendo que las pérdidas correspondientes alcanzaron el 1,27% del PBI en 1983. El cuadro permite verificar también que,

CUADRO 8
 EMPRESAS ESTATALES FEDERALES NO FINANCIERAS
 1970 - 1982

Año	Resultado Corriente* (1.000 millones de Cr\$ corrientes)	Resultado Corriente* como Porcentaje del PBI
1970	3,7	1,88
1971	3,6	1,37
1972	7,7	2,23
1973	13,6	2,81
1974	23,0	3,24
1975	37,0	3,66
1976	54,0	3,32
1977	83,9	3,37
1978	84,5	2,24
1979	53,3	0,83
1980	87,4	0,66
1981	863,6	3,36
1982	1130,9	2,22

Fuente: Cuadro elaborado a partir de datos publicados en Margaret Hanson Costa, "A Política Fiscal na Economia Brasileira", Conjuntura Econômica, vol. 39, no. 2, febrero de 1985.

* Ingreso corriente menos gasto corriente de las empresas no financieras con participación del gobierno federal.

CUADRO 9
EMPRESAS DEL SECTOR PRODUCTIVO ESTATAL
Resultados Agregados

Año	1.000 millones de Cr\$ corrientes		Valores como % del PBI	
	Ganancia Operativa	Ganancia Neta del Ejercicio	Ganancia Operativa	Ganancia Neta del Ejercicio
1980	0,8	100,8	0,00	0,76
1981	(1,4)	296,5	(0,00)	1,15
1982	(410,8)	288,2	(0,81)	0,56
1983	(1524,4)	570,0	(1,27)	0,47

Fuente: Cuadro estimado a partir de datos publicados en el Censo SEST, 1984.

como porcentaje del PBI, la ganancia agregada neta del ejercicio, obtenida por estas empresas, se redujo sustancialmente a lo largo de los primeros cuatro años de la presente década, a pesar del repunte observado en 1981.

Las diversas evidencias presentadas no dan ningún apoyo a la suposición de que habría ocurrido un aumento de la participación de las empresas estatales en lo que en las cuentas nacionales es llamado ingreso disponible del sector privado. Queda aún un argumento para ser discutido. Aunque haya habido una caída pronunciada en las ganancias de las empresas estatales medidas como proporción del PBI, podría haber ocurrido una transferencia significativa de recursos del resto de la economía para estas empresas, siendo que estos recursos podrían haber sido consumidos ineficazmente en la financiación de planillas de salarios hinchadas, resultantes del reparto de cargos y de una política salarial excesivamente generosa.

Es ciertamente innegable que pueden encontrarse casos de empresas estatales en las que, de hecho, esto ocurrió en los últimos años. Pero los datos agregados, sin embargo, sugieren que tales casos no pueden, en forma alguna, ser generalizados. En el Cuadro 10 se presenta un conjunto de datos al respecto de gastos agregados con remuneraciones personales y obligaciones laborales por parte de las empresas no financieras con participación del gobierno federal, calculadas como porcentajes del PBI. Tal cuadro fue computado a partir de datos que resultaron de un estudio realizado en el Instituto Brasileiro de Economia de la Fundação Getúlio Vargas.

CUADRO 10

EMPRESAS NO FINANCIERAS CON PARTICIPACION DEL GOBIERNO FEDERAL
 Datos Agregados
 (% del PBI)

Año	Remuneraciones Personales y Obligaciones Laborales	Gastos con Oblig. Financieras
1970	1,82	0,27
1971	1,82	0,28
1972	1,82	0,35
1973	2,24	0,43
1974	1,89	0,56
1975	1,97	1,05
1976	1,84	1,37
1977	1,95	1,30
1978	1,94	1,90
1979	2,42	2,88
1980	2,40	2,78
1981	2,51	3,57
1982	2,66	4,28

Fuente: Cuadro elaborado a partir de datos publicados en
 Margaret Hanson Costa, "O Setor Privado e a Carga
 Tributária", Digesto Econômico; junho de 1984.

