

AHORRO Y FORMACIÓN DE CAPITAL

Experiencias latinoamericanas

Argentina
Brasil
Chile
El Salvador
México

Edición preparada por
Carlos Massad ✓
Nicolás Eyzaguirre

Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo
COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA
Y EL CARIBE (CEPAL)
PROGRAMA DE LAS NACIONES UNIDAS PARA
EL DESARROLLO (PNUD)

Grupo Editor Latinoamericano
Colección Estudios Políticos y Sociales

Los puntos de vista expresados en este documento son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen a las instituciones a las que están vinculados.

Colección Estudios Políticos y Sociales

212.193 - 1ª edición

ISBN 950-694-087-8

© 1990 by Grupo Editor Latinoamericano S.R.L., Laprida 1183, 1er. Piso,
(1425) Buenos Aires, Argentina, Tel.: 961-9135.

Queda hecho el depósito que dispone la ley 11723.

Impreso y hecho en Argentina. Printed and made in Argentina.

Colaboraron en la preparación de este libro:

Diseño de tapa: Pablo Barragán. Encuadernación: Proa S.R.L. Se utilizó papel Obra Editorial de 70 gs. para el interior y cartulina Grano Fino de 240 gs. para las tapas.

**AHORRO Y FORMACIÓN
DE CAPITAL**



INDICE GENERAL

	Página
INTRODUCCION	13
AJUSTE MACROECONOMICO, DEUDA EXTERNA Y AHORRO EN LA ARGENTINA	21
LA TASA DE AHORRO NACIONAL DE BRASIL EN LOS AÑOS OCHENTA	75
AHORRO E INVERSION BAJO RESTRICCION EXTERNA Y FISCAL EL CASO DE CHILE (1982-1987)	103
ESTUDIO SOBRE EL AHORRO NACIONAL PARA EL CASO DE EL SALVADOR	151
LOS DETERMINANTES DEL AHORRO EN MEXICO	191
NOTAS ACERCA DE LOS AUTORES	231



INTRODUCCION

Carlos Massad

Nicolás Eyzaguirre

El ritmo de crecimiento económico de los países de América Latina y el Caribe ha experimentado una severa caída. Mientras que entre 1950 y 1980 la tasa media de expansión del PIB superó el 5% anual, en el período 1982-1989 ella no llegó a 2%. En consecuencia, por primera vez desde los años cincuenta el producto interno bruto por habitante ha declinado, disminución que llegó a casi un 1% entre 1982 y 1989.

Este retroceso obedece a un conjunto de factores de origen tanto interno como externo. Entre ellos destacan la influencia negativa de variables externas como la tasa de interés, los términos del intercambio y las fluctuaciones cambiarias, las dificultades para un adecuado manejo interno de las principales variables macroeconómicas, y las grandes limitaciones que enfrentan los países de la región para acceder al circuito internacional, tanto en el ámbito comercial como en el financiero.

Lo anterior se ha traducido en un espectacular vuelco en la transferencia neta de recursos reales, lo que refleja el quiebre de la inserción histórica de la región en el contexto financiero internacional y tiende a modificar de un modo drástico y profundo la estructura del financiamiento del desarrollo en los años venideros. Por su parte, como consecuencia del problema de la deuda externa y de las políticas de ajuste aplicadas, la tasa de inversión, que compromete el crecimiento futuro, ha caído desde 22,6 puntos porcentuales del PIB en promedio entre 1971 y 1980, a cifras del orden de 17 puntos porcentuales entre 1982 y 1989.

La recuperación del coeficiente de inversión supone revertir la transferencia neta de recursos y aumentar los niveles de ahorro interno. Con el fin de apreciar el orden de magnitud que ello involucra, conviene señalar que, para volver a tasas de inversión como las del pasado, indispensables para crecer al 5% por año, se necesita más de 70 mil millones de

dólares adicionales cada año. Llevar a *ceró* la transferencia negativa de recursos proporcionaría menos de la mitad del financiamiento necesario. El nivel del coeficiente de inversión está estrechamente relacionado con la capacidad de los países para acceder a los flujos financieros internacionales y con las posibles fórmulas de solución del problema de la deuda externa. El nivel de ahorro se vincula a las políticas macroeconómicas internas de los países para incrementar el financiamiento interno no inflacionario y fortalecer la eficiencia de sus sistemas financieros en la captación y asignación de los recursos. Obviamente, las posibilidades para aumentar la generación de ahorros y mejorar la utilización de estos fondos dependen, en gran medida, del grado de estabilidad macroeconómica que logren alcanzar las economías de la región.

En un intento por contribuir a la comprensión de los factores que influyen en la generación de ahorro interno y su intermediación hacia la formación de capital, consultores nacionales llevaron a cabo en diversos países de América Latina y el Caribe, estudios que fueron supervisados y coordinados por el Módulo "Financiamiento del Desarrollo" del Proyecto PNUD/CEPAL RLA/87/003. Versiones preliminares de estos estudios fueron analizados en un seminario realizado en enero de 1989 en Santiago de Chile.

Como resultado de este quehacer se publican los libros "Ahorro y formación de capital" y "Sistema financiero y asignación de recursos", los cuales constituyen un compendio de las versiones finales de estos trabajos. La revisión editorial estuvo a cargo de Raúl Gutiérrez y el trabajo de composición electrónica de páginas, de Hugo Salinas. La consultora Raquel Szalachman supervisó todo el proceso de producción. Los estudios sobre ahorro se refieren a Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México, en tanto que los trabajos concernientes al sistema financiero cubren los casos de Colombia, Costa Rica, Chile, República Dominicana y Venezuela.

Dos son las visiones alternativas acerca de la generación de ahorro en los países que emergen de los estudios sobre el tema, que se publican en este libro. Una sostiene que es la inversión la que genera el ahorro, posición basada en planteamientos de tipo keynesiano; otra, que el ahorro es simplemente una consecuencia de diferencias entre planes de consumo relativamente estables e ingresos que fluctúan a través del tiempo, posición basada en esquemas analíticos de corte más neoclásico. Sin embargo, los estudios coinciden en que ambas posturas pueden tener validez, según cuáles sean las circunstancias prevalecientes. Las opiniones coinciden en cuanto a

que el ahorro de las empresas parece estar influido por sus propias oportunidades de inversión, mientras que el ahorro de las familias se vincula más a las fluctuaciones de los ingresos de quienes las conforman. Concordaron en la conveniencia de estudiar ambos separadamente, tanto para examinar la posible sustituibilidad entre el ahorro de empresas y familias como para identificar las políticas capaces de afectar a uno y otro.

El análisis de las conclusiones de los diversos estudios sugiere que las tasas de interés reales no gravitan decisivamente en la determinación de los volúmenes de ahorro en los países. Sin embargo, dichas tasas contribuyen de manera muy significativa a una utilización más eficiente de los recursos de ahorro disponibles y a limitar la fuga de capitales. Esto último supone la vigencia de un piso mínimo para los tipos de interés, que estimule la permanencia de los ahorros generados internamente.

Los trabajos no proporcionan evidencia que apoye la hipótesis, que ha alcanzado cierta relevancia en países más desarrollados, de una elevada sustitución entre ahorro público y privado. Esto significa que los aumentos en el ahorro público no conducen por sí mismos a disminuciones en el ahorro privado, por lo que a la postre pueden contribuir a un incremento del ahorro nacional global. Todos los estudios coinciden en la necesidad de mejorar el ahorro público y de evitar los financiamientos inflacionarios de los déficit fiscales; sin embargo, introducen una nota de cautela respecto de la disminución del gasto público corriente en salud y educación, dada la importancia de la formación de capital humano. Al mismo tiempo, señalan que es imprescindible mantener estrecha vigilancia sobre la productividad de las inversiones y manifestaron que la reducción del ahorro público puede afectar negativamente al ahorro y la inversión privados.

También se destaca la influencia de los factores externos sobre la generación y utilización del ahorro. Las transferencias de recursos al exterior generadas por la deuda externa consumen una elevada proporción del ahorro interno y reducen la inversión por debajo de los límites necesarios para asegurar un crecimiento económico aceptable y sostenido. Estos efectos se agravan cuando se deteriora la relación de precios del intercambio. Se advirtió que los esfuerzos de ahorro pueden ser inútiles cuando las condiciones externas presentan una restricción importante al crecimiento, situación que fue denominada como de "austeridad inútil".

Los estudios concluyen que las devaluaciones suscitan un efecto ambiguo sobre el ahorro público. El signo predominante

dependerá de si el gobierno puede captar directamente los beneficios de la devaluación (casos de Chile y Venezuela) o de si, en cambio, necesita adoptar medidas especiales de carácter tributario para lograrlo (en Argentina y Brasil, por ejemplo). La devaluación podría favorecer el balance de pagos, pero acentuar el desequilibrio fiscal, contribuyendo a acelerar la inflación.

En todas las experiencias analizadas el servicio de la deuda pública, tanto interna como externa, emerge como importante causal de la caída del ahorro y de la inversión públicos. Por lo mismo, dadas las fuertes restricciones fiscales y de balanza de pagos inducidas por la deuda externa, se considera que la recuperación del financiamiento externo es altamente complementaria del esfuerzo de ahorro interno.

De los estudios se infiere la conveniencia de revisar la forma en que se calcula el ahorro interno y externo, de modo de lograr una cuantificación más rigurosa de las transferencias implícitas de recursos. Cabría hacer el cálculo tomando en cuenta los intereses efectivamente pagados, y no el total de los intereses devengados por los acreedores, dado que sólo una fracción de estos últimos se paga a su vencimiento. Por otra parte, las tasas de interés nominales incluyen un componente que representa expectativas de alzas en el nivel de precios; ahora bien, como la inflación reduce el valor real de la deuda, este componente de la tasa de interés corresponde en la práctica a una amortización anticipada de la deuda. Una corrección de este factor haría bajar el gasto efectivo de intereses, llevando un aumento del ahorro público, aunque a costa de una merma del ahorro privado.

Los trabajos destacan que el marco macroeconómico es fundamental tanto para la generación de ahorros como para una utilización eficiente de los fondos. Desequilibrios macroeconómicos graves y persistentes generan incertidumbre en los agentes económicos y suministran señales contradictorias que desalientan el ahorro, promueven la especulación y estimulan la fuga de capitales, aun cuando las instituciones del sistema financiero que canalizan los ahorros funcionen con eficiencia.

Las opiniones coincidieron en incluir en la agenda futura de investigación estudios centrados en los determinantes del ahorro privado, a nivel tanto de las empresas como de los hogares. Los agudos desequilibrios macroeconómicos, característicos de la región durante la década, han producido una natural concentración en los aspectos macroeconómicos del ahorro, en desmedro de aproximaciones de corte más microeconómico basadas en las conductas de los agentes. También

ha contribuido a la escasez de conocimiento sobre el ahorro privado la falta de estadísticas básicas que contengan las apropiadas desagregaciones y de encuestas a nivel de hogares y empresas.

A continuación se expone una breve reseña de los trabajos presentados en este libro.

El documento *"Ajuste macroeconómico, deuda externa y ahorro en la Argentina"* preparado por Guillermo José Escudé y Simón Guerberoff, se abre con un panorama general de la situación crítica por la que ha atravesado la economía argentina, en el que destacan el estancamiento y la creciente carga de la deuda, pese a la generación de enormes superávits comerciales. Se analiza luego la trayectoria del ahorro nacional y el ahorro externo desde comienzos de los 70 hasta 1986-87, cuyo efecto conjunto es una caída de la inversión total en casi 10 puntos del producto.

El trabajo vincula históricamente y analíticamente el proceso de endeudamiento externo de la Argentina y el programa de liberalización financiera, destacando también el proceso de socialización de la deuda externa privada. Mediante un modelo formal, examina la viabilidad del ajuste y la pagabilidad de la deuda externa.

Al cuestionar el concepto de ahorro externo, los autores aducen que el interés efectivamente devengado por la deuda corresponde a los pagos realmente efectuados. Bajo esta hipótesis, puesto que los pagos efectuados equivalen al excedente en el balance comercial, se establece que el ahorro externo es nulo. Seguidamente, se recalcula el ahorro nacional que -dado que el externo es igual a cero- es equivalente a la inversión; el ahorro nacional se descompone en el exceso de producto sobre consumo y en el saldo del balance comercial. Se evalúa el impacto de los cambios en los términos de intercambio y en el tipo de cambio real, factores a los que, junto a la modificación en la demanda por inversión, se atribuye la caída del ahorro.

Los autores extienden luego el ajuste del concepto de ahorro externo, a fin de descomponer el ahorro nacional entre aquel generado por el gobierno y la parte atribuible al sector privado. Concluyen después de un quinquenio de ahorro público negativo al que denominan "de ajuste caótico", en 1986-87 el ahorro público supera los tres puntos del producto, bienio al que llaman "de ajuste ordenado".

En *"La tasa de ahorro nacional de Brasil en los años ochenta"*, Pedro Bodin de Moraes destaca la abrupta caída del ahorro con motivo de la crisis y su gradual repunte posterior.

