

# AHORRO, INVERSION Y FINANCIAMIENTO. UNA VISION MACROECONOMICA DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA (°)

Por José María Fanelli

## *SINTESIS*

*El trabajo analiza, por una parte, la evolución del ahorro y la inversión a nivel macroeconómico en las dos últimas décadas y por otra, la del sistema financiero en igual período. Asimismo se desarrolla un esquema analítico que sirve como marco de referencia en la "estabilización" de los hechos observados.*

*En lo que hace a la evolución del ahorro y la inversión se llega a la conclusión de que, como consecuencia de las medidas económicas aplicadas en la segunda mitad de la década pasada se produjo un profundo cambio estructural en la relación YBN/PBI que repercutió sensiblemente sobre la capacidad de ahorro de la economía: el incremento del endeudamiento externo, al aumentar los pagos en concepto de servicios de la deuda en proporción al PBI, deprimió la participación del ahorro interno en el ahorro total. A su vez, la imposibilidad de mantener un endeudamiento creciente —en el caso de que se hubiera intentado suplir con ahorro externo la caída del ahorro interno— llevó a que la inversión también cayera como porcentaje del ingreso. Se atribuye este hecho a que el incremento del pasivo externo tuvo como contrapartida básicamente la fuga de capitales (y sólo en menor medida el gasto improductivo) y no la inversión reproductiva. Por otra parte, la caída en el ahorro interno se atribuye a una disminución en la capacidad de generación de ahorro del sector privado, que no fue compensado —ni mucho menos— por el comportamiento del sector público que mantuvo su tendencia estructuralmente deficitaria.*

(°) Trabajo presentado en las VII Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo -22 y 23 de octubre de 1984- organizadas por el Banco Central de la República Argentina.

*Por último se estudia la evolución del sector financiero con el objetivo de hechar luz sobre el rol que le cupo al mismo en este proceso, haciéndose a la vez algunas breves referencias a las formas diferenciales de financiamiento utilizadas en el período 1964-74 de crecimiento sostenido y el posterior de estancamiento en la actividad productiva.*

*La conclusión central a que se llega es la de que, si crecer y hacer frente a los pagos de la deuda externa es el desafío, entonces se deberán diseñar políticas de ajuste ante el desequilibrio externo alternativas a las tradicionalmente aplicadas en el país, ya que el cambio en la relación YBN/PBI hace improbable el éxito de las mismas. Incrementar la capacidad de ahorro de la sociedad es una condición necesaria de tal política, pero no suficiente. Además tal ahorro deberá asignarse en forma eficiente, en especial evitando que se utilice en la financiación de la fuga de capitales.*

## INTRODUCCION\*

En el presente trabajo intentamos una primera aproximación a la cuestión del ahorro, la inversión y el financiamiento en la Argentina en base al análisis de la evidencia factual existente sobre la evolución económica del país en las últimas dos décadas.

El enfoque es agregado y el objeto del estudio es triple.

En primer lugar, se trata de brindar un marco analítico para encarar la investigación futura en base a la "estilización" de los hechos observados. Es lo que se hace, básicamente, en las partes I y II.

\* El autor desea expresar su agradecimiento a José Luis Machins de la Secretaría de Planificación por haberle facilitado las series de ahorro externo y de ingreso bruto nacional. Asimismo agradece a Roberto Frenkel, Ernesto Feldman y Mario Damill sus útiles comentarios a un primer borrador de este trabajo y a Luis Acosta y Nora Berretta que lo ayudaron en la elaboración de las series utilizadas. Los errores que subsisten son obviamente entera responsabilidad del autor.

En segundo lugar, se hace una primera evaluación del rol del sistema financiero en el proceso de acumulación y asignación de los recursos de capital marcando las diferencias observadas entre el período 1964-74 de crecimiento sostenido y el lapso posterior de estancamiento en la actividad productiva (parte III).

Por último cabe mencionar que a lo largo del desarrollo del trabajo se van estableciendo hipótesis con el objeto de orientar la investigación futura especialmente en lo referido a la pertinencia de las políticas de ajuste ortodoxo.

## I. AHORRO INTERNO, AHORRO EXTERNO E INVERSION

El ahorro total surge de la suma del ahorro interno y del externo. El ahorro interno es generado por las familias, las empresas y el gobierno, el externo es el aportado por el resto del mundo.

El ahorro interno se calcula como la diferencia entre los ingresos brutos nacionales y el consumo interno global.

$$YBN - C = A_I \quad (1)$$

$$Y - Z - C = A_I \quad (2)$$

Y: PBI

Z: Pagos al exterior en servicios de factores corregido por la variación de los términos de intercambio.

mientras que el ahorro externo resulta de:

$$M + Z - X = A_E \quad (3)$$

X: Exportación de bienes y servicios

M: Importación de bienes y servicios

<sup>A</sup><sub>E</sub>: Ahorro del resto del mundo

Por lo tanto, el ahorro total ex-post (idéntico por definición a la inversión realizada) será:

$$A_T = A_I + A_E = I \quad (4)$$

$$A_T = Y - Z - C + Z - X = I \quad (5)$$

$$A_T = (Y - C) - (X - M) = I \quad (6)$$

I: Inversión

<sup>A</sup><sub>T</sub>: Ahorro total

Así si la inversión resulta mayor que la diferencia entre el YBN y el consumo interno, el ahorro externo será positivo. Es decir, si el gasto doméstico es mayor que el ingreso, deberá recurrirse al financiamiento externo a fin de cubrir la brecha y viceversa si la diferencia entre el ingreso y el consumo es mayor a la inversión.

Es esta identidad contable en la que se basa el diagnóstico de que cuando existe un desfasaje en las cuentas externas, ello se debe a que la absorción interna (C+I) es excesiva. La recomendación que se deduce de tales premisas es, entonces, que el gobierno, o las familias, o las empresas, deberán generar un mayor monto de ahorro (reducir su demanda efectiva) a fin de equilibrar los pagos externos.

Según surge del razonamiento anterior y del Cuadro 1, la Argentina se encontraría actualmente en una situación en la cual el nivel de absorción interna resultaría excesiva, ya que padecería una situación crónica de exceso de demanda efectiva en relación con su ingreso.

En efecto, según el Cuadro 1, desde 1979 el aporte del ahorro del resto del mundo ha sido positivo. Es decir, se ha tenido que acudir a éste con el objeto de financiar el exceso de la inversión sobre el ahorro interno. Sin embargo, tal situación no deja de ser paradójica ya que el nivel de la inversión bruta interna fija de 1983 es más baja que la de 1970, mientras que el consumo si bien ha aumentado en algo su participación en el ingreso, ha sufrido una caída en términos per cápita.

Esta creciente dependencia del ahorro externo en un contexto de caída de la inversión merece sin duda un análisis más detallado con el fin de elucidar si las recomendaciones de políticas que surgen de la identidad contable anterior resultan pertinentes en el contexto antes comentado.

Si expresamos las identidades anteriores como proporciones del PBI tenemos:

$$\frac{A_T}{Y} = \frac{A_I}{Y} + \frac{A_E}{Y} = \frac{I}{Y}$$

$$a_T = a_I + a_E = i \quad (7)$$

$$a_I = \frac{Y}{Y} - \frac{Z}{Y} - \frac{C}{Y}$$

$$a_I = 1 - z - c \quad (8)$$

$$a_E = \frac{M}{Y} - \frac{X}{Y} + \frac{Z}{Y}$$

$$a_E = m + z - x \quad (9)$$

$$a_T = 1 - c + m - x \quad (10)$$

Un aumento en la proporción de los pagos al exterior  $z$ , significa (ceteris paribus) una caída del ahorro interno (ecuación 8) en proporción al ahorro total con el consiguiente aumento compensatorio de la proporción de ahorro externo (ecuación 9).

