

Comentario al trabajo de José M. Fanelli
"AHORRO, INVERSION Y FINANCIAMIENTO. UNA VISION
MACROECONOMICA DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA"

Por Daniel E. Dueñas

Representa para mí un gran honor poder participar de estas VII Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo organizadas por el Banco Central, y más aún poder comentar el interesante trabajo del Sr. Fanelli, "Ahorro, inversión y financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina", que por su temática toca puntos importantes para entender la difícil situación en que se encuentra la economía argentina y sus posibilidades futuras de evolución.

Si bien planteados como una primera aproximación al problema, el trabajo del Sr. Fanelli presenta 3 objetivos claramente enunciados.

- 1) Brindar un marco analítico para encarar la investigación futura en base a la "estilización" de los hechos observados,
- 2) Evaluar el rol del sistema financiero en el proceso de acumulación y asignación de los recursos de capital - marcando las diferencias observadas entre el período 1960/74 de crecimiento sostenido y el lapso posterior de estancamiento en la actividad productiva; y
- 3) Establecer hipótesis con el objeto de orientar la investigación futura especialmente en lo referido a la pertinencia de las políticas de ajuste ortodoxo.

Con respecto al primer objetivo, en las dos primeras secciones del trabajo se presentan las identidades contables que surgen de las cuentas nacionales, poniéndose de manifiesto que no estamos tratando con una economía cerrada.

Debe destacarse que la cuenta corriente indica la tasa a la cual la economía en su conjunto está aumentando sus activos externos. Si se gasta menos que el ingreso, se están obteniendo derechos sobre el resto del mundo; es decir, el ahorro neto (ahorro menos inversión) del sector privado más el ahorro neto del sector público es igual a nuestra adquisición de derechos sobre el resto del mundo (el ahorro externo es negativo). Ahora bien, no tiene sentido tratar de señalar a algunos de estos agregados sectoriales como siendo determinados por los otros dos, importa la determinación simultánea que surge de las condiciones de equilibrio general que establecen ingreso y precios.

Las cuentas nacionales presentan identidades porque se incluyen los valores actuales de consumo, inversión y absorción por parte del gobierno, en vez de los valores planeados. En términos de los valores observados las identidades simplemente afirman que todo el producto se asigna a un tipo u otro de absorción, por lo tanto las identidades como tales no nos dicen que determina qué, es preciso considerar modelos teóricos de determinación del ingreso, precios relativos y/o la estructura financiera para, junto con las relaciones contables, poder interpretar los eventos económicos y pensar acerca de las alternativas de políticas económicas.

Es importante hacer estas aclaraciones porque las recomendaciones de políticas no surgen de las identidades contables per se, sino de los modelos que se proponen para explicar los hechos.

El planteo de las identidades contables es importante porque sugiere que los problemas de equilibrio externo deben tener un aspecto macroeconómico y que su solución debe incluir medios por los cuales el equilibrio entre ingreso y gasto debe ser restablecido. Por supuesto deben distinguirse las situaciones en que es suficiente realizar políticas que sólo afectan el nivel de la demanda agregada de aquéllos en que es necesario también afectar la composición de esa demanda agregada.

El trabajo del Sr. Fanelli muestra claramente la evolución insostenible que tendrían estas identidades contables, cuando se debe recurrir en forma continua al ahorro externo porque se pretende mantener la proporción invertida del PBI sin cambios, en una situación en que las exportaciones, las importaciones y el consumo como proporción del PBI se mantienen inalteradas. El flujo continuo de ahorro externo estaría aumentando el acervo de deudas y con ello los pagos futuros al exterior en concepto de intereses por tal deuda, con lo cual debería recurrirse en mayor proporción al ahorro externo.

Más allá de este ejercicio teórico, cuando se hace mención a la evidencia argentina (pág. 11) se dice que "la 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". Ahora bien, la observación de los cuadros I.1 y I.2 muestra una correlación positiva entre ahorro interno y pagos al exterior en los cuatro quinquenios que van de 1960 a 1979. Sí es cierto que esta correlación cambia de signo en los años siguientes y que es éste el período en que el acervo de deuda acumulado comienza a tener un peso cada vez mayor en el saldo de la cuenta corriente.

La hipótesis que se adelanta en la primera sección del trabajo es que el acervo de la deuda acumulado no se explica por el comportamiento de los flujos de gasto e ingreso sino por las transacciones originadas en la cuenta capital. Debe destacarse que las identidades contables de talladas para los flujos de gasto deben cumplirse inexorablemente, ello indica que el endeudamiento externo en que incurrió para financiarse en una primera etapa el sector privado tuvo como contrapartida un aumento en las reservas oficiales. Es la posterior pérdida de confianza o agotamiento de viabilidad de la política cambiaría la que desata la crisis especulativa la que, junto con el mantenimiento de la movilidad de capitales, fuerza al sector público a recurrir al endeudamiento externo; permitiéndo

se de esta forma que el sector privado (o mejor dicho parte de él) pueda realizar una acumulación de activos externos.