El trabajo analiza separadamente el ahorro público y el ahorro privado, asumiendo que no hay perfecta sustituibilidad entre ambos. En relación al primero, atribuye la pérdida de importancia de la recaudación tributaria en 1983-86 al recrudecimiento inflacionario y alza del coeficiente de exportaciones. Señala que los ingresos netos del gobierno se vieron afectados también por el aumento de las transferencias a los gobiernos estaduales, al sector privado y al exterior. La inflación, por último, deterioró las finanzas públicas por la vía de una merma en los ingresos de la seguridad social y un aumento del costo de los subsidios crediticios. Sin embargo, el grueso del cambio de la situación fiscal está dado por el aumento del peso del servicio de la deuda interna del gobierno.

El autor cuestiona la validez de la práctica de contabilizar el componente inflacionario del servicio de la deuda pública como una transferencia al sector privado; por el contrario, señala que su definición apropiada es la de amortización de deuda.

Concluye que la declinación del ahorro público obedece al aumento de la inflación y a la subida de la tasa de interés real. Mientras en los años 70 el ahorro público financió un tercio de la inversión, en los años 80 es apenas positivo. Por otro lado, explica en términos de la hipótesis del ingreso permanente la declinación sufrida por el ahorro privado, con posterioridad a la crisis. Señala que la caída inicial del ahorro privado se debe a que la crisis fue percibida como transitoria. Su inesperada persistencia llevó a revisar el ingreso permanente, con lo que el coeficiente de ahorro privado subió.

En "*Ahorro e inversión bajo restricción externa y fiscal. El caso de Chile 1982-1987*", Nicolás Eyzaguirre muestra que la reducción paralela del consumo y del producto que se ha operado en la región ha constituido una austeridad inútil, ya que no ha redundado en un mayor coeficiente de ahorro. Por consiguiente, el vuelco en la transferencia neta de recursos al exterior, se ha traducido íntegramente en una merma del financiamiento disponible para inversión. Se atribuye el estancamiento del coeficiente de ahorro a la caída de la demanda de inversión, originada en los desequilibrios macroeconómicos provocados por la crisis.

El autor construye luego un modelo agregado que destaca las estrecheces que operan en tres equilibrios o brechas fundamentales: el balance ahorro-inversión, el presupuesto fiscal y el balance de pagos. Seguidamente muestra cómo la brecha fiscal y externa pueden actuar como restricciones dominantes, al reducir la tasa de inversión por debajo

de lo que sería factible en virtud del ahorro potencialmente disponible. Finalmente, extrae algunas conclusiones de política que acentúan la diferencia del impacto de los distintos instrumentos disponibles -cambiaros, monetarios, fiscales- según cuál de las brechas sea más restrictiva.

El trabajo concluye con una aplicación al caso de Chile en los años ochenta, donde se observa que, en marcado contraste con el resto de la región, el ahorro interno se ha elevado sostenidamente desde 1984, lo que ha permitido hacer frente a la transferencia de recursos al exterior y recuperár la tasa de inversión a niveles similares a los prevalecientes antes de la crisis. Se postula que la elevación del ahorro público, el adecuado manejo de la política cambiaria -en Chile el sector público es superavitario en divisas- y la mejoría de los términos del intercambio, que ha beneficiado de modo especial al sector público, son los factores que explican el repunte del ahorro y de la inversión.

El "*Estudio sobre el ahorro nacional para el caso de El Salvador*", preparado por Oscar Menjivar, se abre con una relación histórica, de la economía de ese país en las tres últimas décadas, donde tras una prolongada estabilidad sobreviene a fines de los 70 un período de desequilibrios, incertidumbre y estancamiento.

El mercado de capitales mantiene un carácter muy incipiente. No existe un mercado bursátil y los instrumentos de ahorro financiero se limitan a depósitos a plazo, cédulas hipotecarias y títulos de capitalización, ninguno de ellos indizado. La tasa de interés, fijada en términos nominales, terminó siendo negativa en términos reales durante la mayoría de los años de estabilidad. Respecto de activos alternativos al ahorro financiero, las divisas no se constituyeron, aparentemente, en un sustituto importante. La cuenta de errores u omisiones del Balance de Pagos, usada muchas veces para estimar la fuga de capitales, se torna significativa sólo a partir de 1978.

En cuanto a los determinantes del ahorro real, Menjivar detecta que el efecto del ingreso es positivo, no obstante el descenso que acusa la tasa de ahorro a partir de 1978. El efecto de las exportaciones es también positivo, sobre todo el de las agroexportaciones, así como el de la carga tributaria. Por su parte, la incidencia del nivel real de la tasa de interés no resulta significativa.

El trabajo finaliza con algunas sugerencias de política entre las que destacan la estabilidad sociopolítica. El previsible déficit fiscal y bajo ahorro público requieren un flujo favora-

ble del ahorro externo para el financiamiento de la inversión doméstica. El autor aboga por la creación de un mercado de valores, al que también podrían concurrir los organismos de previsión social, y por un incremento de la carga tributaria.

Por último, Ariel Buirra aborda "*Los determinantes del ahorro en México*" examinando las relaciones entre esta variable, el ingreso y la tasa de interés. Destaca el impacto ambiguo de las alzas de las tasas de interés sobre el ahorro, toda vez que el efecto riqueza y el efecto sustitución operan en direcciones contrarias. Al estimar para el período 1965-1986 una función de ahorro basada en dichas variables explicativas, se obtiene una propensión marginal a ahorrar del orden de 0,25 y una elasticidad positiva del ahorro de 0,18 con respecto a la tasa de interés. Este último resultado es considerado una medida únicamente del efecto sustitución, toda vez que los cambios en la tasa de interés no coincidieron con alteraciones en la riqueza de la economía.

El autor detecta que el grado de sustitución entre el ahorro interno y externo varía conforme cambian las condiciones económicas imperantes en el país. Entre 1966 y 1986 se observa, por otra parte, una relación de complementariedad entre el ahorro público y el privado, en contraposición a lo postulado por el denominado "Teorema de Equivalencia Ricardiana". El análisis del efecto de la distribución del ingreso parece confirmar la validez de la hipótesis de la existencia de una relación entre el ahorro y dicha distribución. En efecto la propensión de los trabajadores a ahorrar (0,128) es considerablemente inferior a la de los no asalariados (0,385).

La evaluación que el autor hace de los determinantes del ahorro financiero en México pone de relieve la importancia de la composición de esta variable para el proceso de desarrollo económico. En épocas de estabilidad cambiaria y de precios, la penetración del sistema financiero se expande a tasas importantes. Durante épocas de represión financiera, en cambio, el ahorro en instrumentos financieros internos se ha visto seriamente deteriorado, canalizándose hacia activos con un rendimiento esperado más seguro (joyas, activos en el exterior y bienes raíces). Se concluye que una condición necesaria para que el ahorro se destine a sus usos más productivos es la existencia de un rendimiento real positivo en el sistema financiero.

**AJUSTE
MACROECONOMICO, DEUDA EXTERNA
Y AHORRO EN LA
ARGENTINA**

Guillermo Escudé

Simón L. Guerberoff

INDICE

SECCION 1

PANORAMA GENERAL 26

SECCION 2

AHORRO INTERNO Y EXTERNO 29

SECCION 3

AHORRO PUBLICO Y PRIVADO 35

SECCION 4

LA REFORMA FINANCIERA
DE 1977 Y EL ENDEUDAMIENTO
EXTERNO ARGENTINO 38

SECCION 5

POLITICA DE AJUSTE Y PAGABILIDAD
DE LA DEUDA EXTERNA 43

SECCION 6

**EL CONCEPTO DE AHORRO
EXTERNO AJUSTADO 51**

SECCION 7

DETERMINANTES DEL AHORRO 60

Bibliografía 71

AJUSTE MACROECONOMICO, DEUDA EXTERNA Y AHORRO EN LA ARGENTINA*

*Guillermo Escudé
Simón L. Guerberoff*

Como es sabido, desde comienzos de la década la Argentina viene atravesando una situación crítica de balance de pagos. Esto es consecuencia de las erróneas políticas cambiaria y financiera seguidas en los últimos años de la década del setenta y principios de la del ochenta, del fuerte endeudamiento externo contraído y de la alteración de las condiciones de los mercados internacionales. Además, el problema fiscal se agudizó con el traspaso de la mayor parte de la deuda externa al sector público, sin que éste fuera dotado de los recursos para servirla.

Desde entonces, los principales problemas de la economía argentina pasaron a ser la obtención de divisas para pagar, al menos parte de los intereses externos -a través de la generación de un balance comercial positivo y de la permanente negociación con acreedores y organismos internacionales- y la percepción de recursos para evitar el financiamiento inflacionario del déficit fiscal. La crisis de balance de pagos se superpuso al virtual agotamiento del modelo de crecimiento de largo plazo que había seguido el país hasta mediados de la década del setenta y al ajuste estructural derivado de la nueva estrategia que intentó aplicarse a partir de 1976.

A pesar de los diversos intentos realizados por encontrar salidas a la crisis, a fines de la década del ochenta la economía argentina se encuentra ante un nudo de situaciones críticas en varios frentes. Por un lado, se impone la necesidad de retomar el crecimiento económico, lo cual exige una recuperación de los niveles de inversión y una sustancial reasignación de recursos. Por otro, se requiere mantener una tasa de inflación tolerable, compatible con el desenvolvimiento normal de la actividad económica. Por último, es preciso

* Este trabajo fue preparado por el consultor señor Guillermo Escudé y el señor Simón Guerberoff, en el marco del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo".

salvaguardar el equilibrio de las cuentas externas. Obviamente, esto debe lograrse de un modo consensual, para que resulte viable en el contexto sociopolítico democrático.

La formación del ahorro constituye una parte central del proceso de desarrollo económico. Ello reviste particular validez en la situación argentina actual, por lo que este trabajo intenta un primer análisis del comportamiento del ahorro interno y externo en el período de ajuste iniciado en 1981.

En la sección 1 se presenta un panorama general de la situación crítica por la que atraviesa la economía argentina. En la sección 2 se analiza la evolución del ahorro interno y externo a partir de las definiciones tradicionales de estos conceptos, y en la siguiente se hace otro tanto para el ahorro público y privado. En la sección 4 se ofrece una reseña histórica del proceso de endeudamiento argentino, partiendo de la reforma financiera de 1977. La sección siguiente examina, mediante un modelo formal, la viabilidad del ajuste y la capacidad de pagar la deuda externa. El concepto de ahorro externo es revisado luego en función de las posibilidades de repago, introduciéndose la noción del ahorro externo ajustado. En la sección final se analizan empíricamente los determinantes del ahorro.

SECCION 1

PANORAMA GENERAL

Desde el primer choque petrolero (1975) la economía argentina se ha caracterizado por el estancamiento y los altibajos. La tasa promedio de crecimiento del PIB real, que en el quinquenio 1971-75 había sido de 2,9%, cae a 2,3% en 1976-80 y a -2% en el quinquenio siguiente, recuperándose parcialmente (1,5%) en el trienio 1985-87. Tan sólo en 1980-82 el PIB real decreció 11,3%.

En términos por habitante, este deterioro es mucho más dramático. El PIB por habitante en 1987 fue 6,4% inferior al de 1970. Más aún, el PIB por habitante de cualquiera de los años 1982-87 es significativamente menor al de cualquiera de los años 1970-80.

Si bien es probable que la informalidad se haya expandido durante el período, de manera que las estimaciones

oficiales puede subestimar la evolución del PIB, es difícil que la corrección de esa distorsión modifique en forma sustancial al panorama que las cifras gruesas configuran (cuadro 1).

Destaca el notable estancamiento de la economía argentina durante los últimos años. Desde 1981 el PIB real se ubica de manera sistemática en niveles inferiores al de 1979 y 1980; sólo el de 1987 supera al de 1977. Esta realidad indica que si bien el desempeño de la economía argentina durante la década del 70 dejó mucho que desear, la eclosión de la crisis de la deuda externa agravó marcadamente la situación.

Uno de los índices más elocuentes de la decadencia económica argentina es el desplome de la participación de la inversión bruta en el PIB durante la presente década. De un promedio del 21,6% durante el período 1970-81, se pasó a un promedio de 13% durante el sexenio 1982-87 y a una de 11,6% durante la segunda mitad de este último período. Estos guarismos están cercanos a una inversión neta negativa, o sea al decrecimiento absoluto de la infraestructura productiva. Por otro lado, confirman que es en la década del 80 que se deteriora aceleradamente el proceso económico, si bien el proceso de acumulación había dado inequívocas muestras de agotamiento (cuadro 2).