Las relaciones entre ahorro-inversión y pagos por servicios de factores del exterior quedan aún más claras si se analiza el tema en términos de tasas de crecimiento.

de (7) tenemos para el ahorro total:

$$\frac{da_T}{dt} \frac{1}{a_T} = \frac{da_I}{dt} \frac{1}{a_I} \frac{a_I}{a_T} + \frac{da_E}{dt} \frac{1}{a_E} \frac{a_E}{a_T}$$

$$\dot{a}_T = \dot{a}_I a_{TI} + \dot{a}_E a_{TE} \quad (11)$$

de (8) para el ahorro interno:

$$\frac{da_I}{dt} \frac{1}{a_I} = \frac{-dz}{dt} \frac{1}{z} \frac{z}{a_I} - \frac{dc}{dt} \frac{1}{c} \frac{c}{a_I}$$

$$\dot{a}_I = -z \dot{a}_{IZ} - c \dot{a}_{IC} \quad (12)$$

con lo que:

$$\dot{a}_I a_{TI} = -z \dot{a}_{TZ} - c \dot{a}_{TC} \quad (13)$$

De (9) para el ahorro del resto del mundo:

$$\frac{da_E}{dt} \frac{1}{a_E} = \frac{dm}{dt} \frac{1}{m} \frac{m}{a_E} + \frac{dz}{dt} \frac{1}{z} \frac{z}{a_E} - \frac{dx}{dt} \frac{1}{x} \frac{x}{a_E}$$

$$\dot{a}_E = \dot{m} a_{Em} - \dot{x} a_{Ex} + \dot{z} a_{Ez} \quad (14)$$

con lo que:

$$\dot{a}_E a_{TE} = \dot{m} a_{Tm} + \dot{z} a_{Tz} - \dot{x} a_{Tx} \quad (15)$$

Reemplazando (13) y (15) en (11) la evolución de la proporción del ahorro total será:

$$\dot{a}_T = \dot{m} a_{Tm} - \dot{x} a_{Tx} - \dot{c} a_{Tc} \quad (16)$$

donde se define:

$$\begin{aligned} a_{Iz} &= \frac{z}{a_I} & a_{Em} &= \frac{m}{a_E} & a_{Tm} &= \frac{m}{a_T} & a_{TI} &= \frac{a_I}{a_T} \\ a_{Ic} &= \frac{c}{a_I} & a_{Ex} &= \frac{x}{a_E} & a_{Tx} &= \frac{x}{a_T} & a_{TE} &= \frac{a_E}{a_T} \\ & & a_{Ez} &= \frac{z}{a_E} & a_{Tz} &= \frac{z}{a_T} & a_{Tc} &= \frac{c}{a_T} \end{aligned}$$

de (12) surge que si la proporción consumida del PBI no varía ( $\dot{c} = 0$ ), entonces el ahorro interno caerá pari passu con el aumento de la proporción de los pagos al exterior en relación al PBI ( $\dot{z} > 0$ ):

$$\dot{a}_I = - \dot{z} \frac{a_{Tz}}{a_{TI}} \quad (17)$$

A su vez, si suponemos que las propensiones medias a exportar e importar tampoco varían ( $\dot{x} = 0$ ;  $\dot{m} = 0$  en la ecuación (14)); o bien que el crecimiento de las importaciones y las exportaciones es tal que no se genera por tal motivo un flujo neto de ahorro externo ( $\dot{m} a_{Tm} = \dot{x} a_{Tx}$  en la ecuación (14)), entonces, si se desea mantener la proporción invertida del PBI y con ello la proporción de ahorro total sin cambios, la proporción de ahorro externo deberá crecer en forma continuada a la tasa:

$$\dot{a}_E = \dot{z} \frac{a_{TZ}}{a_{TZ}} \quad (18)$$

con lo que, dado que la evolución del ahorro total viene dada por

$$\dot{a}_T = \dot{a}_I a_{TI} + \dot{a}_E a_{TE}$$

resulta:

$$\dot{a}_T = -\dot{z} \frac{a_{TZ}}{a_{TI}} a_{TI} + \dot{z} \frac{a_{TZ}}{a_{TE}} a_{TE} = 0$$

Ahora bien, está claro que en estos términos la dinámica de largo plazo del modelo podría ser explosiva, ya que el continuo flujo de ahorro externo estaría aumentando el stock de deudas y con ello los pagos futuros al exterior  $z$  en concepto de intereses por tal deuda.

Sin embargo, esto no necesariamente sería así. El país que se endeuda con el fin de captar un mayor flujo de ahorro para el financiamiento de la inversión, está generando una mayor capacidad de producción para el futuro, con lo que la nueva inversión (si se realiza en forma eficiente) podría generar un flujo de nuevos ingresos tales que la relación  $Z/Y = z$  no variara o cayera a largo plazo, con lo cual (si  $z$  cayera) el exceso de  $a_T$  podría utilizarse para ir sustituyendo la proporción de ahorro externo utilizada ( $a_E$  sería negativo) 1/. Así, cuando la dinámica del modelo resulta insostenible es porque los fondos obtenidos mediante el endeudamiento externo están siendo utilizados para financiar gastos improductivos que no son capaces de generar un flujo de nuevos ingresos que compensen el aumento en los pagos de intereses al exterior 2/.

Sin embargo no es éste el único motivo por el cual podría darse tal situación de estrangulamiento externo.

En el caso del endeudamiento argentino, sólo una mínima parte del incremento de la deuda se explica por el gasto improductivo, la mayor parte estuvo inducido por un desajuste en el sistema financiero como explicaremos más adelante.

Supongamos, a continuación, un país que experimenta un persistente aumento en  $z$  con  $c$  constante, o sea, igual que en el ejemplo anterior.

$$\dot{a}_I = - \dot{z} \frac{a_{TZ}}{a_{TI}}$$

pero que además no tiene acceso en el mercado internacional de capitales a nuevos flujos de ahorro externo que le permitan aumentar la proporción de ahorro en el PBI, es decir:

$$\dot{a}_E = 0 \quad (19)$$

entonces:

$$\dot{x} a_{TX} - \dot{m} a_{TM} = \dot{z} a_{TZ} \quad (20)$$

Es decir que debería cubrir la "brecha externa" <sup>3/</sup> mediante un aumento de sus exportaciones en proporción al PBI, o bien hacer caer el porcentaje de sus importaciones en relación a tal variable. En este caso el ahorro total caería a la tasa:

$$\dot{a}_T = -\dot{z} a_{TZ} \quad (21)$$

y por consiguiente también lo haría a igual tasa la inversión.

Si además quisiera pagar la deuda, es decir  $\dot{a}_E < 0$ ,

entonces la caída de la inversión interna en proporción al PBI sería aún más acelerada (a no ser que se indujera una caída en la propensión media a consumir  $c$ ).

Por otra parte, si la tasa de crecimiento del ingreso es una función de  $i = I/Y$ ,

$$\dot{y} = f(i) \quad f' > 0 \quad (22)$$

entonces, el incremento en  $z$  (vgr.: incrementos en los pagos de la deuda externa, caída de los términos de intercambio) implica una caída permanente en el nivel de crecimiento del producto.

Este último ejemplo da una visión bastante cercana de lo ocurrido con la economía argentina en los últimos años. En efecto, la reforma financiera, arancelaria y cambiaria introducida en la economía argentina en la segunda mitad de los años 70, produjo un profundo cambio estructural que afectó en forma significativa la capacidad de ahorro e inversión de la economía y con ello sus posibilidades futuras de crecimiento.

Así, mientras la relación ahorro/PBI se mantuvo en alrededor del 20% anual promedio en todos los quinquenios que median entre 1960 y 1979 con cierta tendencia a crecer en el tiempo, luego de producida la crisis financiera y cambiaria de 1980-81, tal relación cae en cerca de 4 puntos porcentuales promedio de los cuatro años siguientes en relación al quinquenio inmediato anterior (Cuadro I.1).

Más significativo aún es lo ocurrido con la capacidad de generación de ahorro interno de la economía a fin de financiar la decaída inversión interna. Mientras en los 4 quinquenios anteriores a 1980, sólo en dos de ellos el aporte del ahorro externo fue algo positivo, (siendo el promedio anual del mismo negativo en uno y nulo en otro de los dos restantes quinquenios), entre

1980 y 1983 tal aporte se hizo fuertemente positivo llegando en promedio en esos años al 5% del PBI, lo cual representaba casi un tercio del ahorro total disponible. Es decir que no sólo se produce una caída en el ahorro total en relación al PBI sino que, además, el ahorro de origen externo aumenta su participación en detrimento del doméstico.

Tal abrupta caída en la capacidad de generación de ahorro interno se explica por el comportamiento de los pagos al exterior que tienden a crecer en el tiempo, pasando del 0,6% anual promedio del PBI en 1960-64 al 1,5% en 1975-79.

Sin embargo, la aceleración producida entre este último período y 1980-83 es dramática, ya que tal proporción se ubica en promedio en esos años en casi el 6% del PBI (Cuadro I.2). 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 99% anual promedio en los tres quinquenios entre 1960 y 1974, en 1975-1979 se ubica en el 97,8% llegando en 1980-83 al 94,1% (Cuadro I.3).

Desagregando esta serie en función de los datos anuales, puede observarse que, partiendo de un nivel de 100 en 1974, el continuo endeudamiento unido a la caída de los términos del intercambio, produce una caída constante de la relación YBN/PBI que en 1983 termina por ubicarse en un nivel cercano al 90%. Resulta claro, entonces, que la caída del YBN unida al hecho de que la proporción consumida del PBI subió levemente, produjo una continuada reducción de la capacidad de ahorro interno. Si se quisiera mantener la proporción Inversión/PBI en los niveles históricos, la brecha financiera a ser llenada por el ahorro externo sería cada vez mayor. Con el agravante de que el proceso tendería a autoalimentarse ya que tal ahorro externo generaría ma-

yor deuda, mayores intereses a ser pagados, mayor caída del YBN y menor ahorro interno.