Entre 1973 y 1982 estos gastos pasaron del 2,24% al 2,26% del PBI, lo que constituye un crecimiento del 18,75% en poco menos de una década. Aunque palpable, el crecimiento alcanzado equivale a poco más del 0,4% del PBI, lo que representa aproximadamente 1/20 de la caída observada en el ingreso disponible del sector público entre 1973 y 1983, como puede verificarse en el Cuadro 2, sección II. Además, como la producción de muchos de los sectores en los cuales se están insertando las empresas estatales creció a tasas más rápidas que el promedio de la economía durante el período, no parece sorprendente que se observe un ligero crecimiento de los gastos agregados con remuneraciones personales y obligaciones laborales de estas empresas cuando se miden como proporción del PBI. Lo que sí debe sorprender, es el crecimiento acelerado de los gastos financieros agregados de estas empresas. Como se puede ver en el mismo Cuadro 10, estos gastos pasan del 0,43% del PBI en 1973, al 4,28% del PBI en 1982, lo que significa una proporción alrededor de 10 veces mayor.

Evidencias del mismo tipo para años más recientes, pero provenientes de datos estimados por la Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST) son presentados en el Cuadro 11. Aunque los datos no sean coherentes con los que se presentaron en el Cuadro 10 en el caso de los dos años de intersección de las dos series, se puede observar en el Cuadro 11 que entre 1981 y 1984, los gastos con remuneraciones personales y obligaciones laborales por parte de las empresas estatales sufrieron una reducción sustancial, cuando se miden en porcentajes del PBI. De la misma forma, la fuerte tendencia al alza de los gastos de estas empresas

CUADRO 11
EMPRESAS DEL SECTOR PRODUCTIVO ESTATAL

Datos Agregados
(% del PBI)

Año	Rubros de Gasto	
	Remuneraciones Personales y Obligaciones Laborales	Obligaciones Financieras
1981	2,10	1,38
1982	2,22	1,86
1983	1,94	2,21
1984	1,70	2,53

Fuente: Cuadro elaborado a partir de datos publicados
en los Relatorios SEST.

con las obligaciones financieras de la deuda pública interna es claramente observable en el Cuadro 11. Medidas como proporción del PBI, tales obligaciones casi se duplicaron entre 1981 y 1984.

Las evidencias discutidas en esta sección parecen suficientes para eliminar cualquier duda que pudiese surgir respecto al hecho de que fue sobre el sector público que recayó, en realidad, el peso del ajuste por el cual pasó la economía brasileña en los últimos años, a causa de la deuda externa. En verdad, estas evidencias parecen reforzar lo que se argumentó en la sección II. El ajuste en la esfera de las empresas estatales, incluyendo el deterioro en los precios relativos de los bienes y servicios que producen, la reducción de la rentabilidad y el aumento explosivo de sus costos financieros, sugiere que la carga soportada por el sector público, lato sensu, fue de hecho mayor de lo que se ha delineado en la sección II.

Tal como en el caso del sector gobierno propiamente dicho, el ajuste en el ámbito de las empresas estatales implicó una reducción sustancial de la capacidad de estas empresas para autofinanciar sus inversiones, como puede observarse a partir de los datos del Cuadro 12. A mediados de la década del setenta las empresas estatales federales llegaron a generar un ahorro equivalente a aproximadamente $1/5$ del ahorro bruto del sector privado. En 1980 esta participación había bajado hasta poco más de $1/10$, a pesar de una sustancial caída en el ahorro bruto del sector privado propiamente dicho, que pasó del 18,28% del PBI en 1975 a 14,32% en 1980.²⁴ El repunte observado en la

CUADRO 12
 AHORRO BRUTO DE LAS EMPRESAS ESTATALES FEDERALES
 (millones de Cr\$ corrientes)