La economía argentina siempre ha sido extremadamente vulnerable a los avatares de origen externo. Tradicionalmente, las crisis económicas en el país se han originado en el sector externo a consecuencia, del imperativo de inducir un ajuste ante una situación de escasez de divisas. Puede resultar paradójico entonces que la difícil situación de los años 80 haya venido aparejada de un sistemático excedente comercial. En el sexenio 1982-87 el excedente comercial (bienes más servicios reales) ascendió a 17.022 millones de dólares corrientes, o sea más de siete veces el excedente comercial (2.308 millones) de los seis años previos. Este vuelco es indicativo de un significativo esfuerzo comercial, lo cual redundó en una ingente transferencia de recursos reales al exterior.

Si medimos el esfuerzo comercial mediante las exportaciones en dólares corrientes, se observa también un marcado crecimiento durante los tres períodos. Así, el nivel de las exportaciones del período más reciente casi triplica el nivel del primero (cuadro 3).

Cuadro 1
EVOLUCION DEL PIB REAL
porcentajes

Periodo	Crecimiento acumulado	Crecimiento anual medio
1970-75	15,1	2,9
1975-80	11,8	2,3
1980-85	-10,5	-2,0
1985-87	7,6	1,5

Cuadro 2
PARTICIPACION DE LA INVERSION
BRUTA INTERNA EN EL PIB
promedio anual

Periodo	IBI/PIB
1970-75	21,2
1976-81	22,1
1982-87	13,0

Cuadro 3
BALANCE COMERCIAL E INTERESES EXTERNOS NETOS
millones de dólares corrientes

Periodo	Exportaciones	Balace comercial	Intereses netos	Cuenta corriente
1970-75	19.091	1.153	1.666	-1.194
1976-81	51.041	2.308	5.647	-6.245
1982-87	55.998	17.022	27.399	-15.307

No obstante, la posición deudora del país frente al resto del mundo se ha deteriorado sustancialmente. El excedente comercial alcanza para servir apenas una pequeña fracción de los intereses de la deuda externa. Por ello, la cuenta corriente del balance de pagos ha sido sistemáticamente negativa, acrecentándose así el endeudamiento externo del país (cuadro 4).

Cuadro 4
DEUDA EXTERNA
millones en dólares corrientes

1975	7.875
1980	27.162
1985	49.326
1986	51.422

SECCION 2

AHORRO INTERNO Y EXTERNO

Los bajos niveles de inversión bruta en la década del 80 se traducen, por identidad contable, en niveles igualmente bajos de ahorro. Si partimos de la identidad macroeconómica.

$$Y = C + I + X - M$$

y restamos de ambos lados de la igualdad el pago neto a los factores del exterior, Z, al despejar I podemos descomponer el ahorro total en el ahorro interno y el ahorro externo.

$$(1) \quad I = S = (Y - Z - C) + (M - X + Z) = S_I + S_x$$

Si Y es el PIB, $Y - Z$ es el Ingreso Bruto Nacional (YBN). Para financiar la inversión el país utiliza su ahorro interno, compuesto por el excedente del YBN sobre el consumo, y recurre además al ahorro externo, o ahorro del resto del mundo. El ahorro externo que el país utiliza para financiar su inversión se refleja en el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos.

El ahorro interno en términos reales ha venido disminuyendo en forma continua desde que en 1977 alcanzó el máximo del período (Fanelli 1984). A partir de 1981, el ahorro interno es sistemáticamente menor que el de todos los años del período 1970-80. Por su parte, el ahorro externo acusa mayores altibajos, si bien en todos los años desde 1980, salvo 1985, exhibe niveles superiores a los del período previo.

Cuadro 5
**MONTOS ABSOLUTOS Y SIGNIFICACION
 DEL AHORRO INTERNO Y EXTERNO, 1970-87**

	Ahorro=	Ahorro	Ahorro	Significación (%) de ahorro	
	inversión	Interno	Externo	Interno	Externo
	Austresales de 1970				
1970	1.860,6	1.775,3	85,3	0,95	0,05
1971	2.062,7	1.913,1	149,6	0,93	0,07
1972	2.084,8	2.016,8	68,0	0,97	0,03
1973	1.987,0	2.125,5	-138,5	1,07	-0,07
1974	2.008,8	2.034,3	-25,5	1,01	-0,01
1975	2.045,1	1.807,9	237,2	0,88	0,12
1976	2.186,3	2.303,9	-117,6	1,05	-0,05
1977	2.643,6	2.848,3	-204,7	1,08	-0,08
1978	2.222,3	2.514,9	-292,6	1,13	-0,13
1979	2.449,9	2.323,4	126,5	0,95	0,05
1980	2.674,4	2.023,2	651,2	0,76	0,24
1981	2.048,9	1.434,1	614,8	0,70	0,30
1982	1.644,7	1.267,9	376,8	0,77	0,23
1983	1.469,5	1.059,1	410,4	0,72	0,28
1984	1.306,9	887,4	419,5	0,68	0,32
1985	1.045,5	828,0	217,5	0,79	0,21
1986	1.219,2	620,3	598,9	0,51	0,49
1987	1.434,8	579,8	855,0	0,40	0,60

Mientras la participación del ahorro externo en el financiamiento de la inversión no superó el 8% del total durante la década del 70 y fue negativa durante cinco de los diez años (lo cual implica que el país disminuyó su endeudamiento con el exterior), en la década del 80 creció de manera vertiginosa hasta llegar a un nivel sin precedentes de 60% en 1987 (cuadro 5).

En el cuadro 6 se presenta la participación del ahorro interno y externo en el PIB tomando como base, por un lado, las series calculadas a precios constantes y, por el otro lado, las series calculadas a precios nominales. La principal diferencia entre ambas es que para pasar del Producto Bruto Interno al Ingreso Bruto Nacional (YBN), debe adicionarse en el primer caso el efecto de la variación de los términos de intercambio,

Cuadro 6
SIGNIFICACION DEL AHORRO
INTERNO Y EXTERNO, 1970-87
porcentajes respecto del PIB

	A precios constantes		A precios corrientes	
	Ahorro Interno	Ahorro Externo	Ahorro Interno	Ahorro Externo
1970	20,2	1,0	20,3	0,9
1971	21,0	1,6	21,0	0,9
1972	21,7	0,7	20,4	1,2
1973	22,0	-1,4	20,6	-1,4
1974	20,0	-0,3	19,7	-0,1
1975	17,9	2,3	25,0	1,5
1976	22,8	-1,2	29,9	-2,8
1977	26,5	-1,9	29,1	-2,0
1978	24,2	-2,8	26,6	-2,7
1979	20,9	1,1	21,9	0,7
1980	17,9	5,8	19,4	3,3
1981	13,6	5,8	13,7	4,6
1982	12,7	3,8	11,6	5,4
1983	10,3	4,0	13,1	4,2
1984	8,4	4,0	9,8	4,7
1985	8,2	2,2	10,8	1,8
1986	5,8	5,6	8,8	3,9
1987	5,3	7,9	8,3	5,9

o ganancia del intercambio, que mide la ganancia o pérdida que se deriva de las variaciones de los términos de intercambio con el exterior. Cuando se utilizan las series a precios corrientes ese concepto está implícitamente incorporado. La brecha entre ambas aumenta en los años en que se producen grandes variaciones en los términos de intercambio.

Sea cual fuere el criterio que se utilice, se comprueba que la participación del ahorro externo aumenta fuertemente en la década del 80, mientras que la del ahorro interno cae en forma sostenida. También la suma de ambos disminuye, reflejo del deterioro de la participación de la inversión.

Para comprender la trayectoria del ahorro interno en términos reales es necesario analizar su composición, (cuadros 7 y 8). El consumo real creció hasta 1980, con una baja

Cuadro 7
COMPOSICION DEL AHORRO INTERNO
australes de 1970

	PIBpm	GI	Z	YBN	C	Ahorro interno
	1	2	3	4=1+2+3	5	4-5
1970	8.774,5		-105,6	8.668,9	6.893,6	1.775,3
1971	9.104,6	111,9	-108,0	9.108,5	7.195,4	1.913,1
1972	9.293,7	136,5	-109,0	9.321,2	7.304,4	2.016,8
1973	9.641,8	215,3	-96,2	9.760,9	7.635,4	2.125,5
1974	10.163,0	118,6	-69,5	10.212,1	8.177,8	2.034,3
1975	10.102,7	-35,2	-86,6	9.980,9	8.173,0	1.807,9
1976	10.101,5	-92,3	-100,4	9.908,8	7.604,9	2.303,9
1977	10.746,6	-3,3	-118,8	10.624,5	7.776,2	2.848,3
1978	10.400,3	-46,4	-153,3	10.200,6	7.685,7	2.514,9
1979	11.130,1	82,1	-156,1	11.056,1	8.732,7	2.323,4
1980	11.295,3	342,3	-216,4	11.421,2	9.398,0	2.023,2
1981	10.542,9	361,6	-469,4	10.435,1	9.001,0	1.434,1
1982	10.020,8	21,7	-730,8	9.311,7	8.043,8	1.267,9
1983	10.321,0	12,0	-915,5	9.417,5	8.358,4	1.059,1
1984	10.584,9	92,3	-931,1	9.746,1	8.858,7	887,4
1985	10.104,6	-6,7	-976,7	9.121,2	8.293,2	828,0
1986	10.656,2	-152,4	-930,4	9.573,4	8.953,1	620,3
1987	10.870,9	-287,7	-890,0	9.693,2	9.113,4	579,8

en el primer período del Proceso de Reorganización Nacional (1976-78). Luego presenta un leve repunte. Por otro lado, el YBN presenta una tendencia ascendente hasta 1980 y una declinante desde entonces, siendo el IBN de todos los años del sexenio 1982-87 inferior al de cualquiera de los años 1973-81.

La caída en el YBN de la década del 80 está asociada en forma inequívoca a un estancamiento en el PIB y a un marcado crecimiento en el pago neto a los factores del exterior, aunque también el deterioro de los términos de intercambio pesa en los últimos dos años del período. Por supuesto, es esta caída en el YBN, conjuntamente con un ligero aumento en el consumo, lo que genera la gran disminución en el ahorro interno que se aprecia desde 1977. En cambio, en el período previo el ahorro interno había tendido a

Cuadro 8
COMPOSICION DEL AHORRO INTERNO
RESPECTO DEL PIB A PRECIOS CONSTANTES

	PIBpm	GI	Z	YBN	C	Ahorro interno
	1	2	3	4=1+2+3	5	4-5
1970	100	0,0	-1,2	98,8	78,6	20,2
1971	100	1,2	-1,2	100,0	79,0	21,0
1972	100	1,5	-1,2	100,3	78,6	21,7
1973	100	2,2	-1,0	101,2	79,2	22,0
1974	100	1,2	-0,7	100,5	80,5	20,0
1975	100	-0,3	-0,9	98,8	80,9	17,9
1976	100	-0,9	-1,0	98,1	75,3	22,8
1977	100	-0,0	-1,1	98,9	72,4	26,5
1978	100	-0,4	-1,5	98,1	73,9	24,2
1979	100	0,7	-1,4	99,3	78,5	20,9
1980	100	3,0	-1,9	101,1	83,2	17,9
1981	100	3,4	-4,5	99,0	85,4	13,6
1982	100	0,2	-7,3	92,9	80,3	12,7
1983	100	0,1	-8,9	91,2	81,0	10,3
1984	100	0,9	-8,8	92,1	83,7	8,4
1985	100	-0,1	-9,7	90,3	82,1	8,2
1986	100	-1,4	-8,7	89,8	84,0	5,8
1987	100	-2,6	-8,2	89,2	83,8	5,3

crecer, a pesar del aumento en el consumo, debido a la expansión del PIB y en el YBN.

La participación del consumo en el PIB ha tendido a crecer, aun cuando se ha mantenido relativamente constante desde 1980 (cuadro 7). Por otro lado, el YBN tuvo una participación relativamente constante durante la década del 70, si bien ésta ha tendido a erosionarse durante la década del 80, como consecuencia del incremento de los pagos netos a factores del exterior.

En el cuadro 9 se da cuenta de la participación del ahorro externo en el PIB, a partir de las variables que lo explican. Se lo descompone en el superávit de la balanza comercial y el pago neto a factores del exterior. El saldo del balance comercial fue relativamente modesto hasta 1975

Cuadro 9
**COMPOSICION DEL AHORRO EXTERNO
 RESPECTO DEL PIB, 1970-87
 A PRECIOS CONSTANTES**

	Exporta- ciones	Importa- ciones	Ganancias intercambio	Balace comercial	Pago neto a factores externos	Ahorro externo
	X	M	GI	X-M+GI	Z	-(X-M+GI-Z)
1970	9,2	9,0	0,0	0,2	1,2	1,0
1971	8,0	9,7	1,2	-0,5	1,2	1,6
1972	8,0	9,0	1,5	0,4	1,2	0,7
1973	8,8	8,6	2,2	2,4	1,0	-1,4
1974	8,4	8,6	1,2	0,9	0,7	-0,2
1975	7,6	8,8	-0,3	-1,5	0,9	2,4
1976	10,0	7,0	-0,9	2,2	1,0	-1,2
1977	12,0	9,0	-0,0	3,0	1,1	-1,9
1978	13,5	8,8	-0,4	4,3	1,5	-2,8
1979	12,2	12,7	0,7	0,3	1,4	1,1
1980	11,4	18,3	3,0	-3,8	1,9	5,8
1981	12,9	17,7	3,4	-1,4	4,5	5,8
1982	14,1	10,7	0,2	3,5	7,3	3,8
1983	14,7	9,9	0,1	4,9	8,9	4,0
1984	14,2	10,3	0,9	4,8	8,8	4,0
1985	16,8	9,2	-0,1	7,5	9,7	2,2
1986	14,8	10,3	-1,4	3,1	8,7	5,6
1987	13,9	10,9	-2,6	0,3	8,2	7,9

inclusive, al menos respecto de su trayectoria posterior. Desde entonces, salvo el período de sobrevaluación de la moneda nacional a raíz de la "tablita cambiaria" de Martínez de Hoz (1980-81), en que hay déficit, el saldo ha sido positivo y elevado.