El hecho de que tal comportamiento de la economía resultaría explosivo queda claramente expresado en el dato empírico de que aun cuando la proporción I/PBI cayó del 23% al 14% entre 1980 y 1983, mientras que las exportaciones aumentaron su participación del 11% al 14% y las importaciones cayeron del 15% al 8,8% en igual período, la proporción de ahorro externo en relación al PBI, necesaria para financiar una inversión cada vez menor, no ha disminuido en forma significativa (Cuadros I y II).

¿Por qué el incremento del stock de deuda se tradujo en un incremento en  $z$ ?, es decir: ¿Por qué aumentó  $Z$  sin el correlativo aumento en  $Y$ ?

Un punto importante a tener en cuenta es el del desmesurado aumento de las tasas de interés internacionales unido a una depresión de los términos de intercambio. Sin embargo nos interesa remarcar otro punto. Si el elevado nivel de endeudamiento se debiera a un exceso en los niveles de inversión y consumo en el pasado, entonces sería correcto decir que la necesidad de ahorro externo actual se deriva de un exceso del gasto sobre el ingreso doméstico. Sin embargo no es ése 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 por la necesidad de hacer frente a los pagos de servicios de la deuda, se deben a un desajuste en el sector financiero de la economía.

En otro trabajo, hemos expuesto los argumentos que nos llevaron a sostener esta tesis 4/. Aquí sólo llamaremos la atención sobre dos cuestiones. Nótese en primer

lugar que, luego de producido el ajuste de 1975-76, en 1977 se estaba en condiciones de crecer a una tasa de más del 6% obteniendo al mismo tiempo un superávit de u\$s 1.290 millones en la cuenta corriente. Nada hacía pensar en ese momento que en los años siguientes el país debería endeudarse en 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 en 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 tales importaciones de bienes y servicios 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 resulta negativo, su cuantía no puede justificar el fuerte aumento de la deuda. Este incremento no puede, entonces, deberse en lo esencial al exceso de gasto interno. La contrapartida del mayor pasivo con el exterior no es gasto improductivo en turismo o en consumo de bienes importados. Tampoco lo es la "sobreinversión". Tales gastos podían ser financiados con los superávit del comercio exterior y quizá un moderado endeudamiento. Si la cuenta corriente del balance de pagos se convierte en estructuralmente negativa en la actualidad, ello se debe al peso cada vez mayor de los pagos en concepto de servicios financieros, por el incremento de la deuda con el exterior. 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 los flujos. 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 saldo de alrededor de u\$s

10.000 millones. A ello hay que agregarle las salidas de capital no captadas por la estadística 5/.

¿Qué fue lo que indujo a los agentes económicos a comportarse de esa forma? Para contestar a esta pregunta y para entender lo ocurrido con el ahorro y la inversión en la Argentina de los últimos años hay que comprender lo ocurrido con la reforma financiera, cambiaria y fiscal introducida luego de 1977 que afectó en forma profunda los parámetros de comportamiento tanto del sector público como del privado.

Tener en claro lo anterior resulta de particular relevancia a la hora de hacer el diagnóstico de la situación. Si el actual desajuste se debiera a un exceso del gasto sobre el ingreso doméstico, la situación quizá podría arreglarse con una devaluación exitosa que por medio de los efectos redistributivos entre asalariados y capitalistas, o bien por sus efectos sobre el ahorro del Estado 6/, aumentara el coeficiente de ahorro en relación con el PBI con lo que se lograría eliminar el exceso de demanda efectiva. Para decirlo eufemísticamente: bastaría con mirar al "lado real". Si, en cambio, la crisis actual es una crisis diferente e inédita, que encuentra sus causas en factores fundamentalmente financieros y no en un problema de exceso de inversión en el pasado, entonces, podría ocurrir que las antiguas medicinas no surtieran los efectos deseados ya que el abultado pasivo externo no tiene como contrapartida activos productivos que hayan aumentado la capacidad de producción 7/. La probabilidad de éxito de las políticas tradicionales de ajuste del desequilibrio externo en las condiciones actuales es muy baja ya que la política de deprimir  $m$  tiene un piso y la de la caída de la inversión y el consumo también. En el límite las importaciones podrían ser nulas, la inversión también y el consumo menor que el de subsistencia. Pero entonces nos encontraríamos en una situación en la que el sistema económico tendería a desaparecer ya que ni siquiera estaría en

condiciones de mantener el "estado estacionario"; las exportaciones tenderían a cero y el ahorro externo aún debería ser utilizado para financiar la brecha entre la cuasi nula absorción interna y el cuasi nulo ingreso interno.

El problema central aquí es que el endeudamiento que genera un flujo de pagos al exterior que deprime el ahorro interno no fue utilizado para realizar la inversión que en el futuro generara los ingresos necesarios para pagarla sino que, dado el sistema financiero y el cambiario que se implementaron, tal deuda se utilizó para financiar las salidas de capital hacia el exterior. Ahora bien, mientras la deuda genera intereses que deben ser pagados, los capitales depositados en el exterior generan un flujo de rentas que no es ingresado al país como pagos de factores del exterior. De ahí que el país deba hacer frente a servicios de la deuda incrementados con un stock de activos que no difieren en mucho de los que tenía a principios de la década pasada. Bajar la inversión hoy para generar un excedente de ahorros no es posible si de lo que se trata es de hacer frente al pago de los servicios de la deuda incrementada.

## II. AHORRO PRIVADO, AHORRO PUBLICO E INVERSION

El sector privado (empresas y familias), el gobierno y el resto del mundo son los sectores que interactúan a nivel agregado en el proceso económico de generación del ahorro y de realización de la inversión. Cada uno de ellos puede generar como resultado de su comportamiento económico, un déficit o un superávit financiero según sea que sus gastos de consumo e inversión real resulten menores o mayores que sus ingresos. Es decir que el ahorro de cada sector debe ser igual a su inversión real más su inversión financiera.

Dado que a nivel macroeconómico el ahorro debe igualarse a la inversión real, aunque ello no ocurra en

cada uno de los sectores, quienes realicen una inversión financiera positiva financiarán a quienes inviertan en activos reales por encima de sus ahorros.

Así, debido a que el ahorro debe ser igual a la inversión real, la sumatoria de las inversiones financieras de todos los sectores debe ser nula:

$$I_{FG} + I_{FP} + I_{FE} = 0$$

De la identidad anterior y del hecho de que el ahorro total debe igualar a la inversión real se deduce que:

$$A_G + A_P + A_E = I_{RG} + I_{RP} + I_{RP} + I_{RE} + I_{FG} + I_{FP} + I_{FE}$$

donde:  $A_G$  : ahorro del gobierno

$A_P$  : ahorro del sector privado (incluyendo el sistema bancario)

$I_{RG}$   $I_{FG}$ : inversión real y financiera del gobierno

$I_{RP}$   $I_{FP}$ : inversión real y financiera privada

$I_{RE}$   $I_{FE}$ : inversión real y financiera del resto del mundo

con  $I_{RE} = 0$ :

$$(A_G - I_{RG}) + (A_P - I_{RP}) + A_E = I_{FG} + I_{FP} + I_{FE} = 0$$

y en porcentaje respecto al PBI:

$$(a_G - i_{RG}) + (a_P - i_{RP}) + a_E = i_{FG} + i_{FP} + i_{FE} = 0$$

De lo que resulta que si, como porcentaje del PBI, el déficit del Gobierno se incrementa, o bien los activos

financieros del sector privado, o bien los del resto del mundo deberán aumentar (o ambas cosas) en relación al ingreso. La contrapartida de tal aumento del pasivo del gobierno estará dada por el aumento de sus activos reales fruto de la inversión. De igual forma, si el sector privado sufre un incremento de sus pasivos financieros mayor que el de sus activos, el nivel de su endeudamiento aumentará y también el de sus activos físicos.

Sea que se observe el sistema económico desde el lado real o desde el financiero, la conclusión parece ser similar: un aumento del endeudamiento externo sólo puede explicarse por un exceso de la absorción interna (sea del gobierno o del sector privado). Y la recomendación de política también parece ser inequívoca: debe producirse una contracción en el nivel de la demanda efectiva interna a fin de mejorar el perfil financiero del país.

Nótese de paso que en la base de tal diagnóstico subyace la noción de que de alguna manera los agentes económicos del país en cuestión se están comportando en cierto sentido en forma irracional, ya que si todos se encontraran optimizando, el aumento de los pasivos en algún sector sólo significaría que los agentes agregados en tal sector consideran que la rentabilidad de los proyectos que están llevando a cabo es mayor o igual que la tasa de interés que se comprometen a pagar. En general, la hipótesis sostenida por quienes recomiendan el tipo de medidas antes comentadas es la de que el Estado es el que se está comportando en forma irracional (por ejemplo utilizando su poder de intervención para cambiar la constelación de precios relativos dando señales erróneas a los agentes privados, invirtiendo recursos en gastos públicos improductivos, etc.).