Se dice en el trabajo que: "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 al exterior". Estoy en un todo de acuerdo con esta apreciación pero cuando en la pág. 14 se plantea que: "si el actual desajuste se debiera a un exceso del gasto sobre el ingreso doméstico, la situación quizás podría arreglarse con una devaluación exitosa, mientras que si, en cambio, la crisis actual 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", afirmando por último que: "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"; me deja la impresión de que:

- 1) no se postulan formas alternativas para superar el desequilibrio externo,
- 2) no se tiene en cuenta los costos de no hacer frente al pago de los servicios de la deuda, y
- 3) no se explicitan las alternativas de elección intertemporal que se presentan en el manejo de la composición de la demanda agregada. Si un país experimenta un aumento en sus pagos al exterior y no tiene acceso a nuevos flujos de ahorro externo deberá aumentar el saldo de su balanza comercial; si se desea mantener el consumo presente tendrá que incrementar el producto o reducir la inversión, pero la reducción de la inversión actual re

percutirá negativamente sobre las posibilidades de consumo futuras. Lo cierto es que si bien la magnitud de la crisis hace que ésta no pueda solucionarse con una devaluación exitosa (como se menciona en el trabajo), el manejo adecuado de la composición de la demanda agregada es un paso en la dirección correcta.

Del análisis de la evolución empírica del sistema financiero se concluye (pág. 30) que: "como resultado de la crisis de 1980 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". Creo que estos datos simplemente reflejan el proceso de financiación de la recomposición de la cartera de activos que realizan los agentes económicos que buscan aumentar sus tenencias de activos externos; es decir, el crédito bancario es una forma de financiar la adquisición de divisas por parte del sector privado y la disminución del crédito bancario al sector público fuerza a que éste recurra al financiamiento externo para cubrir sus niveles de gasto.

Si bien reconozco las limitaciones para analizar el flujo de fondos de la economía argentina, considero que al agregar dentro del sector privado a las familias y empresas se pierde información importantísima para evaluar el comportamiento del ahorro, la inversión y el sistema financiero, pues se pierden los impuestos y subsidios que operan dentro del sector, ya que las familias realizarán la inversión financiera que a través del sistema bancario se transformará en inversión real de las empresas.

Con respecto al segundo objetivo, evaluar el rol del sistema financiero en el proceso de acumulación y asignación de los recursos de capital, considero que la conclusión de que el período de represión financiera o pragmatismo heterodoxo ha sido más eficiente porque el sector privado era un generador de superávit financieros no tie

ne en cuenta el costo social de los mecanismos de acumulación de capital (es decir el costo de los subsidios a la inversión, el ahorro forzoso, la sobreprotección a la industria local). Por otra parte, han sido las características de represión financiera las que han limitado a un papel secundario al sector financiero en el proceso de acumulación de capital, siendo el autofinanciamiento la característica más notoria.

Así como se plantea que acceder en 1979-80 al mercado de capitales externo implicaba acceder a un subsidio vía atraso en el tipo de cambio, de la misma manera quien accedía durante el período de represión financiera al mercado financiero institucionalizado obtenía un subsidio vía tasas activas negativas en términos reales.

Al igual que el autor, considero que el mejoramiento en la capacidad de generación de ahorro por parte de la sociedad es imprescindible, pero es también importante de terminar quiénes aportarán más a ese esfuerzo conjunto. Considero que los esquemas de represión financiera no han de ser capaz de generar los recursos que el país necesita. El comparar los mecanismos que históricamente fueron utilizados en la Argentina para llevar a cabo la generación y asignación del ahorro y concluir que el pragmatismo "heterodoxo" o represión financiera ha sido más eficiente nos puede llevar a la adopción de políticas erróneas, de la misma forma que si al analizar la estructura y evolución económica de principios de siglo concluyéramos que es preciso implementar ahora un modelo de crecimiento semejante al imperante en esos tiempos. Los puntos de partida son muy diferentes.

Con respecto al tercer objetivo del trabajo, pertinencia de las políticas de ajuste ortodoxo, considero que en el trabajo no hay una clara definición de dichas políticas. Se pone especial énfasis en los ajustes en el nivel de demanda agregada, desconociéndose la importancia de los cambios en la composición de dicha demanda agregada. A pesar de ello es preciso tener en cuenta, como ya

manifesté anteriormente, que la magnitud de la crisis hace que estas políticas sólo signifiquen un paso en la dirección correcta. A no ser que se produzca un fuerte ingreso de capitales, hecho que considero poco probable, el costo de la fuga de capitales operada en el pasado deberá ser pagada durante un período considerable. El hecho de postergar la reducción en el consumo o dejar de reconocer que se deberá producir más para poder seguir consumiendo lo mismo, lo único que hace es aumentar el costo para las generaciones futuras.