Por su parte, los pagos al exterior han sido positivos durante todo el período, si bien durante la década del 80 crecen enormemente, superando por amplio margen el excedente comercial. Esto significa que una parte sustancial es financiada con un mayor endeudamiento, lo cual implica un aporte de ahorro externo según la definición convencional de

este término. En síntesis, el ahorro externo fue poco significativo y de signo fluctuante durante el periodo 1970-79, y fuertemente positivo con posterioridad.

Volviendo a la expresión (1), podemos resumir las consideraciones previas con la observación de que lo significativo de la década del 70 es cierta expansión del PIB, lo cual permitió una moderada ampliación en el consumo real y un significativo aumento en el ahorro interno, en tanto que la participación del ahorro interno en el PIB acusaba sólo una leve variación. En cambio, lo que se destaca en la década del 80 es el estancamiento del PIB y el crecimiento de los pagos a los factores del exterior, dando lugar a la señalada sustitución de ahorro interno por ahorro externo.

SECCION 3

AHORRO PUBLICO Y PRIVADO

Dada la importancia del sector público en la economía argentina, es lógico interesarse en la composición del ahorro interno, según el sector que lo origina o sea, conviene descomponer el ahorro interno en ahorro privado y ahorro público. Partiendo de (1), podemos efectuar tal descomposición del siguiente modo

$$\begin{aligned}
 (2) \quad s_I &= Y - Z - C \\
 &= (Y - Z_p + TR - C_p - T) + (T - G - Z_G - TR) \\
 &= s_p + s_G
 \end{aligned}$$

donde C_p es el gasto privado en consumo y G , T y TR son las erogaciones corrientes, los ingresos corrientes y las transferencias en moneda local del sector público, respectivamente. (Por supuesto $C = C_p + G$). s_G y Z_G son el ahorro y los intereses externos del sector público; y s_p y Z_p , el ahorro y los intereses externos del sector privado.

Contando con la serie de ahorro público (s_G) a partir de las ejecuciones presupuestarias del sector público consolidado y dada la serie de ahorro interno (s_I) podemos obtener en forma residual una estimación del ahorro del sector

privado (s_p). Debido a la discrepancia entre la metodología de cálculo del presupuesto público y la de las cuentas de producto e ingreso, es conveniente basarse en las series a precios corrientes, y no en las series deflactadas. Por ello, en esta sección nos limitamos al análisis de las participaciones en el PIB (cuadro 10).

El ahorro público ha sido muy fluctuante, siendo en general positivo hasta 1980 inclusive, salvo en 1975, en que es fuertemente negativo. El trienio 1970-72 corresponde a la última fase del periodo militar de la llamada "Revolución Argentina", durante el cual comienza a acelerarse la inflación y baja significativamente la recaudación impositiva.

El trienio 1973-75 es el del interregno civil peronista, con grandes desbordes en las erogaciones corrientes del tesoro público. Luego viene el largo periodo militar del "Proceso de Reorganización Nacional" (1976-83). Hasta 1977 aumenta el ahorro público, tanto por una mayor recaudación (tributaria y no tributaria) como por menores egresos corrientes. Desde entonces el ahorro público comienza a disminuir en forma sostenida, hasta volverse negativo en 1981 y caer en 1982 y 1983 por debajo de los niveles de 1975. Cabe aclarar que los años 1981 y 1982 fueron fuertemente recesivos, lo cual debe haber influido en la menor recaudación tributaria. Sin embargo, el repunte observado en 1983 no logró incrementar significativamente el ahorro.

Ya a partir de 1976 los intereses de la deuda pública comienzan a ser significativos (más del 2 por ciento del PIB), llegando en 1982 a representar más del 10% del PIB. Las erogaciones corrientes, como porcentaje del PIB, fueron en casi continuo aumento durante todo el periodo militar después de la reducción inicial de 1976, superando con holgura en los años 1980-82 los elevados niveles del interregno civil. Por su parte, los ingresos corrientes se mantuvieron durante todo este periodo en niveles elevados (entre 32 y 35%) respecto de los de la década del 70.

El gobierno del Presidente Alfonsín logra eliminar los grandes desahorros corrientes del periodo 1981-83; pero el gravoso peso de los intereses externos, impide generar ahorros significativos. Inicialmente (1984), ingresos y egresos caen, para luego aumentar en 1985, sobre todo los primeros, como consecuencia del Plan Austral. En el último bienio en consideración ambos disminuyen. Debe tenerse en cuenta que en todo el periodo final (desde 1982), el peso de los intereses sobre la deuda externa pública es superior al 3% del PIB.

Cuadro 10
AHORRO PUBLICO: EJECUCION PRESUPUESTARIA
participación en el PIB

Años	Ingresos corrientes	Egresos corrientes		Otros
		Intereses Externos	Intereses Internos	
1970	31,4	0,3	0,4	24,4
1971	28,0	0,4	0,4	23,9
1972	26,3	0,5	0,5	22,5
1973	27,1	0,3	0,7	26,2
1974	30,5	0,4	0,7	29,0
1975	24,0	0,5	0,7	29,5
1976	27,7	0,5	1,6	24,5
1977	32,5	0,6	1,4	22,5
1978	36,3	0,6	2,5	27,8
1979	34,4	0,5	2,6	27,6
1980	35,6	0,8	2,6	31,0
1981	34,7	2,2	5,2	32,0
1982	32,0	4,6	5,7	29,1
1983	34,2	5,0	0,9	35,1
1984	32,9	4,2	0,8	33,2
1985	40,2	4,6	0,8	34,8
1986	38,2	3,5	0,4	32,8
1987	35,1	3,4	0,5	31,8

Años	Ahorro	Egresos netos de capital		Inversión financiera o superávit
		Inversión Real	Otros	
1970	6,3	7,9	0,2	-1,78
1971	3,3	7,6	0,2	-4,55
1972	2,7	8,2	0,1	-5,56
1973	-0,1	7,0	0,5	-7,53
1974	0,3	7,5	0,8	-7,97
1975	-6,8	8,1	0,6	-15,47
1976	1,2	11,2	1,8	-11,75
1977	7,9	11,9	1,1	-5,10
1978	5,5	12,0	0,3	-6,77
1979	3,7	9,9	-0,1	-6,14
1980	1,2	8,9	-0,3	-7,50
1981	-4,6	8,4	0,3	-13,31
1982	-7,4	7,8	-0,2	-14,93
1983	-6,9	8,8	0,4	-16,07
1984	-5,2	7,1	0,2	-12,62
1985	0,0	6,5	0,2	-6,72
1986	1,6	6,9	0,1	-5,34
1987	-0,5	6,9	0,1	-7,50

SECCION 4

LA REFORMA FINANCIERA DE 1977 Y EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO ARGENTINO

A pesar del sostenido superávit comercial, el persistente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos signa el actual período de la economía argentina. La cobertura de ese déficit se traduce en un creciente endeudamiento externo. Para comprender los alcances de la situación actual es necesario remontarse, aunque sea brevemente, a la génesis del endeudamiento externo argentino.

El inicio del Proceso de Reorganización Nacional en 1976 sigue a un largo período de represión financiera caracterizado por controles sobre las tasas de interés que implicaban rentabilidades fuertemente negativas para los depositantes. Si se corrigen las tasas de interés activas del período 1950-76 según la variación en el índice de precios mayoristas, se obtienen tasas reales positivas en sólo cinco de los veintiséis años considerados.

En la práctica, se tenía una recurrente utilización del impuesto inflacionario para financiar el déficit público, un sistema crediticio fuertemente dirigido, y una canalización del crédito hacia sectores subsidiados. Por supuesto, las tasas pasivas negativas desincentivaban los depósitos en el sistema financiero institucionalizado, lo que provocaba desintermediación financiera. Las empresas tendían a autofinanciarse mediante la generación de elevados excedentes financieros, en un ambiente protegido por elevados aranceles.

El plan económico del nuevo gobierno se basaba en un reordenamiento de las finanzas públicas y en un programa de liberalización tanto comercial como financiera. En lo comercial, en los primeros dos años fueron rebajados sustancialmente los aranceles a la importación y en 1978 se aprobó un programa de reducción de arancelaria trimestral que en un plazo de cinco años debía llevar el valor medio de las tarifas desde un promedio de 41 hasta un 20 por ciento.

En 1977 se llevó a cabo, por otro lado, una reforma financiera integral. Esta se caracterizaba por el retorno al sistema de encajes fraccionarios, luego del breve período de nacionalización de depósitos (1973-76). También se estipulaba la libertad de fijación de tasas de interés por parte de los

intermediarios financieros. Además, se ampliaba considerablemente la operatoria de los bancos comerciales y se establecía una gran libertad de entrada al sistema, con la idea de fomentar la competencia entre las entidades.

Si bien inicialmente el gobierno logró reducir los elevados déficit fiscales del período precedente, las necesidades de financiamiento siguieron siendo elevadas. Tras alcanzar una significación de 15,5 y 11,8 por ciento del PIB en los años 1975 y 1976, las necesidades de financiamiento del sector público pasaron a representar entre el 5,1 y el 7,5 por ciento del PIB en los años 1977-80. Pero a pesar de una reducción sustancial en la financiación monetaria del déficit de la Tesorería, la expansión monetaria siguió elevada, en parte por el funcionamiento de la Cuenta de Regulación Monetaria.

Esta fue creada al volverse al sistema de encajes fraccionarios, debido a que cuando se devolvió a las entidades financieras la facultad de disponer de los depósitos se consideró necesario imponer un encaje elevado para evitar un efecto monetario expansivo. Habiéndose optado por un encaje único sobre todo tipo de depósito, el encaje con efecto monetario neutro resultó ser del 45 por ciento. La aplicación de un encaje tan elevado hubiera provocado una severa contracción crediticia y obligado a las entidades a establecer un gran diferencial entre tasas activas y pasivas para hacer frente a sus costos operativos. Sin embargo, como también se estaba materializando una apertura financiera al exterior, las entidades nacionales no hubieran podido competir con el financiamiento externo. Por ello se ideó el mecanismo de la Cuenta de Regulación Monetaria.

Según este mecanismo, el Banco Central pasaba a remunerar los encajes legales que las entidades mantuvieran, mientras les cobraba una imposición sobre la capacidad prestable originada en los depósitos en cuenta corriente. En la práctica se utilizó la misma tasa para ambos conceptos. Y como la mayor parte de los depósitos estaban colocados a plazo y el encaje era elevado, la cuenta debía necesariamente ser deficitaria. Tal mecanismo aliviaba financieramente a las entidades financieras, pero redundaba en emisión monetaria. En la práctica se fue reduciendo de manera paulatina el coeficiente de encaje, pero no se logró un incremento significativo de los depósitos en cuenta corriente. Por lo tanto, el equilibrio en la cuenta se consiguió de manera gradual.

Ante el escaso éxito de los intentos de estabilización, el gobierno decidió utilizar el tipo de cambio como instrumento antiinflacionario. En diciembre de 1978 se comenzó a anunciar

un plan de minidevaluaciones decrecientes, con la esperanza de que ello eliminaría la incertidumbre cambiaria, permitiendo así una reducción de la tasa de interés nominal a niveles más cercanos a los internacionales. Pero fundamentalmente se pensaba que un ritmo devaluatorio declinante tendería a limitar el alza de precios de los bienes competidores con los importados. Si existía algún grado de sustituibilidad entre tales bienes y los domésticos, la tasa de inflación encontraría pronto un techo.

En la práctica la inflación mostró ser más difícil de doblegar. Al cabo de varios meses de apreciación cambiaria, eran numerosas las empresas que se veían en dificultades por la competencia de productos importados. Además, las empresas con posibilidades de obtener créditos en el exterior podían hacer arbitraje a costa de un creciente endeudamiento externo, toda vez que mientras la tasa de interés activa interna era levemente positiva, el mecanismo de la tablita cambiaria aseguraba una tasa de interés real negativa sobre los créditos externos. Durante 1979 y 1980 el sector privado se endeuda en unos 8.500 millones de dólares en el exterior. Posteriormente, cuando el sector privado disminuye su endeudamiento externo, el gobierno comienza a endeudar a las empresas públicas, en un intento por mantener el ingreso de divisas. Por esta vía, empero, lo que se hizo fue financiar la fuga de capitales, pues ante la certeza de que tendría que producirse una fuerte corrección cambiaria, las carteras privadas se estaban dolarizando.