Decimos esto porque más adelante nos interesará remarcar el punto de que las economías con problemas de pagos son economías en desequilibrio y la teoría acerca

del ajuste debe ser tal que tome este hecho en cuenta en forma teóricamente relevante, en especial en lo que hace al problema de la dinámica del ajuste. Es común que quienes recomiendan políticas en tales situaciones obvien este punto razonando como si la economía se encontrara o bien en equilibrio, o bien en un entorno de su punto de equilibrio, por lo que la cuestión de las características del sendero de ajuste deviene un tema marginal, en especial en lo referido al problema del pleno empleo el crecimiento "equilibrado".

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 sacarse algunas conclusiones relevantes que si bien son aproximadas, permiten detectar algunos cambios realmente significativos en la capacidad de generación de ahorro y de realización de la inversión de los agentes de nivel agregado.

Conociendo el monto del ahorro externo y del déficit fiscal (ambos en proporción al PBI) es posible estimar en forma aproximada la evolución de los pasivos del sector privado. Es lo que se hizo en el Cuadro III. En el mismo puede observarse que la inversión financiera del gobierno ha sido negativa en forma permanente. Sus cuentas son estructuralmente deficitarias. Si se exceptúan como "atípicos" los períodos 1967-1970 y 1975-1976, puede observarse que como proporción del PBI el déficit ha fluctuado en todos los demás años de la serie entre un piso del 3% y un techo de casi el 7%. En este sentido, la proporción del déficit sobre el ingreso no varía significativamente luego de producida la reforma financiera en relación con la franja de variación "histórica" de entre el 3% y el 7%.

Es en las estructuras de variación de los pasivos financieros del sector externo y del sector privado donde se producirá el cambio de mayor significación luego de la reforma financiera y la apertura de la economía implementados a partir de 1977. Hemos comentado con algún detalle más arriba la dinámica del comportamiento del ahorro externo. Veamos, entonces, lo referido a la capacidad de ahorro del sector privado.

Del mismo Cuadro III surge que a partir de un registro negativo para el año 1961 -explicable en gran medida por el boom de la inversión de esos años,- los activos financieros del sector privado registraron una variación positiva en forma ininterrumpida año tras año desde 1962 hasta 1979. De tal forma, mientras el sector público era estructuralmente deficitario, el caso inverso se registraba en relación al sector privado: durante 18 años este sector fue un oferente neto de fondos prestables para el resto del sistema debido al exceso de sus ahorros por encima de sus necesidades de inversión 8/. En 1980 se produce la crisis del sistema financiero implementado tres años antes y al mismo tiempo, el sector privado se convierte en un tomador neto de fondos con lo que sus pasivos registran un crecimiento superior al de sus activos financieros por primera vez en casi dos décadas. Por otra parte, en los dos años siguientes tal evolución ascendente del nivel de los pasivos privados se mantiene, por lo que resulta plausible afirmar que se produce, con la crisis de 1980, una ruptura en las pautas históricas de la conducta económica del sector. El hecho de que a partir de ese año el endeudamiento del sector privado haya sufrido una variación positiva no deja, además, de ser sorprendente ya que el mismo se produce en un contexto de reducción en la inversión física. Dado que el consumo global del sector privado no parece haber sufrido grandes variaciones, nuevamente este proceso sólo encuentra explicación en el mayor peso que progresivamente va adquiriendo la necesidad de hacer frente a los pagos de intereses devengados o por el

stock de deuda que no encuentra una contrapartida en los ingresos que debieran generar los activos físicos o financieros que se adquirieron como contrapartida del mayor endeudamiento.

Hemos expuesto más arriba la dinámica del achicamiento de la capacidad de ahorro interno de la economía. Vemos aquí que la reducción de tal capacidad afectó especialmente al sector privado ya que el desahorro del gobierno (por lo menos hasta 1982) se mantuvo en sus niveles históricos. Es decir, la incidencia del ahorro externo en relación al PBI aumenta porque la del sector privado disminuye al tiempo que la conducta financiera del Estado se mantiene sin variantes. De tal forma, la brecha entre ingresos y gastos del gobierno que con anterioridad era cubierta en gran medida haciendo uso del superávit financiero generado por el sector privado, debe ahora ser llenada por el ahorro externo con el agravante de que esa misma fuente debe ser utilizada para financiar el déficit del sector privado doméstico.

Debe tenerse en cuenta, no obstante, que toda medición es función del instrumento con que se la realiza. Los cálculos anteriores se basan en la contabilidad del producto y del sector externo que no toma en cuenta una serie de hechos económicos. En especial, la mayor parte de los ingresos devengados por los activos de los residentes domésticos en el exterior no son tomados en cuenta ya que los mismos son generados por activos que son fruto de la fuga de capitales. Capitales éstos cuya exportación tampoco, obviamente, figura en la contabilidad de la cuenta capital del balance de pagos 9/. Así, podría sugerirse que no es posible afirmar en un sentido económico sustantivo que el sector privado es deficitario ya que existen ingresos del mismo no contabilizados. Sin embargo, la utilidad de tal análisis sólo lo es para el economista preocupado por explicar la realidad económica. Desde el punto de vista del ministro de economía

que debe negociar los pagos de la deuda externa tales ingresos simplemente no existen.

El proceso que hemos descripto más arriba, de pérdida de capacidad de ahorro por parte del sector privado, tiene además importantes consecuencias en lo referido a las políticas económicas que pueden ser aplicadas con el fin de reducir la dependencia de la economía doméstica respecto del ahorro externo. Normalmente, los procesos de iliquidez y desajustes en los pagos externos sufridos por la Argentina se asociaron a períodos en los cuales debido a una aceleración en el crecimiento de la demanda global interna, las exportaciones eran desviadas hacia el consumo local mientras que las importaciones aceleraban su crecimiento.

El resultado era una crisis en los pagos externos que se solucionaba echando mano a lo que se dio en llamar "planes de estabilización ortodoxos" consistentes esencialmente en la implementación de medidas restrictivas en lo atinente a la política fiscal y monetaria acompañadas de una devaluación.

Así, en los datos de largo plazo de la distribución sectorial de la inversión financiera (Cuadro III) puede observarse que cuando la inversión real aumenta, los saldos de fondos prestables que el sector privado genera por encima de sus propias necesidades tienden a caer con lo que, dada la rigidez de los requerimientos financieros del sector público, la brecha entre el ahorro y la inversión debe ser cubierta con ahorro externo.

Nótese además que en los períodos en que los términos del intercambio mejoran (64-66; 72-74) el ahorro del sector privado tiende también a mejorar incluso aunque la inversión esté aumentando.

Sin embargo, lo que más nos interesa puntualizar aquí es la gran efectividad hasta fines de los 70, de

las políticas de ajuste para cumplir con su objetivo de generar un saldo mayor de ahorro interno proveniente especialmente del sector privado. Independientemente de si tales políticas resultaban o no óptimas, su efectividad en el período 1960-1977 está fuera de discusión. Obsérvese, por ejemplo, lo ocurrido en 1962-1963 cuando el excedente del ahorro privado por encima de su propia inversión real pasa de ser negativo a representar el 8% del PBI en 1963 luego de inducida la contracción en la absorción doméstica, y en 1975-1976 cuando esta variable alcanza su máximo en la serie en un contexto de caída de los términos del intercambio. Por otra parte, nótese que tan importante como la caída de la inversión real doméstica para generar un excedente de ahorro financiero, resulta el mecanismo de "ahorro forzoso" de los asalariados vía contracción del consumo inducido por el cambio de precios relativos entre bienes comercializables y no comercializables a consecuencia de la devaluación. El cambio en los precios relativos y con ello en la distribución del ingreso resulta un mecanismo de crucial importancia en la generación de saldos líquidos de ahorro doméstico.

Ahora bien, ¿siguen siendo estas políticas de ajuste ortodoxo efectivas? De acuerdo con la evidencia empírica preliminar que se presenta en este trabajo, la política económica del último proceso militar parece haber influido de tal forma en la estructura económica que resulta plausible dudar al menos de que la respuesta pueda ser afirmativa. En 1981-82 se induce una fuerte recesión en la actividad económica y se devalúa fuertemente el peso con el objeto de equilibrar las cuentas externas, pero el resultado es el inverso al esperado; cae la inversión, cae el consumo, pero además, los requerimientos de fondos prestables del sector privado aumentan: la inversión financiera privada deviene negativa en plena recesión.

### III. SISTEMA FINANCIERO

El desarrollo industrial se produjo en la Argentina antes del desarrollo de un sistema financiero fuerte y más o menos eficiente, en contraste con lo ocurrido en países de industrialización temprana. Así los mecanismos de asignación de recursos de capital hacia la industria fueron en gran medida "heterodoxos" 10/.

De ahí que el intento a partir de 1977 de desarticular tales mecanismos, liberalizando la economía e introduciendo como mecanismo asignador alternativo un sistema financiero "libre", da la posibilidad al analista económico de realizar provechosas comparaciones sobre las ventajas comparativas de uno y otro mecanismo.