Año	Ahorro Bruto Emp. Est. A	PBI B	Ahorro Bruto Sect. Privado C	A/B (%)	A/C (%)
1970	7.536	196.110	36.786	3,84	20,49
1971	6.879	261.102	45.792	2,63	15,02
1972	11.161	345.001	61.186	3,23	18,24
1973	16.336	483.340	92.030	3,38	17,75
1974	26.267	707.977	135.840	3,71	19,33
1975	46.277	1.009.673	230.804	4,58	20,05
1976	46.681	1.625.134	310.978	2,87	15,01
1977	92.027	2.486.769	488.898	3,70	18,82
1978	147.175	3.763.867	734.008	3,91	20,05
1979	161.464	6.311.762	958.560	2,55	16,84
1980	228.636	13.163.817	2.113.491	1,74	10,81
1981	1.290.726	25.631.771	4.063.595	5,03	31,76

Fuente: Correa do Lago y otros (1984).

participación del ahorro de las empresas estatales en el ahorro bruto del sector privado en 1981, se debió en parte a una fuerte caída adicional en el ahorro bruto del sector privado propiamente dicho - que bajó a 10,82% del PBI - y, en parte, al propio repunte de las ganancias de estas empresas en este año, como ya se observó en la discusión de los Cuadros 8 y 9.

V. COMENTARIOS FINALES

En las secciones anteriores se intentó, inicialmente demostrar que fue sobre el sector público que recayó el peso del ajuste interno por el que tuvo que pasar la economía brasileña en los últimos años, como consecuencia de la crisis de balanza de pagos. Las evidencias presentadas parecen suficientes para rechazar un modo de ver, que ha sido ampliamente divulgado y que atribuye los signos recurrentes de la crisis financiera en el sector público al hecho de que, al contrario del sector privado, el sector público no consiguió ajustarse a las nuevas condiciones impuestas por las restricciones externas.

Al contrario, se mostró que hubo una socialización de los costos relacionados al ajuste interno, que significó la concentración de tales costos sobre el Estado. Y que la crisis financiera que se estableció en el ámbito del sector público derivó simplemente del hecho de que no se le dio al Estado las

 * Como las empresas estatales son consideradas en las cuentas nacionales como pertenecientes al sector privado, el ahorro bruto del sector privado incluye el ahorro de estas empresas.

condiciones de hacer frente a las nuevas obligaciones contraídas en esta socialización. Tales obligaciones hubieron de ser precariamente acomodadas a costa de la desarticulación de funciones tradicionales que el Estado históricamente ha desempeñado en la economía brasileña.

En particular, se desarticuló el papel del Estado como gran generador de recursos para financiar la acumulación de capital en la economía. El ahorro estatal simplemente desapareció en el ámbito del sector gubernamental propiamente dicho, y se redujo, considerablemente, en el ámbito de las empresas estatales. El significado de la desarticulación de esta fuente de ahorro sólo puede ser adecuadamente captada cuando se constata que, a mediados de la década del setenta el ahorro estatal, lato sensu, correspondió a más de $1/3$ del ahorro interno.*

Como, concomitantemente, no hubo un aumento, y sí una caída del esfuerzo privado de ahorro, la tasa interna de ahorro de la economía brasileña en los últimos años se redujo a casi la mitad de lo que era hace una década.

Naturalmente la implementación de cualquier estrategia de crecimiento sostenido para la economía brasileña en los próximos años dependerá de la disponibilidad de mecanismos de ahorro que permitan financiar en forma adecuada la recuperación de la tasa agregada de inversión. Es ingenuo suponer que la financiación de niveles de acumulación de capital equivalentes a $1/5$ o $1/4$ del PBI

* Promedio del período 1973-1977, estimado a partir de los datos

pueda llegar a hacerse sin que se restablezca la capacidad de generación de ahorro por parte del sector estatal.