La reforma financiera dio lugar a una considerable expansión del sistema financiero en cuanto al número de entidades en operaciones, sucursales y personal ocupado. Estos últimos factores aumentaron los costos operativos de las entidades, aunque ello recién se torna importante con posterioridad al estallido de la crisis financiera. Muchas empresas medianas y pequeñas iban tornándose insolventes, debido a la competencia externa inducida por la apreciación cambiaria y la liberalización comercial. Cuando la tasa de inflación mensual declina finalmente a niveles en torno al 4 por ciento mensual, a fines de 1979, se produce una brusca elevación de la tasa de interés real.

Algunas empresas estaban por entonces al borde de la quiebra. Pero muchas, al estar fuertemente endeudadas con el sistema financiero, refinanciaban mediante un mayor endeudamiento los intereses que no podían afrontar. De tal manera, las carteras de préstamos iban perdiendo calidad y la situación de liquidez de muchos bancos se tornaba precaria. Además,

como la supervisión del Banco Central sobre las entidades era muy defectuosa, algunos bancos afrontaban la falta de liquidez captando mayores depósitos a tasas de interés muy elevadas. Como había garantía total para los depósitos en moneda doméstica de escaso monto, los depositantes aprovechaban las elevadas tasas sin preocuparse por la solvencia del banco.

La quiebra del banco que tenía mayor captación de depósitos de la plaza (Banco de Intercambio Regional) en marzo de 1980 fue el detonante de la crisis financiera argentina. La pérdida de los depósitos en dólares, la pérdida parcial de los depósitos en moneda doméstica y la licuación inflacionaria de los depósitos con garantía motivó una corrida bancaria que el Banco Central debió afrontar mediante la extensión de los montos con garantía plena y masivos redescuentos a los bancos en dificultades.

A pesar de la incertidumbre cambiaria y de la evidente sobrevaluación de la moneda doméstica, el gobierno se limitó a devaluar en un tímido 10%, antes de concluir su gestión. Entre marzo de 1981 y fines de 1983 se suceden tres nuevos presidentes militares, con sus respectivos ministros de economía. La gestión del primero de éstos se traduce en masivas devaluaciones, que ponen en aprietos a las empresas con fuerte endeudamiento externo.

Es de notar que los propietarios de muchísimas de tales empresas tenían sus pasivos en moneda extranjera totalmente cubiertos mediante activos en las mismas monedas. Pero mientras los pasivos estaban en "blanco", los activos estaban en "negro". Con el objeto de lograr la refinanciación de los pasivos externos el gobierno establece un mecanismo de seguro de cambios. Ello significaba fijar un tipo de cambio subvencionado para el pago en moneda nacional de las deudas externas privadas, mientras el gobierno se hacía cargo de la deuda con el exterior.

Luego del breve mandato del general Galtieri, durante el cual se libra la guerra de las Malvinas, tiene lugar una nueva reforma financiera y una extensión del mecanismo de los seguros de cambio. Mientras éstos permitían estatizar una apreciable fracción de la deuda externa privada, la reforma financiera de 1982 licuaba las deudas de las empresas (públicas o privadas).

La reforma consistió en el desdoblamiento del mercado financiero en dos segmentos, uno regulado y otro libre. El primero estaba afecto a un encaje del 100 por ciento y a tasas de interés máximas significativamente inferiores a la inflación. El segundo no estaba sujeto a encaje mínimo (salvo los

depósitos indizados) y tenía una tasa de interés libre. En la práctica, el segmento significativo era el regulado. Esta regulación establecía mediante un "préstamo básico" que el Banco Central otorgaba a las entidades financieras, el cual les permitía financiar sus carteras de préstamos con independencia de los depósitos que recibieran. Tal segmento del sistema reproducía entonces el mecanismo básico del régimen de nacionalización de depósitos. El préstamo del Banco Central a las entidades debía ser devuelto en un plazo de cinco años, a medida que las entidades fueran recuperando su cartera activa.

Por supuesto, la licuación de los pasivos privados externos e internos implicó una fuerte redistribución de riqueza. El Estado asumía las deudas privadas, en tanto que los activos seguían siendo privados. Tal proceso no podía menos que generar gravísimas consecuencias fiscales. Apenas instalado, el primer gobierno civil hubo de abocarse al intento de elevar la presión tributaria, mientras mantenía elevados encajes en el sistema financiero, recurría al impuesto inflacionario y a otros expedientes, como el del "ahorro forzoso", y aumentaba la deuda pública tanto interna como externa. Los elevados encajes en el sistema financiero, así como la emisión de títulos públicos denominados en dólares que se cotizan por debajo de la par, tuvieron el efecto adicional de presionar fuertemente hacia arriba las tasas de interés internas, desplazando así al sector privado del crédito doméstico. Además, el imperativo de recortar el gasto público indujo al gobierno a reducir la inversión pública, en un contexto de incertidumbre sobre el futuro económico que se tradujo en una bajísima inversión privada.

La progresiva transferencia de la deuda externa privada hacia el sector público a través de los mecanismos mencionados se refleja claramente en la forma en que evoluciona la composición de la deuda externa (cuadro 11).

Cuadro 11
PARTICIPACION DE LA DEUDA PRIVADA
EN LA DEUDA EXTERNA TOTAL

	Deuda total miles de millones US\$	Participación privada (%)
1975	7,9	48,9
1980	27,2	46,8
1983	45,1	29,6
1986	51,4	13,0

SECCION 5

POLITICA DE AJUSTE Y PAGABILIDAD
DE LA DEUDA EXTERNA

Una pregunta relevante para la conceptualización del ahorro en un país como la Argentina es si la deuda externa cuyo servicio se está contabilizando es atendible en el largo plazo. En caso de que la respuesta sea positiva, entonces no cabe duda de que el país recibe efectivamente un aporte de ahorro externo, consistente en la parte de los servicios de la deuda que se refinancian. Ese fue el criterio con que se elaboraron las series de las secciones 2 y 3 de este trabajo. Pero si se piensa en el endeudamiento progresivo que se está viviendo revela una situación insuperable por las vías normales, entonces es necesario hacer un replanteo global de la verdadera situación del país.

Por supuesto, en abstracto se puede decir sin vacilar que la deuda externa si es atendible. Si se realizan los ajustes estructurales que permitan reasignar los recursos económicos hacia las actividades que generan bienes exportables y si efectivamente se los coloca en los mercados internacionales, entonces la deuda es atendible en el largo plazo. Un tipo de cambio real suficientemente elevado, la eliminación de trabas a la importación y la reducción en la absorción de ahorro por parte del sector público contribuirían a tal propósito.

Sin embargo, el ajuste estructural necesario puede ser de tal envergadura que no resulte viable para el equilibrio sociopolítico imperante (Massad, 1987). Por ejemplo, generar un excedente externo suficiente para inducir una gradual reducción en el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos supone el mantenimiento de un tipo de cambio real muy elevado durante un prolongado período, que permita la plena vigencia de incentivos económicos que los agentes consideren permanentes y que los induzcan a realizar fuertes inversiones en los sectores productores de bienes exportables.

Pero la contrapartida de este tipo de cambio real elevado es un salario real deprimido, al menos en el corto y mediano plazo.¹ Si la reducción necesaria en el salario real es muy grande, pierde viabilidad social y política. Apenas el gobierno intenta imponer un tipo de cambio real muy elevado, las presiones que recibe desde el lado gremial se intensifican. La naturaleza del sistema sociopolítico, por lo tanto, no es ajena a la delimitación de las políticas de ajuste viables.

Siguiendo esta línea de razonamiento, a menudo la mejor voluntad del gobierno en materia de ajuste estructural se ve frustrada por el hecho que los agentes económicos de cuyas decisiones depende el éxito de las respectivas políticas tienen una diferente visión de las verdaderas dificultades que entraña llevarlas a la práctica. En consecuencia, toman sus decisiones teniendo en cuenta que las políticas presentes pueden revertirse en el corto plazo, debido a las resistencias que generan. Esos agentes pueden tener presente en su memoria los intentos fallidos del pasado. Y esa memoria puede erosionar severamente credibilidad a las políticas gubernamentales en marcha (Calvo, 1988; Escudé, 1988b).

Tal puede ser el caso de la inversión en la Argentina actual. El repliegue de la inversión pública ha conformado uno de los ejes fundamentales del intento de ajuste en las cuentas públicas. Se necesitaría un elevado flujo de inversión privada en los sectores productores de bienes exportables para posibilitar la reasignación de recursos necesaria para el ajuste estructural. Si el gobierno impone un tipo de cambio real elevado y asegura que lo mantendrá, el sector privado puede dudar de la capacidad del gobierno para resistir las múltiples presiones de sectores interesados en la apreciación cambiaria. Además, como las inversiones son de largo plazo y el horizonte del gobierno mucho más breve, el sector privado ha de

1. Acerca de esta relación inversa, véase Escudé (1988a).

tener en cuenta la posible reacción electoral ante una política que en el corto plazo perjudica a grandes mayorías.

Este es otro ejemplo de cómo la naturaleza del sistema sociopolítico incide sobre la viabilidad de las políticas. En el caso argentino, la existencia de un régimen democrático obliga a los potenciales inversores a pronosticar los resultados electorales y los programas económicos de los probables ganadores. Pero la validez de este argumento también se extiende a los países con regímenes autoritarios, como lo comprueban de manera dramática una serie de experiencias recientes.

La dificultad de lograr un ajuste de la magnitud requerida para que la deuda externa sea pagable en el largo plazo ha sido a todas luces evaluada por los tenedores de títulos de la deuda externa argentina. El hecho de que muchos de tales títulos se coticen en los mercados secundarios a menos de un cuarto de su valor contable constituye un claro indicio de que el mercado no considera la deuda pagable a su valor pleno. Una manera de interpretar este fenómeno es que el mercado considera que en algún momento se tendrá que admitir la realidad y que habrá entonces que modificar las condiciones contractuales de esa deuda (Rodríguez, 1986).

Así como el valor real de la deuda no es el contable, lo mismo sucede con los intereses. Si en la actualidad éstos no son servidos, sino que se los refinancia mediante la generación de deuda adicional, puede concluirse que nunca van a ser pagables plenamente. No parece razonable, en consecuencia, tomarlos en su valor pleno cuando estimamos la magnitud del ahorro externo que la economía recibe, al menos si el objetivo de tal ejercicio es el de tratar de evaluar los condicionantes de largo plazo que enfrenta la economía argentina.

Por otro lado, tampoco parece lícito adoptar el extremo opuesto de dejar los intereses sobre la deuda externa completamente fuera del panorama, toda vez que ello subestimaría enormemente los condicionantes de largo plazo. La realidad debe buscarse en el terreno intermedio. El fondo de la argumentación puede expresarse ilustrativamente mediante la figura de la quiebra. Si bien tal figura jurídica no existe en el terreno internacional, parece ser la forma más sintética de referirse a la situación del gobierno de un país soberano que no está en condiciones de cumplimentar sus pasivos externos en el largo plazo.

Si bien no todos los agentes involucrados han aceptado públicamente esta realidad, es de presumir que todos la tienen en cuenta al tomar sus decisiones y al actuar. En todo caso,

no todos los agentes involucrados estiman que ya ha llegado el momento en que los costos de mantener la situación actual son mayores que los beneficios de aceptar las pérdidas. Para algunos (en particular, los bancos acreedores) puede aún resultar preferible seguir "ganando tiempo", mientras su situación se fortalece.

Indudablemente, son los países cuyos gobiernos están en virtual estado de quiebra los "agentes" que más se perjudican con el mantenimiento de la actual situación. Pues el estado de indefinición en que se encuentran sus economías traba sus posibilidades de ajuste para el logro de una mejor inserción de largo plazo en la economía internacional. La incertidumbre que el proceso de perpetua negociación para la refinanciación de intereses impagos genera sobre el funcionamiento de estas economías hace más difícil superar la postración derivada de la exigua inversión privada (Machinea y Fanelli, 1987; McArthur y Thorne, 1987). Además, la persistencia de la actual situación mantiene a esas economías fuera del mercado internacional de capitales, dado que su fiabilidad ("*creditworthiness*") continúa bajo sospecha.

Si las observaciones precedentes tienen validez, en algún momento tendrá que redefinirse la verdadera capacidad de pago del gobierno al exterior y llegarse a un arreglo acerca de cómo se distribuirán las pérdidas. De hecho, actualmente se tiene la paradójica situación de que cierto porcentaje de las pérdidas ya han sido reconocidas por los acreedores, en la medida en que éstos se han desprendido de partes de sus tenencias de títulos, vendiéndolas en los mercados secundarios, sin que el país se haya beneficiado con tal reconocimiento.