En gran medida la economía antes de 1975 se acerca al paradigma de economía segmentada y reprimida de McKinnon y Shaw, 11/ mientras que lo ocurrido desde 1977 se parece también bastante a un intento serio por tratar de acercarse al paradigma de economía liberalizada.

Bajo el régimen de "represión financiera" la economía Argentina llegó a experimentar, entre 1964 y 1974, tasas de crecimiento positivas durante 10 años en forma consecutiva acumulando en ese período un crecimiento total de alrededor del 80% en el tamaño de su economía. En este lapso las formas que toma el mecanismo de acumulación de capital resultan, vistos desde la perspectiva de lo que se enseña en los manuales, bastante desprolijas. Se utilizaron todo tipo de instrumentos, desde el subsidio a la inversión hasta el ahorro forzoso, desde la inversión estatal directa a la sobreprotección de la industria doméstica. Tales instrumentos reemplazaron al sistema financiero en el rol de asignar los recursos hacia los proyectos de inversión de largo plazo, convirtiendo al autofinanciamiento en un rasgo distintivo del sistema.

En 1975 se produce una profunda crisis en la cual, el desequilibrio externo, la puja por la distribución del ingreso y la abrupta aceleración de la inflación desarticulan pronunciadamente tanto las variables reales como las financieras. En 1975 el producto cae por primera vez en una década y a través de los cambios en los precios relativos y en el sistema financiero -que dio oportunidades de especulación desconocidas hasta entonces,- se producen fuertes traslaciones de ingreso entre los sectores.

Sin embargo, a juzgar por el comportamiento de la economía en 1976-77, con la crisis de 1975 las estructuras más profundas del funcionamiento de la economía no se habían alterado sensiblemente: producido el "ajuste" en 1976, mediante una fuerte contracción en la capacidad del consumo de los asalariados -vía redistribución del ingreso-, una sensible caída en la inversión y una significativa expansión de las exportaciones, la economía supera la crisis externa y crece en 1977 con superávit en la cuenta corriente. Sólo la inflación seguía constituyendo un duro escollo como secuela de la crisis ya que se mantenía en niveles anuales superiores al 100%.

No obstante lo efectivo del ajuste, se consideró que sólo si se la liberaba de superar los desajustes seculares: persistente inflación, crisis de pagos periódicas y tasas de crecimiento relativamente bajas (comparadas con las de otros países en vías de desarrollo tales como Corea, país éste que había levantado gran parte de las trabas al libre funcionamiento del mercado). Se imponía así, un profundo cambio en especial en lo referido a la eliminación del persistente déficit fiscal, la distorsión de precios relativos (barreras arancelarias, subsidios, retenciones, tasas de interés negativas, etc.) y el deficiente funcionamiento del raquítico sistema financiero. A partir de 1977-78 la estructura "heterodoxa" de acumulación es en gran parte desarticulada.

En lo que sigue haremos una primera aproximación al análisis de la evolución del sistema financiero argentino desde el punto de vista empírico para extraer luego algunas conclusiones preliminares que puedan ser utilizadas como hipótesis de trabajo en la investigación del proceso de ahorro-inversión y financiamiento en una economía semiindustrializada.

De la observación de los datos empíricos surge que la capacidad de generación de crédito del sistema bancario estuvo estrechamente ligada con la evolución de los activos monetarios en poder del público en todo el período de "crecimiento" hasta mediados de la década pasada. Si se hace el cociente entre  $M_2$  y crédito bancario total disponible puede observarse (Cuadro IV) una gran estabilidad en todo el período que media entre 1960 y 1974. De tal forma, la cantidad total de crédito bancario disponible fue un múltiplo prácticamente constante de  $M_2$  independientemente de las características institucionales del sistema financiero (encaje fraccionario hasta 1973 y depósitos nacionalizados luego). Así, la cantidad total de crédito ex-post en relación al ingreso mantuvo una relación unívoca con el coeficiente de liquidez observado. Cuando la economía se monetiza el crédito bancario aumenta y viceversa.

Por otra parte, el nivel del coeficiente de liquidez parece relacionarse con la inflación observada: por ejemplo, en 1958-59 el shock inflacionario reduce tal coeficiente del 25,4 al 19,6% y se mantiene en el 20% o menos hasta 1968, cuando la desaceleración inflacionaria coincide con un aumento del mismo en alrededor de cuatro puntos. Vuelve a caer a principios de los 70 y a aumentar en 1974, coincidiendo con los movimientos de la tasa de inflación (Cuadro V). Asimismo el coeficiente de liquidez parece correlacionarse positivamente con la participación de los asalariados en el ingreso (12).

En consecuencia, teniendo en cuenta la estabilidad de la relación crédito/ $M_2$  y la asociación negativa entre coeficiente de liquidez y aceleración inflacionaria, parece razonable sostener prima facie que en todo este período hasta 1975, el tamaño del sistema financiero se correlacionó con la evolución de la inflación. Sin embargo, dada la intrincada red de subsidios recibidos por las empresas, -en especial en el sector industrial,- a través del sistema impositivo y financiero, y dada la existencia del mecanismo de ahorro forzoso, esto no es lo mismo que afirmar que la disponibilidad de fondos de las empresas tuvo la misma evolución.

En primer lugar, si la inflación se aceleraba y a consecuencia de ello los salarios reales caían, mediante este mecanismo de ahorro forzoso de los asalariados la disponibilidad de fondos de las empresas aumentaba 13/. En segundo lugar, los pagos en concepto de impuestos -dado el atraso en la recaudación de los mismos- en el momento de hacerse efectivos eran en términos reales menores. Incluso como los intereses punitivos eran inferiores a la tasa de inflación resultaba óptimo para las empresas restringidas en su liquidez atrasarse en tales pagos. Hay abundante evidencia de que ésta fue una conducta común de las empresas en la búsqueda de fuentes alternativas de financiamiento 14/. De tal forma la empresa se comportaba en su relación impositiva con el estado como si operara en un sector de overdraft en el sentido de Hicks 15/. Las consecuencias de esto sobre el déficit fiscal y sobre la posible autonomía de una política monetaria que pretendiera no convalidar pasivamente a la inflación resultan obvias.

En tercer lugar, debido a que durante el período que estamos analizando las tasas de interés eran fijadas en términos nominales la aceleración inflacionaria, al reducir la tasa de interés en términos reales, dejaba a la empresa en una situación financiera holgada 16/. Si la empresa mantenía un stock de deuda en términos nomi-

nales en base al cual financiaba sus adquisiciones de activos reales, cada aceleración inflacionaria "licuaba" pasivos al reducir el valor del dinero en relación al de los bienes 17/ 18/.

Con esto no nos proponemos agotar el catálogo de los mecanismos que operan para proveer al autofinanciamiento en una economía inflacionaria en crecimiento como la argentina en el período que va hasta mediados de la década pasada, sino llamar la atención sobre el particular a fin de ponerlo en la "agenda de investigaciones".

Analizamos, para terminar con el lapso que va hasta 1975, lo ocurrido con la composición del crédito. Si bien en todo este período la relación entre M2 y el crédito es estable, no ocurre lo mismo con la distribución interna del crédito total generado entre público y privado y entre crédito interno y externo.

En lo que hace a la división del crédito total entre el tomado por el sector público y el tomado por el sector privado, la porción correspondiente a cada uno de estos sectores fue sumamente variable, oscilando entre años en que el crédito al sector privado más que duplicaba al recibido por el sector oficial y otros en los que casi se igualaban las proporciones recibidas por los mismos. Además no se observa que la relación crédito al sector privado/crédito al sector oficial guarde relación unívoca, ni con la evolución del déficit fiscal ni con la de la inversión bruta interna. Esto, en principio, podría interpretarse como evidencia en favor de dos hechos, por una parte, las empresas se autofinancian en gran medida, o tienen mercados de crédito alternativos, por otra el gobierno contó con cierto margen de libertad para el acceso a fuentes de financiamiento diferentes a las del crédito bancario, tales como colocaciones de títulos o una mayor cuantía en los atrasos de pagos a proveedores (libramientos impagos de tesorería).

Con la crisis de 1975, se abre un nuevo período en el cual algunas de las relaciones más arriba comentadas dejan de ser válidas.

En 1975 como consecuencia de la ineffectividad de las políticas de ajuste en el cumplimiento del objetivo de alterar la relación de precios entre bienes comercializables y no comercializables mediante la devaluación y el atraso de los salarios, se produce una inédita y abrupta aceleración de la inflación. La consecuencia inmediata de este hecho en el sistema financiero es la de reducir tajantemente la monetización de la economía, restringiéndose el coeficiente de liquidez a su mínimo histórico en 1976 (9,7%).

La reducción del crédito, por otra parte, resulta menor y la relación crédito/ $M_2$  llega en 1975-76 a niveles que no se registraban desde 1958-59, cuando el nivel del coeficiente de liquidez era muy superior (Cuadro IV).