Cuando se compara la experiencia de ajuste efectuada por la economía brasileña en los últimos años, con lo que pasó en algunas otras economías que también se endeudaron profundamente con el exterior, se puede intentar ver por lo menos un lado positivo en la estatización de la deuda y en la concentración del peso del ajuste sobre el Estado, que caracterizaron el caso brasileño. Habiéndose circunscripto los costos al sector público, se mantuvo la mayor parte del aparato productivo al amparo de los peores efectos del ajuste. Se impidió que las dificultades financieras derivadas de la deuda externa desencadenasen un proceso de desarticulación y desorganización a nivel de las propias unidades productivas, como se observó en otros países. Lo que sin duda habría sacrificado la posibilidad de una recuperación tan vigorosa como la que se pudo observar en 1984-1985 en la economía brasileña.

Aunque no tenga ningún sentido usar esa constatación como una racionalización de la política de ajuste adoptada en el Brasil, tiene sentido tenerla en mente en la búsqueda del ajuste interno que ahora se hace necesario en la economía brasileña. Lo que de hecho hubo fue una socialización de costos a medias. Al Estado se le pasaron las obligaciones pero no los medios para financiarlas. Se hizo ahora imperativo caminar en la dirección de completar esta socialización, haciendo que los costos sean

de los Cuadros 4 y 12.

finalmente transferidos a la sociedad, a fin de que el Estado vuelva a tener la capacidad de desempeñar adecuadamente las funciones que le han cabido en la economía brasileña. La transferencia de estos costos no puede ser postergada en base a alegatos de que encierra una cuestión distributiva compleja.

El sector privado estará apenas resarciendo, algo tardíamente, los costos de haber estado protegido por el Estado de los peores efectos de la crisis derivada del endeudamiento externo. Dada la perspectiva de una nueva fase de crecimiento para la economía brasileña, la transferencia al Estado de los recursos necesarios representará ahora una carga menor para el sector privado de lo que hubiera sido en el caso de haberse efectuado durante la recesión. Naturalmente el volumen de recursos a ser transferido deberá depender de las condiciones respecto al servicio de la deuda externa que se consigan imponer a los acreedores internacionales.

Referencias bibliográficas

Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN). Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST). Cadastro de Empresas Estatais - 1984. Brasília, SEPLAN/SEST, 1985.

Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN). Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST). Relatório de Atividades da SEST - 1981. Brasília, SEPLAN/SEST, 1982.

Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN). Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST). Relatório Anual SEST-1982 (1983). Brasília, SEPLAN/SEST, 1983 (1984).

Correa do Lago, L.A., M. Hanson Costa, P. Nogueira Batista Jr. y T.B.B. Ryff (1984). O Combate à Inflação no Brasil: Uma Política Alternativa, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

Cruz, P.D. (1984). Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta, San Pablo, Brasiliense.

Ferracioli, P.S., M.F. Dib y G.G. Dias (1985). "O Passivo Dolarizado do Banco Central", Boletim de Conjuntura Industrial, Vol. 5, no. 3, mes 7.

Fundação Getúlio Vargas (1972). Contas Nacionais do Brasil: Conceitos e Metodologia, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas.

Hanson Costa, M. (1984). "O Setor Privado e a Carga Tributária", Digesto Econômico, junio.

Hanson Costa, M. (1985). "Política Fiscal na Economia Brasileira", Conjuntura Econômica, vol. 39, no. 2, febrero.

Nogueira Batista Jr., P. (1983). Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

Parkinson de Castro, A.L. y E.L. Lundberg (1985). "Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário", trabajo presentado en el seminario sobre déficit público promovido por la Escuela de Administración de Empresas de la Fundação Getúlio Vargas, San Pablo, SP., diciembre, mimeo.

Werneck, R.L.F. (1985a). "Uma Análise do Financiamento e dos Investimentos das Empresas Estatais Federais, 1980-83", Revista Brasileira de Economia, vol. 39, no. 1, enero/marzo.

Werneck, R.L.F. (1985b). "Empresas Estatais, Controle de Preços e Contenção de Importações", Texto para Discussão no. 93, Departamento de Economia de la Pontificia Universidade Católica de Rio de Janeiro, mayo, mimeo.