Si una parte de los intereses devengados sobre la deuda externa es impagable en el largo plazo, entonces cuando hacemos una proyección del ahorro interno y externo para discernir las necesidades de financiamiento futuro de la economía sólo debe tomarse la parte de los intereses sobre la deuda externa pública que se considere pagable en el largo plazo. O sea, debe realizarse un ejercicio que implica, de alguna manera, anticiparse a la resultante del complejo proceso de negociación entre las partes involucradas que en algún momento deberá realizarse, y que terminará con una sustancial quita en la deuda externa pública.

Ilustraremos la idea esbozada mediante el modelo expuesto en un trabajo teórico reciente de uno de los autores. Supongamos que el país genera un excedente comercial B , que no alcanza para pagar los intereses de la deuda externa iD , donde i es la tasa de interés internacional y D el *stock*

nominal de la deuda. La deuda crece, entonces, según la ecuación:

$$(3) \quad D' = iD - B.$$

Por otro lado, la evolución del precio de mercado de los títulos de deuda viene dada por la siguiente ecuación de arbitraje:

$$(4) \quad (i + \theta)p = B/D + (i - B/D)p + p'$$

Esta ecuación dice que en todo instante el rendimiento de una unidad de deuda debe ser igual a su costo de oportunidad.

El costo de oportunidad se toma como el interés que podría obtenerse mediante la colocación del importe resultante de la venta del título, donde a la tasa de interés internacional se agrega una prima de riesgo país θ , que penaliza la tenencia de títulos de deuda. Por otro lado, el rendimiento de una unidad de deuda viene dado por la suma de tres componentes: la fracción que le corresponde del saldo comercial, B/D , suponiendo que el excedente se reparte de manera equitativa entre todos los tenedores; el valor de mercado de los títulos de deuda que se entregan sobre los intereses que deben refinanciarse, $(i - B/D)p$; y la ganancia o pérdida esperada de capital sobre el título de deuda, p' . Si suponemos que las expectativas son racionales, ésta es la ganancia o pérdida real.²

La ecuación (4) puede interpretarse como expresión de la idea de que en todo instante el precio del título debe estar ajustándose de manera tal que a sus propietarios les resulte indiferente mantenerlo o venderlo. Si no fuera así, existiría la posibilidad de hacer arbitraje.

Por otro lado, suponemos que la prima de riesgo está relacionada con la dificultad de lograr el equilibrio en la cuenta corriente. Podemos tomar, entonces,

$$(5) \quad \theta = \sigma (i - B/D)$$

2. Véase la justificación de la ecuación de arbitraje en Carlos A. Rodríguez (1988). En este trabajo se supone que tanto la prima de riesgo como el excedente comercial son constantes.

donde γ es una constante positiva (entre cero y la unidad) que indica la sensibilidad de la prima de riesgo al déficit en la cuenta corriente (por unidad de deuda).

El sistema formado por las ecuaciones (3), (4) y (5) es explosivo si se parte de una situación deficitaria en la cuenta corriente del balance de pagos. La deuda externa está destinada a crecer y la cotización de los títulos de la deuda a disminuir. Pero cabe preguntarse qué sucederá si se trata de agrandar el excedente comercial de manera de ir cerrando la brecha de la cuenta corriente. Para contestar este interrogante, agregamos a las ecuaciones precedentes la siguiente ley de ajuste del excedente comercial:

$$(6) \quad B' = \gamma (iD - B)$$

donde γ es la velocidad de ajuste. Siempre que el excedente comercial es menor que los intereses sobre la deuda, se procura aumentar el excedente comercial. La magnitud del parámetro γ indica la intensidad del esfuerzo de ajuste.

Definamos como nueva variable el excedente comercial por unidad de deuda externa, $b = B/D$. Diferenciando b y utilizando las ecuaciones (3) y (6), obtenemos la siguiente ecuación:

$$(7) \quad b' = (\gamma - b)(i - b)$$

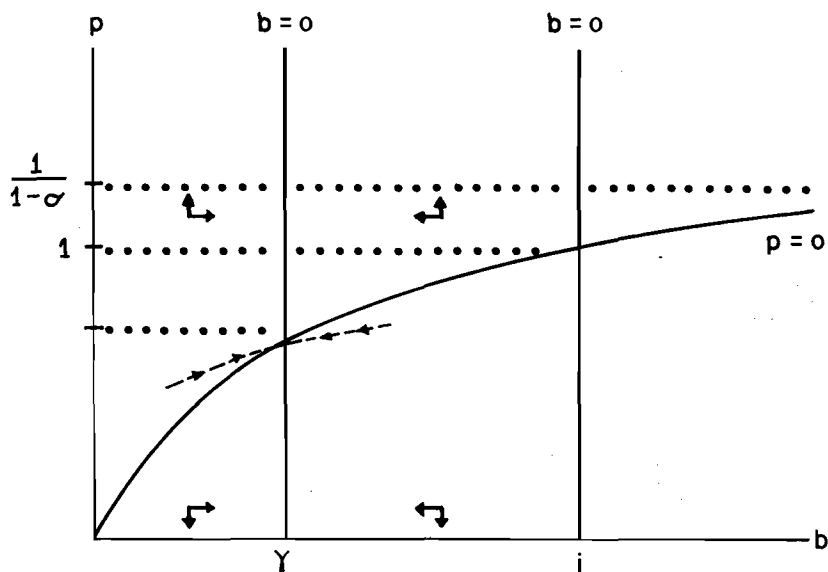
Además, si reemplazamos (3) en (2), luego de reordenar, obtenemos

$$(8) \quad p' = (\sigma i + (1 - \sigma)b)p - b$$

Las últimas dos ecuaciones forman un sistema que determina las trayectorias de b y p .

Supongamos que inicialmente la velocidad de ajuste comercial γ , es significativamente inferior a la tasa de interés internacional, i . El sistema tiene dos puntos estacionarios, uno inestable y otro estable en el sentido de la teoría de las expectativas racionales. El punto inestable no es relevante. La Figura 1 nos da la dinámica cuando se está cerca del punto de ensilladura ubicado en la intersección de $b = \gamma$ y la curva $p' = 0$. Se tiene un sendero de ensilladura que lleva al equilibrio. Esto se debe a que la variable p no es histórica, sino que, al estar guiada por las expectativas, puede pegar saltos

Figura 1



cuando cambian las circunstancias y los agentes, informados, actúan consecuentemente.

El excedente comercial por unidad de deuda tiende a γ y la cotización de los títulos a $1/(1 - \sigma + \sigma i/\gamma)$. Nótese que este último límite es necesariamente inferior a la unidad cuando $\gamma < i$. Por lo tanto, los títulos de la deuda necesariamente se cotizarán con un descuento. La tasa de descuento será $\sigma(i/\gamma - 1)$. Además, en el estado estacionario habrá déficit en la cuenta corriente, pues $b = \gamma < i$.

Un estado estacionario con γ positivo no parece factible bajo la situación descrita, pues ello implicaría que si bien el coeficiente b se estabiliza, tanto la deuda externa como el excedente comercial continúan creciendo para siempre, aun cuando el país no haya vuelto a una situación de financiamiento externo voluntario, pues sus títulos de deuda siguen cotizándose con un fuerte descuento. Parecería que, tarde o temprano, las posibilidades de ajuste del excedente comercial se agotan y que γ debe hacerse igual a cero. En ese caso, el estado estacionario estable está en el origen, donde B es constante, D crece al infinito y p tiende a cero.

Si, partiendo de un cierto excedente comercial constante, el país despliega un esfuerzo comercial consistente en llevar γ a un valor positivo, la cotización de los títulos

debería saltar hasta ubicarse en el sendero que lleva al nuevo equilibrio estacionario. A partir de allí, p y b avanzarían gradualmente por ese sendero. Pero en el evento de que el nuevo valor de γ siga siendo inferior a la tasa de interés internacional, el problema de endeudamiento no se habrá resuelto, ya que la cotización de los títulos tiende a un valor menor que la unidad, o sea la prima de riesgo sigue siendo positiva.

Para resolver el problema del endeudamiento es necesario que γ se vuelva mayor que i . Si no es posible aumentar γ hasta tornarla mayor que i , es necesario disminuir el valor de i , lo cual implica efectuar una quita sobre la tasa de interés aplicada a la deuda. Si suponemos que se realiza una negociación entre deudor y acreedores que implica aumentar γ a cambio de una merma en i , donde γ se hace mayor que i , la situación se modifica radicalmente.

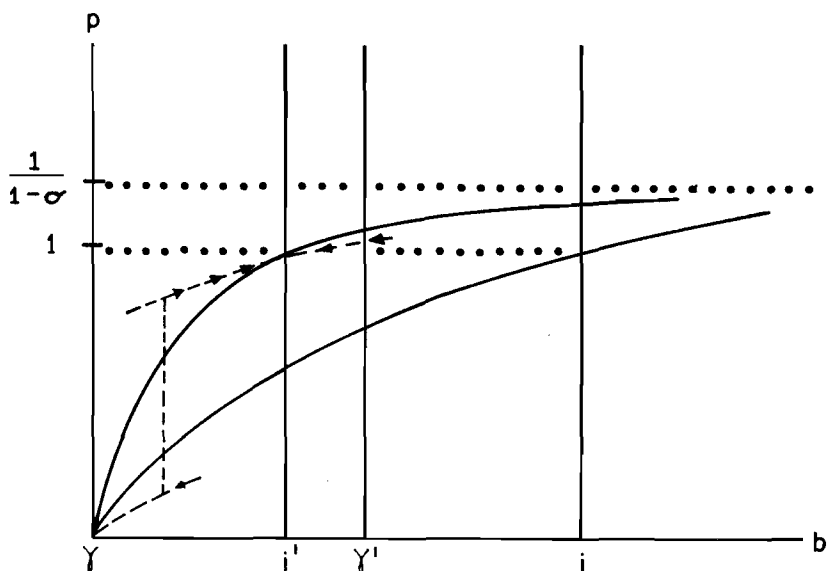
Si inicialmente se estaba avanzando hacia el origen de coordenadas, con un excedente comercial constante, una deuda creciente y cotizaciones decrecientes, el ajuste con quita eleva el valor de mercado de los títulos, hasta que éstos se ubican en el nuevo sendero. A partir de allí, b y p aumentan paulatinamente hasta los nuevos valores de equilibrio.

Como se ve en la Figura 2, el equilibrio estable es ahora el que conduce los títulos de deuda a un valor de paridad. Además, como b tiende a i , la cuenta corriente tiende al equilibrio. Por lo tanto, la prima de riesgo tiende a desaparecer. El país puede retomar el camino del crecimiento atrayendo capitales del resto del mundo.

Aparte de la cuestión del ajuste estructural que permita la obtención de un mayor excedente externo con la finalidad de pagar un mayor porcentaje de los intereses sobre la deuda, está el problema de la voluntad política de recomprar porciones de la deuda, a cambio de activos. Un caso particular es el de la compra del título por parte del gobierno, mediante el pago, en moneda doméstica, de un monto superior al valor de mercado del título, con el objeto de que el acreedor pueda adquirir activos reales o financieros en el país, una de las variantes de la llamada "capitalización de la deuda". En estos casos, en lugar de ajustar el funcionamiento de la economía, se cancelan los pasivos externos mediante la entrega de activos domésticos.

En Escudé (1988a) se modifica el modelo recién esbozado para incorporar una variante del esquema de capitalización que consistiría en la aplicación de un determinado porcentaje del excedente comercial a la recompra de títulos de deuda. La

Figura 2



esencia del análisis expuesto no se altera. Los esquemas de capitalización de deuda sólo producen alteraciones de segundo orden y no pueden resolver el problema básico.

SECCION 6

EL CONCEPTO DE AHORRO EXTERNO AJUSTADO³

En su acepción más simple, el concepto de ahorro está normalmente asociado al de acumulación o formación de capital. Desde un punto de vista macroeconómico, representa los recursos que la sociedad produce y no consume, los cuales dan lugar a la producción en períodos futuros.

3. Esta sección y la siguiente se basan en el trabajo de Simón L. Guerberooff "Crecimiento y restricción externa: el caso argentino en los años 90", mimeo, 1988.

En términos de una economía abierta simplificada, sin variaciones de precios internos ni internacionales, ni movimientos internacionales de factores, ni flujos autónomos de capitales, el concepto de ahorro se desglosa en ahorro interno y externo, en la medida en que la sociedad utiliza recursos en exceso de los que produce, o bien puede utilizar menos bienes de los que produce, transfiriendo el saldo al exterior. Volviendo a los conceptos introducidos en la sección 2, esto podría representarse del siguiente modo

$$(9) \quad Y = C + I + X - M$$

$$(10) \quad I = S = (Y - C) + (M - X)$$

$$(11) \quad S = S_I + S_x$$

Aún en una economía simple como la descrita, es obvio que se requieren movimientos internacionales de capitales para financiar los desequilibrios del comercio exterior, mera contraparte de la producción y absorción internas de bienes finales. Esto queda de manifiesto en la ecuación del balance de pagos. Si no hay variaciones en las reservas internacionales del país, se tiene

$$(12) \quad F = M - X$$

donde F es el financiamiento externo recibido, igual al exceso de importaciones sobre exportaciones. Para simplificar el análisis, se supone que el financiamiento externo no devenga intereses.