Producida la reforma financiera, en 1978-79 la relación antes comentada vuelve a sus niveles históricos. Nuevamente, luego de la crisis la economía parecía volver a los cauces por los que se había movido en el período 1964-74. Sin embargo, algo había cambiado. La participación del crédito externo en el total aumenta en forma pronunciada ubicándose ya en 1978 la relación crédito externo/ $M_2$  por encima del máximo que había registrado en 1967.

Tal incremento de la participación del crédito externo en el total encuentra su explicación en el hecho de que el programa implementado no sólo instrumenta la liberalización de la determinación de las tasas de interés sino también la liberación del mercado cambiario permitiendo con ello un acceso casi sin trabas de los agentes domésticos al financiamiento del mercado de capitales externos.

Se ha explicado en otros trabajos la dinámica de este proceso y no lo repetiremos 19/. Aquí sólo remarcaremos el hecho de que a partir de la implementación de las pautas cambiarias, la tasa de interés activa para quienes tienen acceso al financiamiento externo, resulta muy inferior a la enfrentada por los tomadores de crédito en el mercado doméstico. En 1979-80 acceder al mercado de capitales foráneo implicaba acceder a un subsidio vía atraso en el tipo de cambio. Como consecuencia la participación del crédito externo en el total no podía sino aumentar. En el período anterior se había manifestado una pronunciada propensión del sector privado a endeudarse externamente sólo en el caso de que pudiera hacerlo tomando seguros de cambio debido al riesgo de devaluación. En este período esto no parece cambiar ya que la "tablita" representó un seguro indiscriminado y gratuito.

En 1980, el sistema implementado en 1977-78 hace crisis; el banco privado más importante del país se desmorona mientras el sector privado toma, aceleradamente, posiciones en activos externos ante la incertidumbre respecto del mantenimiento de la política cambiaria del gobierno consistente en atrasar más y más el tipo de cambio. Así, la crisis especulativa de reservas acelera la crisis del sistema financiero implementado unos años antes 20/.

Ante tal situación, las autoridades económicas tenían varias alternativas para afrontar la crisis. Optaron por un curso de acción que tendría sensibles consecuencias sobre el sistema monetario y que llevaría posteriormente a la economía a una situación de extrema "fragilidad financiera" 21/ que la pondría nuevamente en el límite de la volatilización de las relaciones monetarias.

En lo que respecta a encarar la solución de la crisis financiera, se optó por el apoyo decidido a las en-

tidades con problemas mediante el uso discrecional de los redescuentos para la superación de "crisis transitorias de iliquidez"; lo que se tradujo en una fuerte expansión de la oferta monetaria. Como al mismo tiempo se estaba operando la crisis especulativa de reservas y la inflación se aceleraba, el sector privado utilizó la mayor disponibilidad de medios de pagos creados para adquirir divisas. En principio, las adquisiciones de divisas del sector privado hubieran contraído naturalmente la oferta de dinero. Pero como el Banco Central quedó comprometido en el apoyo del tambaleante sistema financiero, la contracción de la oferta vía sector externo fue permanentemente compensada por la emisión en apoyo al sistema financiero. Así, quienes optaron por tomar posición en divisas contaron con toda la liquidez necesaria.

La consecuencia de todo esto fue que la relación Crédito/ $M_2$  que había sido estable en el período anterior quedó definitivamente rota sufriendo un fuerte aumento en esos años (Cuadro IV). Por otra parte, la relación crédito privado/público que había fluctuado entre 1 y 2.5 llega en 1980 a 3.4, es decir que como resultado de la crisis el crédito al sector privado absorbe parte del crédito disponible para el sector público, lo que no hace más que reflejar la pérdida de capacidad de generación de superávit financieros por parte del sector privado que comentamos más arriba.

Por otra parte, ante la imposibilidad de las empresas de hacer frente a sus obligaciones, el gobierno encara un plan de reconversión de las deudas a plazos más largos 22/. Así, se llega a una situación en la que un significativo stock de deuda de largo plazo se "apoya" en activos colocados a plazos muy cortos en las entidades financieras. Mientras los depósitos son casi tan líquidos como el dinero y pueden ser retirados del sistema rápidamente, los bancos no pueden cancelar los préstamos que son la contrapartida de esos depósitos. El Banco

Central queda así comprometido a emitir todo lo necesario en caso de una corrida de depósitos o ante una persistente caída en la demanda de dinero.

El último paso en la "solución" de la crisis se da a mediados de 1982, cuando se decide nacionalizar de hecho los depósitos imponiendo un encaje del 100% sobre los mismos. Ahora bien, como no resultaba plausible esperar que las empresas pudieran hacer frente a tal nivel de endeudamiento se optó por imponer una tasa de interés activa negativa con el objeto de "licuar" los pasivos empresarios. Sin embargo esta solución plantea complejos problemas dinámicos ya que al tiempo que se licuan los pasivos también lo hacen los activos que son su contrapartida. Por ello el sistema financiero se encuentra ante la disyuntiva de generar un aumento permanente en la relación crédito/ $M_2$  si los activos caen más rápidamente que los pasivos mientras la relación Crédito/ $M_2$  caerá si ocurre lo contrario. Lo que sí probablemente resultará del proceso es una caída en el coeficiente de liquidez en tanto la inflación deba ser alta para licuar los pasivos. Nótese además que esta forma de reducir los pasivos de las empresas hace recaer el pago de la deuda sobre todos aquéllos que mantengan  $M_2$  en cartera.

En todo el período de "crecimiento" anterior a la reforma financiera, en el cual el sector privado era un generador permanente de superávit financieros, el llamado "impuesto inflacionario" era utilizado para financiar el déficit público.

Ahora, a consecuencia de la crisis y el sobreendeudamiento tal impuesto se impone explícitamente además para "licuar" la deuda privada, con lo cual se convierte, en definitiva, en un mecanismo para "socializar" la pérdida de una parte del sector privado distribuyendo el pago de la misma entre todos aquellos que posean "dinero". Si se tiene en cuenta que parte del mayor endeudamiento privado que tomó tal sector fue utilizado en

la adquisición de activos externos improductivos para el conjunto de la sociedad y no para la financiación de la inversión física, queda claro que mediante la inflación los tenedores de activos en moneda nacional terminan financiando la fuga de capitales. Tal situación pone al sistema de relaciones monetarias al borde de la desaparición no sólo por su ineficiencia sino también por la extrema inequidad social de su funcionamiento.

\* \* \*

Hemos tratado de mostrar a lo largo del trabajo la inviabilidad de las políticas tradicionales de ajuste del desequilibrio externo debido a los profundos cambios introducidos en la estructura económica nacional por las políticas implementadas a partir de 1977-78 marcando especialmente lo referido a la menguada capacidad de generación de ahorro del sector privado y como consecuencia de ello de las posibilidades de invertir a los efectos de lograr un crecimiento sostenido.

Crecer y hacer frente al mismo tiempo a los compromisos de pagos al exterior es hoy el desafío. El mejoramiento en la capacidad de generación de ahorro por parte de la sociedad es una condición necesaria para el logro del éxito en tal empeño.

Sin embargo, esta condición no resulta suficiente ya que tales ahorros para ser productivos deberán ser asignados en forma eficiente. En especial evitando que el esfuerzo social por aumentar el ahorro financie la fuga de capitales.

Hemos visto los mecanismos que históricamente fueron utilizados en la Argentina para llevar a cabo la asignación del ahorro. Tales mecanismos se movieron entre el pragmatismo "heterodoxo" y la utopía neoclásica siendo, visto en perspectiva mucho más eficiente el primero que el segundo en términos de generación de ahorro y crecimiento. Creemos por ello que esta cuestión merece ser estudiada en el plano teórico con mucho mayor detalle.

CUADRO I

EVOLUCION DEL AHORRO Y DEL YBN

(En porcentajes respecto al PBI)

	Ahorro			YBN	Pagos Ext.	Cuadro I.1. Ahorro/PBI			
	Interno	Externo	Total			Interno	Externo	Total	
1960	19,9	1,6	21,5	99,5	0,5	1960-64	19,1	1,1	20,2
1961	17,6	4,4	22,0	99,4	0,7	1965-69	20,0	-0,7	19,3
1962	18,5	2,1	20,6	98,1	0,6	1970-74	21,0	0,3	21,3
1963	19,2	-1,9	17,3	99,1	0,5	1975-79	21,8	0,0	21,8
1964	20,2	-0,5	19,7	100,1	0,5	1980-83	13,0	5,2	18,2
1965	20,8	-1,5	19,3	100,0	0,4				
1966	19,8	-1,9	17,9	99,1	1,2				
1967	19,2	-1,0	18,2	98,5	1,4				
1968	19,3	0,0	19,3	100,8	1,4				
1969	20,7	0,9	21,6	97,8	1,3				
1970	20,3	0,9	21,2	98,9	1,1				
1971	21,6	1,0	22,6	100,5	0,4				
1972	21,4	0,9	22,3	99,8	1,3				
1973	22,0	-1,4	20,6	100,5	1,5				
1974	19,7	0,1	19,8	100,1	1,2				
1975	17,7	2,5	20,2	99,2	1,2				
1976	22,5	-0,9	21,6	97,9	1,3				
1977	26,0	-1,8	24,2	98,4	1,3				
1978	22,9	-1,6	21,3	96,4	1,7				
1979	19,7	1,8	21,5	97,2	1,9				
1980	17,4	5,5	22,9	98,6	2,1				
1981	12,0	6,8	18,8	96,0	5,5				
1982	12,6	4,2	16,8	91,6	7,2				
1983	10,1	4,2	14,3	90,3	8,2				

  

Cuadro I.2. Pagos/PBI		
	Interno	Total
1960-64	19,1	20,2
1965-69	20,0	19,3
1970-74	21,0	21,3
1975-79	21,8	21,8
1980-83	13,0	18,2

  

Cuadro I.3. YBN/PBI		
	Interno	Total
1960-64	99,5	99,5
1965-69	99,4	99,4
1970-74	98,1	98,1
1975-79	99,1	99,1
1980-83	100,1	100,1

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Planificación y B.C.R.A.