Reemplazando (12) en (11), en términos financieros se tiene

$$(13) \quad I = S = S_I + F$$

Nótese que en este caso F es también igual al aumento del endeudamiento externo del país.

Supongamos ahora que la remuneración al capital externo utilizado sea una cantidad z por año. En este caso, una parte de los recursos producidos por la sociedad debería destinarse al pago de dichos factores y, por lo tanto, restarse del consumo o la inversión, a menos que se obtenga financiamiento del exterior.

Por su parte, el ingreso de los residentes se verá disminuido en la medida en que una parte de los bienes

generados en el país deba destinarse a remunerar a no residentes. Las ecuaciones anteriores quedarían expresadas del siguiente modo:

$$(14) \quad YBN = Y - Z = C + I + X - M - Z$$

$$(15) \quad I = S = (YBN - C) + (M + Z - X)$$

$$(16) \quad S = S_I + S_x$$

donde YBN es el ingreso nacional.

En términos de flujos financieros, la ecuación del balance de pagos sería, suponiendo que no hay variaciones de reservas

$$(17) \quad F = M + Z - X$$

Como es lógico, ahora el financiamiento externo recibido (F) es la contraparte, por una lado, del saldo del balance comercial (X - M) y, por el otro, de los servicios a factores productivos del exterior Z.

F es el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos con signo cambiando. En ausencia de movimientos autónomos de capitales y de variaciones de activos de reservas internacionales, coincide con el aumento del endeudamiento externo neto.

Nótese que en este caso el ahorro doméstico es el excedente del ingreso nacional sobre el consumo (YBN - C). Se considera pues que los montos para el pago de factores al exterior que deben realizar los residentes (Z) no están disponibles para el consumo ni para financiar la inversión. Sólo podrá disponerse de esos recursos en la medida en que se cuente con el financiamiento externo necesario para remunerar a dichos factores (por ejemplo, refinanciaciones o nuevos préstamos).

Esto implica, por un lado, la aceptación de la existencia de una restricción al consumo o la inversión, asociada a la disponibilidad de recursos financieros externos, desde un punto de vista macroeconómico. Por otro, que los agentes económicos toman en cuenta esas mismas restricciones al adoptar sus decisiones de consumo e inversión.

El esquema precedente puede ampliarse con una variante en la cual una parte del pago de factores del exterior está a cargo del gobierno. La ecuación (15), que representa el ahorro

total, se obtendría como resultante de las siguientes ecuaciones:

$$(18) \quad S_p = Y - Z_p - T + TR - C_p$$

$$(19) \quad S_G = T - G - TR - C_G$$

$$(20) \quad S_x = M - X + Z_G + Z_p$$

$$(21) \quad S = S_p + S_G + S_x$$

además

$$(22) \quad Y_D = Y - Z_p - T + TR$$

Y_D es el ingreso disponible del sector privado.

Un hecho significativo es que los pagos a factores del exterior que realiza el gobierno (Z_G) no afectan directamente el ingreso disponible del sector privado, pero sí lo hacen en forma indirecta, a través de los impuestos que el gobierno recauda para hacer frente a dichos pagos.

Por otro lado, el aumento del endeudamiento externo S_x refleja el financiamiento obtenido tanto por el sector público como por el privado.

Cabe destacar que las distintas definiciones de ahorro están implícitamente referidas a un contexto en que la economía se desenvuelve dentro de patrones normales. Esto implica por un lado, la viabilidad de la política macroeconómica, lo que supone un normal servicio de la deuda; y por otro, la consistencia en el comportamiento de los agentes económicos, en un sentido *ex ante*. La viabilidad del ajuste macroeconómico fue considerada en la sección anterior.

Respecto al segundo punto, cabe recordar que a pesar de las complicaciones que se han ido introduciendo, sigue siendo válido el requisito de que el ahorro total de la economía refleja la parte del producto que no se consume ($Y - C$) como la magnitud de los recursos que la sociedad recibe o cede al exterior ($M - X$). En el caso de desbalances extremos -como los que exhiben los países latinoamericanos altamente endeudados-, los agentes económicos podrían no tomar en cuenta el efecto pleno de los devengamientos de los servicios, en la medida en que no los consideren viables o sostenibles en el largo plazo, lo que daría lugar a acciones inconsistentes.

Por ejemplo, si el gobierno desea aplicar una presión tributaria demasiado alta para financiar sus gastos, y esto genera evasión fiscal generalizada, no podría decirse que el sector privado tiene en cuenta *ex ante* para decidir sus gastos los mismos impuestos que espera recaudar el gobierno para financiar los suyos.

Los anteriores conceptos pueden plantearse también de un modo alternativo. El saldo en la cuenta corriente del balance de pagos con signo contrario equivale al ahorro externo o al aumento de endeudamiento externo, de acuerdo a la definición tradicional (ecuación 17). Además, de (17)

$$(23) \quad X - M = Z - F$$

es decir el saldo del balance comercial es el equivalente a la parte del devengamiento de pagos de factores al exterior -para simplificar asimilaremos a intereses de la deuda externa- que el país paga con recursos propios.

En la medida en que la deuda externa sea pública, las decisiones de gasto de consumo del sector privado se verán afectadas sólo si un aumento de la misma representa para el sector privado una expectativa mayor de carga tributaria. Este comportamiento podría representarse a través de la hipótesis del consumo basado en el ingreso permanente o el ciclo de vida, por ejemplo (Ando y Modigliani, 1963; Friedman, 1957).

Cabe preguntarse cuál puede ser la carta tributaria imputable anticipadamente por los agentes económicos. A este respecto, formularemos algunas observaciones.⁴

- a) Puede existir incertidumbre acerca de la posibilidad de que en el futuro se registra algún tipo de mejora en las tasas de interés o en los precios de exportables o bien una solución que alivie la carga de la deuda.
- b) Los agentes económicos pueden creer que el país en su conjunto deberá en algún momento pagar la deuda acumulada, pero aún así ignorar el momento en que ocurrirán dichos pagos y la forma concreta en que se distribuirá la carga tributaria.

Por estos motivos, podría concluirse que, desde el punto de vista de la consistencia entre el fenómeno macroeconómico de la deuda externa pública impaga y el comportamiento de los

4. El tratamiento es similar al de Barro (1974).

agentes económicos, la definición tradicional de ahorro externo no parece del todo apropiada para analizar la posible evolución de la economía, por lo menos en función del comportamiento de los agentes económicos privados. Un poder descriptivo bastante mayor tiene, en cambio, la parte del ahorro externo vinculada con el pago de servicios externos del gobierno con recursos propios del país. Obviamente, el caso es distinto para la deuda externa privada.

En la medida en que no se conozca la secuencia de pagos y en quienes recaerá la carga, la acumulación de deuda externa pública derivada de la atención sólo parcial de los intereses devengados en un período no desempeñará un papel relevante en la determinación de las decisiones presentes de gasto de consumo de los agentes económicos. Por supuesto, es de esperar que esta incertidumbre afecte de manera significativa las decisiones de inversión privada dado que son éstas, justamente, las que requieren un horizonte de tiempo prolongado, sea a través de la incertidumbre misma o de la expectativa de una alta presión tributaria.

La idea de no considerar ahorro externo la parte de la deuda pública externa que se acumula en cada período es equivalente a realizar un cálculo alternativo en el que se imputa una tasa de interés que permita el pago de los servicios.

En las secciones 2 y 3 se analizaron las series argentinas a la luz de las definiciones habituales de ahorro. Además, en la sección 5 se planteó la imposibilidad de atender plenamente los servicios de la deuda externa en ausencia de algún tipo de quita. En la presente sección se ha considerado la posible inconsistencia entre los planes de los agentes económicos involucrados. En el resto de esta sección y en la siguiente se elaborará un marco conceptual y un ejercicio que permita reconsiderar el esfuerzo de ahorro desde el punto de vista de los recursos reales cedidos por el país al exterior.

Con el fin de simplificar el análisis, mantendremos el supuesto de que no hay variación de activos de reservas internacionales, lo que es razonable en el mediano plazo. Consideraremos entonces "ahorro externo ajustado" al que incluye un devengamiento de intereses externos del gobierno ajustados de manera, que iguale el saldo del balance comercial, menos la parte del mismo que se destina a servir los pagos a factores del exterior del sector privado.

Obviamente, esto implica también redefinir en forma acorde el ahorro interno, teniendo en cuenta el del sector

público y el del privado. Se tienen entonces las siguientes ecuaciones

$$(24) \quad ZA_G = X - M - Z_p$$

$$(25) \quad SA_x = (M - X) + ZA_G + Z_p = 0$$

$$(26) \quad SA_p = Y - T + TR - C_p - Z_p$$

$$(27) \quad SA_G = T - TR - G - ZA_G = T - TR - C_G - (X - M - Z_p)$$

donde

ZA_G	pagos a factores del exterior ajustados
SA_x	ahorro externo ajustado
SA_p	ahorro privado corriente ajustado
SA_G	ahorro público corriente ajustado

Nótese que estos supuestos llevan implícitos la idea de que el saldo de la cuenta corriente, y por lo tanto el ahorro externo de la economía, es cero. Esto proviene del hecho de que se considera devengamiento de pagos de factores al exterior sólo la porción que fue de hecho servida con el excedente del balance comercial. Por otro lado, se observa que también el ahorro público corriente relevante (ecuación 27) ya no es aquel que considera el devengamiento total de intereses, sino la parte que es atendida en cada período con el saldo del balance comercial. Por esta parte es que el sector público deberá o bien disminuir sus gastos, o bien aumentar la presión tributaria sobre el sector privado.

En consecuencia, la definición relevante de ahorro interno pasa a ser⁵

$$(28) \quad SA_I = Y - C - ZA_G - Z_p = Y - C - (X - M)$$

5. Obsérvese que esta fórmula puede reescribirse de la siguiente forma

$$S = SA_I = (Y - ZA_G - Z_p) - C = YBNA - C$$

donde YBNA es el ingreso bruto nacional ajustado consecuente con las precedentes definiciones ajustadas de ahorro.

Según fluye de la suma de las ecuaciones (26) y (27), y teniendo en cuenta la ecuación (24), el ahorro total ajustado de la economía quedaría expresado de la siguiente manera.

$$\begin{aligned}(29) \quad S &= SA_I + SA_X \\ &= (Y - C - ZA_G - Z_P) \\ &= (Y - C) + (M - X)\end{aligned}$$

El ahorro total es igual al ahorro doméstico, puesto que el ahorro externo ajustado es por definición nulo.

La ecuación (29) conserva el requisito del punto (1) anterior, en el sentido de que permite obtener información sobre el esfuerzo de acumulación realizado internamente y los recursos financieros obtenidos del exterior o bien transferidos al exterior. Sin embargo, a diferencia del caso tradicional, en esta definición se considera exclusivamente como pago de factores al exterior la parte de los intereses de la deuda pública externa que el país atiende con recursos propios. Esto implica que la deuda externa pública acumulada por intereses no pagados no afecta el consumo privado presente ni tampoco, por lo tanto, el ahorro privado.

A su vez, de la ecuación (29) puede separarse fácilmente el excedente del producto sobre el consumo ($Y - C$), del excedente real del sector externo ($X - M$), que son variables necesarias para investigar las aplicaciones del esfuerzo de ahorro de la comunidad, según se verá más adelante.

Hasta el momento se ha trabajado en términos de variables expresadas en moneda local a precios corrientes. Resulta de interés conocer el efecto de la variación de los precios internacionales y del tipo de cambio real sobre la composición del esfuerzo de ahorro. La ecuación (29) muestra que para un nivel de ahorro total dado, un mayor excedente comercial sólo es compatible con un mayor excedente de producto sobre consumo. Más adelante se verá, que el esfuerzo de ahorro será tanto mayor mientras más desfavorables sean los términos del intercambio y cuanto más alto sea el tipo de cambio real.

Para el cálculo del efecto de los términos de intercambio, usualmente se utilizan los precios de importaciones como deflactor del balance comercial. En este sentido la ganancia de intercambio se define del siguiente modo:

$$\begin{aligned}
 (30) \quad \overline{GI} &= (\overline{X} \frac{\Pi_x}{\Pi_M} - \overline{M}) - (\overline{X} - \overline{M}) \\
 &= (\overline{X} \frac{\Pi_x}{\Pi_M} - 1)
 \end{aligned}$$

donde

\overline{GI}	ganancia de la variación de términos de intercambio
\overline{X}	exportaciones en moneda local a precios constantes
\overline{M}	importaciones en moneda local a precios constantes
Π_x	índice de precios de exportaciones en dólares
Π_M	índice de precios de importaciones en dólares

Esta fórmula parece razonable cuando se trata de medir el poder adquisitivo de las exportaciones en términos de importaciones, que es el caso habitual de los países cuyo problema reside en obtener divisas para importar bienes. Sin embargo, en el caso de los países altamente endeudados, el problema es obtener divisas, esto es por encima de las necesarias para adquirir las importaciones para hacer frente al pago de servicios financieros. En ese caso, el deflactor relevante es el índice de precios de exportaciones (Gutman, 1987; Guerberoff y Olives, 1988).