CUADRO II

## EVOLUCION DE LA DEMANDA GLOBAL Y LAS IMPORTACIONES

(En porcentajes respecto al PBI)

PBI	Cons.	Imp.	Exp.	Ahorro =Inv.	Inversión Bruta Interna				
					Inv. Const.	bruta int. Equipo	fija Total	Variación Existen.	
1950	100	87,1	12,4	12,1	13,3	9,9	5,1	15,0	- 1,7
1951	100	85,4	13,4	9,2	18,8	10,2	7,6	17,8	1,0
1952	100	86,5	10,4	7,1	16,8	9,7	7,0	16,7	0,1
1953	100	80,6	8,1	10,3	17,2	9,4	6,3	15,6	1,5
1954	100	84,0	10,2	10,6	15,6	8,7	5,7	14,4	1,2
1955	100	86,2	11,5	8,9	16,4	8,4	7,2	15,6	0,8
1956	100	85,0	10,0	10,0	15,9	8,3	7,8	16,2	- 1,2
1957	100	84,5	10,6	10,0	16,1	8,7	8,1	16,9	- 0,8
1958	100	84,0	10,4	9,7	16,6	9,5	7,9	17,3	- 0,7
1959	100	83,3	9,9	10,9	15,7	7,7	7,0	14,7	1,0
1960	100	79,6	11,3	10,1	21,5	8,6	11,9	20,5	1,0
1961	100	81,8	12,5	8,7	22,0	8,4	13,9	22,4	- 0,4
1962	100	79,6	12,2	12,0	20,6	7,7	13,0	20,7	- 0,1
1963	100	79,9	9,7	12,5	17,3	7,4	10,6	18,0	- 0,7
1964	100	79,9	10,2	10,6	19,7	7,2	10,9	18,1	1,6
1965	100	79,2	9,3	10,7	19,4	6,8	10,5	17,3	2,1
1966	100	79,3	9,7	11,7	17,9	7,2	10,6	17,7	0,2
1967	100	79,2	8,7	11,2	18,2	7,6	10,6	18,1	0,1
1968	100	78,9	8,8	10,6	19,3	8,4	11,1	19,5	- 0,2
1969	100	77,1	10,1	11,4	21,6	9,4	12,2	21,6	-
1970	100	78,6	9,0	9,2	21,2	13,2	8,0	21,2	-
1971	100	78,9	9,4	8,0	22,6	13,7	8,3	22,0	0,6
1972	100	78,4	8,6	8,0	22,2	13,1	8,5	21,7	0,5
1973	100	78,5	7,7	8,6	20,4	11,3	8,2	19,4	1,0
1974	100	80,5	8,3	8,1	19,6	11,5	7,7	19,2	0,4
1975	100	81,5	8,9	7,3	20,1	12,1	7,3	19,4	0,7
1976	100	75,9	6,7	9,6	21,2	13,5	7,6	21,1	0,1
1977	100	72,8	8,1	11,4	23,9	13,9	9,7	23,7	0,2
1978	100	73,4	7,6	12,8	21,4	14,2	7,9	22,1	- 0,7
1979	100	77,1	10,7	11,6	21,9	13,6	8,3	21,9	-
1980	100	80,2	15,1	11,1	23,8	14,2	8,8	23,0	0,8
1981	100	82,2	15,4	12,7	20,5	13,9	7,3	21,2	- 0,7
1982	100	78,8	9,3	13,2	17,4	11,9	5,1	17,0	0,4
1983	100	80,2	8,8	14,3	14,3	9,5	5,3	14,8	- 0,5

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Planificación ;  
B.C.R.A.

CUADRO III

EVOLUCION DE LA INVERSION FINANCIERA EXTERNA, DEL  
GOBIERNO Y PRIVADA

(En porcentajes respecto al PBI)

Cuadro IV.1

	IFE	IFG	IFP		IFE	IFG	IFP
1961	4,4	-3,6	-0,8	1961-64	1,0	-5,5	4,5
1962	2,1	-6,7	4,6	1965-69	-0,7	-2,2	2,9
1963	-1,9	-6,1	8,0	1970-74	0,3	-4,6	4,3
1964	-0,5	-5,5	6,0	1975-79	0,0	-6,9	6,9
1965	-1,5	-3,2	4,7	1980-82	5,5	-4,8	-0,7
1966	-1,9	-4,1	6,0				
1967	-1,0	-1,2	2,2				
1968	0,0	-1,4	1,4				
1969	0,9	-1,1	0,2				
1970	0,9	-1,1	0,2				
1971	1,0	-3,8	2,8				
1972	0,9	-4,6	3,7				
1973	-1,4	-6,6	8,0				
1974	0,1	-6,9	6,8				
1975	2,5	-14,0	11,5				
1976	-0,9	-9,8	10,7				
1977	-1,8	-3,2	5,0				
1978	-1,6	-3,8	5,4				
1979	1,8	-3,6	1,8				
1980	5,5	-4,3	-1,2				
1981	6,8	-6,6	-0,2				
1982	4,2	-3,4	-0,8				

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Planificación, B.C.R.A. y CEPAL

IFE: Inversión financiera externa.

IFG: Inversión financiera del gobierno.

IFP: Inversión financiera privada.

## CUADRO IV

EVOLUCION Y ESTRUCTURA DEL CREDITO(En porcentajes respecto a M<sub>2</sub>)

	Crédito				TOTAL
	Al sector		De origen		
	Privado	Oficial	Nacional	Extranjero	
1958	89,8	54,9	141,0	3,7	144,7
1959	79,8	53,8	131,3	2,3	133,6
1960	78,1	44,8	117,5	5,4	122,9
1961	83,0	40,4	117,4	6,0	123,4
1962	87,2	42,7	122,6	7,3	129,9
1963	78,3	46,8	120,1	5,0	125,1
1964	66,8	51,7	115,3	3,2	118,5
1965	65,5	53,3	119,8	2,0	121,8
1966	66,8	53,7	117,5	3,0	120,5
1967	67,4	51,9	106,9	12,4	119,3
1968	70,2	45,8	113,1	2,9	116,0
1969	81,0	40,2	118,2	3,0	121,2
1970	84,2	38,2	119,0	3,4	122,4
1971	88,1	36,3	120,8	3,6	124,4
1972	92,4	37,3	124,5	5,2	129,7
1973	84,0	41,4	122,1	3,3	125,4
1974	74,4	47,6	119,2	2,8	122,0
1975	81,6	56,9	133,9	4,6	138,5
1976	81,8	67,5	140,6	8,7	149,3
1977	85,8	46,4	122,6	9,6	132,2
1978	83,3	39,2	108,3	14,2	122,5
1979	87,1	29,7	102,0	14,8	116,8
1980	102,8	29,7	115,6	16,9	132,5
1981	115,3	47,6	129,4	33,5	162,9
1982	125,3	77,1	137,6	64,8	202,4
1983	142,9*	94,2*			237,1*

(\*) Datos estimados.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del B.C.R.A.

CUADRO V

CREDITO Y LIQUIDEZ DEL SISTEMA MONETARIO.

(En porcentajes respecto al PBI)

Coeficiente de liquidez (M <sub>2</sub> )	Crédito Nacional			Crédito Nacional y Extranjero			
	Al sector privado	Al sector oficial	Total	Al sector privado	Al sector oficial	Total	
1958	25,4	21,8	13,9	35,7	22,8	13,9	36,7
1959	19,6	15,2	10,6	25,8	15,6	10,6	26,2
1960	19,7	14,2	8,8	23,0	15,4	8,8	24,2
1961	20,2	15,5	8,1	23,6	16,7	8,1	24,8
1962	18,9	15,1	8,1	23,2	16,5	8,1	24,6
1963	18,2	13,4	8,5	21,9	14,3	8,5	22,8
1964	18,7	11,9	9,7	21,6	12,5	9,7	22,2
1965	17,9	11,4	10,1	21,5	11,7	10,1	21,8
1966	18,4	11,7	9,9	21,6	12,3	9,9	22,2
1967	18,7	11,9	9,7	21,6	12,6	9,7	22,3
1968	21,7	14,6	9,9	24,5	15,2	9,9	25,1
1969	23,3	18,2	9,4	27,6	18,9	9,4	28,3
1970	25,1	20,2	9,6	29,8	21,1	9,6	30,7
1971	22,2	18,8	8,1	26,9	19,6	8,1	27,1
1972	18,9	16,4	7,0	23,4	17,4	7,0	24,4
1973	18,9	15,3	7,8	23,1	15,9	7,8	23,7
1974	24,2	17,3	11,5	28,8	18,0	11,5	29,5
1975	15,7	12,1	8,9	21,0	12,8	8,9	21,7
1976	9,7	7,1	6,6	13,7	7,9	6,6	14,5
1977	13,2	10,1	6,1	16,2	11,4	6,1	17,5
1978	16,9	11,9	6,4	18,3	14,1	6,6	20,7
1979	18,1	13,5	5,0	18,5	15,8	5,3	21,1
1980	20,9	18,2	5,9	24,1	21,5	6,2	27,7
1981	20,0	17,7	8,2	25,9	23,0	9,5	32,5
1982	17,4	13,2	10,8	24,0	21,8	13,4	35,2

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de B.C.R.A.

## CUADRO VI

EVOLUCION DEL CREDITO Y LA OFERTA MONETARIA REALES

(En millones de pesos de 1970)

Oferta Moneta ria M <sub>2</sub>	Total	C r é d i t o				
		Al sector		De origen		
		Privado	Oficial	Nacional	Extranjero	
1960-64	11.629,2	14.403,5	9.146,3	5.257,2	13.679,7	723,8
1965-69	16.241,0	19.433,1	11.562,8	7.870,3	18.702,4	730,7
1970-74	20.551,2	25.554,9	17.195,4	8.359,5	24.822,3	732,6
1975-79	16.112,5	20.840,7	13.567,8	7.272,9	19.094,5	1.746,2
1980-82	23.347,2	37.424,9	26.312,7	11.112,3	28.389,7	8.035,2

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del B.C.R.A.

- 1/ Para un excelente estudio de la relación entre endeudamiento externo y crecimiento económico ver: BACHA, Edmar L., Growth with limited Supplies of Foreign Exchange: A Reappraisal of the Two-Gap Model, PUC/RJ, Doc. N° 26, abril 1982. Esta forma de ver el problema es también consistente con la idea de los teóricos del crecimiento de que para superar el estancamiento es necesario un big push, con una fuerte inversión inicial de capital. Ver, por ejemplo: JOHNSON, Harry, Ensayos de economía monetaria, Buenos Aires, Amorrortu, 1972, Cap. 4.
- 2/ Aquí, sin embargo, existe un problema de agregación importante, ya que el flujo de ingresos que se genere debe serlo en el sector de bienes comerciables internacionalmente, de lo contrario no se podría hacer frente a los pagos que deben realizarse en divisas. Por más productividad social que tenga la inversión en educación si esto no se traduce (en un plazo razonable) en sustitución de importaciones o aumento de exportaciones el país sufrirá un cuello de botella en sus pagos en divisas al exterior.
- 3/ Para el problema de la relación entre las brecha interna y externa ver: BACHA, E.L., op.cit.
- 4/ Ver: FANELLI, José María y FRENKEL, Roberto, La deuda externa argentina. Un caso de endeudamiento forzado, Buenos Aires, CEDES, mimeo, 1984.
- 5/ Hemos hecho un cálculo aproximado en Ibid.
- 6/ Para un estudio detallado de los efectos de la devaluación ver: KRUGMAN, Paul y TAYLOR, Lance, "Contractory Effects of Devaluation", Journal of International Economics, vol. 8, 1978, 1978.
- 7/ Como parece ser el caso del Brasil. Además la Argentina no tuvo que hacer frente a la "factura petrolera".
- 8/ Lo que no significa que dentro del sector privado, que aparece consolidado en nuestra serie, no existan sectores estructuralmente deficitarios.
- 9/ Ver: FANELLI, J.M. y FRENKEL, R., op. cit.
- 10/ Para una buena descripción de una amplia gama de tales mecanismos ver, por ejemplo: ALTIMIR, O.; SANTAMARIA, H. y SOURROUILLE J., "Los instrumentos de promoción industrial en la postguerra", Desarrollo Económico, 1967-1968, y también: FELDMAN, Ernesto V. y SOMMER, Juan F., Crisis financiera y endeudamiento externo. Consecuencias de la política económica del período 1976-1981, Buenos Aires, CET/IPAL, 1984.
- 11/ Ver: MCKINNON, R., Money and Capital in Economic Development, Washington, The Brookings Inst., 1973 y SHAW, E., Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1973.
- 12/ Feldman y Sommer sostienen esta tesis en FELDMAN y SOMMER, op. cit.
- 13/ Ver TAYLOR, Lance, Structuralist Macroeconomics. Applicable Models for the Third World, New York, Basic Books, Inc., Publishers, 1983, donde éste muestra en un modelo muy sencillo la relación entre inflación, salario y ahorro forzoso.
- 14/ Ver, por ejemplo: ITZCOVICH, Samuel, "Análisis de la estructura financiera argentina, 1955-1965", Desarrollo Económico, vol. 8, N° 32, enero-marzo 1979.  
Ver también: BRODERSONI, Mario S., Eficacia de la política monetaria en una economía inflacionaria con tasas de interés reales negativas, Buenos Aires, Instituto DI Tella, C.I.E., Documento de Trabajo N° 63, octubre 1972. En este trabajo el autor presenta evidencia de que, por ejemplo en 1959, año de fuerte aceleración inflacionaria, del análisis del balance de un conjunto de sociedades anónimas surge que mientras los créditos bancarios representaban el 10,9% del total de las fuentes externas de financiamiento, las deudas fiscales y sociales representaban el 20,2%.
- 15/ Hicks introduce esta categoría de análisis en HICKS, John, La crisis de la economía keynesiana, Barcelona, Editorial Labor S.A., 1976.

- 16/ No obstante si el racionamiento del crédito hace que el crédito disponible no alcance para satisfacer las necesidades de liquidez de la empresa, ésta puede verse obligada a recurrir a los mercados marginales de crédito donde la tasa de interés será probablemente muy superior en términos reales. Ver: CAVALLIO, Domingo F., "Los efectos recesivos e inflacionarios iniciales de las políticas monetarias de estabilización: una presentación informal", Estudios de la política de tasas de interés sobre las empresas en períodos inflacionarios, Buenos Aires, Instituto Di Tella, C.I.E., Documento de Trabajo N° 64, octubre 1972.
- 17/ Cavallo y Petrei muestran, para el período 1970-76, la fuerte incidencia de los subsidios recibidos a través del sistema bancario y a través del mecanismo del seguro de cambios, en el total de fondos generados internamente por las empresas para financiar sus operaciones. CAVALLIO, D.F. y PETREI, A.H., "Financiamiento de las empresas privadas en un contexto inflacionario: la experiencia argentina entre 1967 y 1980", Estudios, Año IV, N° 17, enero-marzo 1981.
- 18/ Tobin ha escrito recientemente sobre la importancia macroeconómica del efecto de la inflación sobre los activos pasivos del sector privado. Demuestra que el signo de la pendiente de la curva IS y la unicidad del equilibrio macroeconómico no son independientes de la operación del "Efecto Fisher". Ver: TOBIN, James, Asset Accumulation and Economic Activity, Oxford, Basil Blackwell, 1980.
- 19/ Ver: FRENKEL, Roberto, "La apertura financiera externa: El caso argentino", en FRENCH DAVIS, R. (comp.), Las relaciones financieras externas, México, FCE, 1983 y "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", Desarrollo Económico, vol. 22, N° 87, octubre-diciembre 1982.
- 20/ Para dos visiones alternativas de las causas de las crisis financieras, ver: FERNANDEZ, Roque B., "La crisis financiera argentina, 1980-82", Desarrollo Económico, vol. 23, N° 89, abril-junio, 1983, FELDMAN, Ernesto V., "La crisis financiera argentina: 1980-82. Algunos comentarios", Desarrollo Económico, vol. 23, N° 91, octubre-diciembre 1983 y FERNANDEZ, Roque, "La crisis financiera argentina 1980-82: Réplica", Desarrollo Económico, vol. 23, N° 91, octubre-diciembre 1983.
- 21/ Usamos el concepto de "fragilidad financiera" en el sentido de Minsky. Ver por ejemplo: MINSKY, Hyman P., John Maynard Keynes, New York, The Macmillan Press, 1975.
- 22/ Cabe señalar, no obstante, que el proceso de endeudamiento a largo plazo de las empresas en el sistema bancario había empezado antes de la crisis financiera. Ver: CAVALLIO y PETREI, op. cit.