Utilizando esa definición, la ganancia de intercambio queda definida del siguiente modo:

$$\begin{aligned}
 (31) \quad \overline{GI} &= (\overline{X} - \overline{M} \Pi_M/\Pi_x) - (\overline{X} - \overline{M}) \\
 &= \overline{M}(1 - \Pi_M/\Pi_x)
 \end{aligned}$$

Para apreciar la forma en que la ganancia del intercambio afecta la composición del ahorro, la fórmula (29) del siguiente cuadro se reescribe así

$$\begin{aligned}
 (32) \quad \overline{S} &= (\overline{Y} + \overline{GI} - C) + (\overline{M} - \overline{X} - \overline{GI}) \\
 &= (\overline{YBI} - C) + (\overline{M} - \overline{X} - \overline{GI})
 \end{aligned}$$

Como se ve, una mejora en los términos del intercambio amplía el excedente del YBI sobre el consumo a precios

corrientes, en la medida en que aumenta en ingreso bruto interno y empeora el saldo del balance comercial cambiado de signo.

Por otro lado, puede analizarse el impacto de una variación en el tipo de cambio real. Con ese fin, definimos

$$(33) \quad \overline{Ge}_t = (\overline{X}_t - \overline{M}_t) \{ (e_t/e_0) (\Pi_{x,t}/\Pi_{x,0}) / (P_t/P_0) - 1 \}$$

donde

\overline{Ge}	ganancia por variación del tipo de cambio real
e	tipo de cambio nominal
P	índice de precios internos

A diferencia de la ganancia de intercambio, que expresa cambios en el poder adquisitivo del país en relación al resto del mundo, G_e expresa variaciones en los precios relativos "hacia el interior" de la economía. La forma en que afecta el componente de comercio exterior y excedente de producto sobre consumo queda de manifiesto en la ecuación siguiente, que se basa en la ecuación (32).

$$(34) \quad \overline{S} = (\overline{Y} + \overline{GI} + \overline{Ge} - C) + (\overline{M} - \overline{X} - \overline{GI} - \overline{Ge})$$

De la ecuación (33) se desprende que un balance comercial positivo es aumentado en términos de precios corrientes por un mayor tipo de cambio real. De la ecuación (34) surge que, si eso ocurre, se requerirá un mayor excedente de ingreso sobre consumo para obtener el mismo ahorro total. En la sección siguiente se analizarán los datos en función de estas categorizaciones.

SECCION 7

DETERMINANTES DEL AHORRO

Como se vio en la sección 1, la economía argentina se encuentra desde principios de la década del 80 en estado de estancamiento, una de cuyas manifestaciones fundamentales consiste en la fuerte caída de la inversión. En un sentido *ex post*, esta tiene como contrapartida un descenso del ahorro.

Desde el punto de vista del esfuerzo realizado por la comunidad en su conjunto, interesa distinguir las formas concretas a través de las cuales tiene lugar esta caída del ahorro.

A fines de la década del 70 y principios de la del 80 la situación económica internacional era muy favorable para la Argentina, con altos precios de exportables y, por lo tanto, convenientes términos de intercambio y fácil acceso a los mercados financieros internacionales. En este período el país resultó ser un importador neto de capitales, tanto por el exceso de importaciones sobre exportaciones como por los cuantiosos ingresos de capital financiero. La deuda externa se incrementó en 17.000 millones de dólares entre 1977 y 1980, de los cuales participaron paritariamente los sectores público y privado. Sin embargo, la errónea política cambiaria seguida precipitó al país a una crisis de balance de pagos. A esto se sumó el deterioro en las condiciones internacionales, donde se observaron fuertes caídas en los precios de los exportables, subidas de las tasas de interés y disminución del acceso al crédito, lo cual agravó fuertemente la crisis. Esta trajo consigo además un fenómeno nuevo, que es el fuerte aumento de los requerimientos de fondos fiscales para hacer frente a los pagos de intereses de la deuda pública externa, la que aumentó en forma acelerada.

La primera reacción ante este estallido fue tratarlo como si se tratara de una crisis de balanza de pagos, procurándose, en consecuencia, generar los excedentes de divisas mediante el ajuste del tipo de cambio real, por un lado, y la disminución de la absorción interna, por el otro. Sin embargo, los excedentes de divisas se consiguieron a costa de una depresión del nivel de actividad, fuertes restricciones a las importaciones, desorden fiscal y alta inflación entre 1981 y 1983, años del ajuste caótico (Frenkel, Fanelli y Winograd, 1986). En este período los giros de divisas por pagos e intereses ascendieron a unos 8.800 millones de dólares.

El nuevo gobierno constitucional adoptó a partir de 1984 una estrategia tendiente a negociar con los acreedores externos una reducción de la carga de la deuda, al tiempo que procuraba solucionar los principales desequilibrios de la economía, notoriamente el fiscal, que había llegado a significar 16% del PIB en 1983. Justamente por haberse colocado la problemática fiscal en el centro de la política económica, así como por la necesidad de replantear la estrategia de asignación e recursos, se denomina "de ajuste ordenado" el período que se inicia en 1984 (Guerberoff, 1988). La máxima expresión de este período es el Plan Austral, puesto en marcha en junio

de 1985, que apuntaba a reducir la inflación tanto con elementos heterodoxos como ortodoxos (Heymann, 1986; BCRA, 1985; Frenkel, Fanelli y Winograd, 1986; Rozenwurcel, 1987; Machinea y Fanelli, 1987; Bianchi, 1987; Gerchunoff y Bozzalla, 1987; Di Tella y Canavese, 1987; Dornbusch y Simonsen, 1987; y Guerberoff, 1987). Entre 1984 y 1987 las transferencias por pago de intereses de la deuda al exterior alcanzaron a 8.200 millones de dólares.

El ahorro a precios corrientes, que hacia 1980 mostraba niveles normales del orden del 22% del PIB, cayó en 1987 a 14% (cuadro 12). El déficit comercial ($M - X$) pasó de ser 2,2% del PIB a -6,9% y -1,8% en 1985 y 1986, respectivamente.⁶

Cuadro 12
DETERMINANTES DEL AHORRO
porcentajes respecto del PIB a precios corrientes

Año	S	Y-C	M-X	\overline{GI} a/	\overline{Ge} a/
1970	21,2	21,4	-0,2	-	-
1971	22,0	21,5	0,5	1,2	-0,1
1972	21,5	21,9	-0,4	1,4	-0,3
1973	19,3	21,9	-2,6	2,2	0,1
1974	19,6	20,5	-0,9	1,1	-0,1
1975	26,4	26,2	0,2	-0,3	-0,1
1976	27,0	31,4	-4,4	-0,9	0,7
1977	27,1	30,2	-3,1	-	0,3
1978	23,9	27,8	-3,9	-0,4	-0,8
1979	22,5	22,7	-0,2	0,7	0,1
1980	22,7	20,5	2,2	3,0	2,8
1981	18,3	17,9	0,4	3,4	1,4
1982	16,9	20,2	-3,3	0,2	-
1983	17,3	22,2	-4,9	0,1	-
1984	14,5	17,7	-3,2	0,8	-0,4
1985	12,6	19,6	-7,0	-	-0,6
1986	12,7	15,0	-2,3	-1,4	-1,0
1987	14,2	14,3	-0,1	-2,3	-0,8

a/ En % del PIB a precios constantes.

6. 1987 y en parte 1986 son años atípicos debido a que las condiciones climáticas influyeron negativamente en los cultivos de exportables.

En el período de ajuste caótico, el excedente de producto sobre el consumo subió levemente para permitir la generación de superávit en el balance comercial, aunque los requerimientos de ahorro fueron menores, debido a la caída en la inversión. En el período de ajuste ordenado, una nueva caída en la inversión permitió que el excedente del producto sobre el consumo volviera a caer, esta vez a niveles muy bajos respecto de los históricos. La caída del ahorro coincide con el deterioro de los términos del intercambio, cuya significación (3% del PIB en 1980) se tornó negativa (-1,4% en 1986). De acuerdo a la ecuación (34), ello suscita un efecto negativo sobre el excedente del ingreso y, por ende, sobre el consumo, al reducir el ingreso interno bruto. Al examinar los datos, es preciso tener en cuenta que la incidencia de los términos del intercambio es un efecto precio que ya está contenido en las cifras a precios corrientes.

Otro tanto sucede con el efecto de la variación en el tipo de cambio real, que también contribuye a una merma tanto del excedente sobre el consumo como del valor corriente de los recursos netos recibidos a través del balance comercial. Este efecto, que representaba 2,8% del PIB en 1980, había desaparecido al final del período de ajuste caótico y se había transformado en -1,0% para 1986. El vuelco del saldo del balance comercial, de negativo a positivo, requirió pues una proporción más alta del ingreso corriente a ser financiado al nuevo tipo de cambio real propio del ajuste que al vigente en 1980.

El cuadro 13 muestra en forma más sintética la evolución del ahorro y sus determinantes, en términos de los períodos de análisis definidos previamente. Cabe advertir que se están considerando variaciones porcentuales respecto de un PIB que varía de año en año.

Durante el período de ajuste caótico, el ahorro cayó 5,4% y el balance comercial insumió recursos adicionales por el equivalente de 7,1%, de manera que el excedente de producto sobre consumo debió crecer 1,7%, todas estas variables respecto del PIB. El período de ajuste ordenado se caracteriza por una nueva caída en el ahorro total, inducida por una baja de la inversión del orden de 4,6% del PIB. Las transferencias de recursos al exterior a través del balance comercial positivo disminuyeron en 2,6% entre 1983 y 1986, por lo que el excedente sobre el consumo cayó 7,2 puntos porcentuales, siempre en relación con el PIB.

En conjunto, entre 1980 y 1986 el ahorro cayó 10 puntos del PIB, que corresponden 4,5 a transferencias de

Cuadro 13
EVOLUCION DE LOS COEFICIENTES DE LOS
DETERMINANTES DEL AHORRO
A PRECIOS CONSTANTES
porcentajes respecto del PIB

Año	S	Y-C	M-X	GI	Ge	GI+Ge
1980-83	-5,4	+1,7	-7,1	-2,9	-2,8	-5,7
1984-86	-4,6	-7,2	+2,6	-1,5	-1,0	-2,5
1980-86	-10,0	-5,5	-4,5	-4,4	-3,8	-8,2

recursos al exterior a través del saldo positivo del balance comercial y 5,5 a la caída del excedente de producto sobre consumo. Nótese que la pérdida por concepto de deterioro de los términos del intercambio fue equivalente a 2,9% del PIB durante el período de ajuste caótico y a 1,5 en el cuatrienio 1983-86. Es decir, este elemento influyó negativamente en esa magnitud sobre el ahorro doméstico, lo que en términos agregados significó 4,4 puntos del PIB entre 1980 y 1986.

Por otra parte, el efecto tipo de cambio real, derivado de la recuperación del atraso cambiario, contrajo en 2,8 y 1% en los períodos 1980-83 y 1984-86 respectivamente, el excedente del producto sobre consumo, de modo que representó 3,8 puntos del PIB entre 1980 y 1986.

Los efectos sumados de ganancia de intercambio y tipo de cambio real representaron 8,2% del PIB para el período bajo análisis. De haberse deseado compensarlos, habría habido que desplegar un esfuerzo de signo contrario de esa magnitud. En otros términos, podría decirse que los 5,5 puntos porcentuales del PIB de caída del excedente de producto sobre consumo están "explicados" por cambios equivalentes a 8,2% del PIB en los precios relativos, lo cual implica que los efectos compensatorios por cantidades significaron 2,2% del PIB.

El análisis anterior es revelador de la magnitud de las transferencias de recursos involucradas en el proceso de ajuste que siguió a la crisis de la deuda. Por otro lado, la incertidumbre que trae aparejada la negociación permanente de la misma, una de cuyas consecuencias son las altas tasas reales de interés, hacen que el esquema se cierre mediante el expediente de comprimir la demanda de fondos para financiar inversiones.

Siguiendo los conceptos desarrollados precedentemente se cuantificó el ahorro público y privado, según las definiciones de ahorro ajustado que surgen de las ecuaciones (24) a (28). Con el fin de incluir los conceptos disponibles en las estadísticas de balance de pagos, se distinguió entre los pagos de factores al exterior realizados por el sector privado -consistentes en utilidades, dividendos y regalías-, de los efectuados por intereses sobre deuda. Esta distinción, aunque arbitraria, permite aislar los intereses externos transferidos del sector privados al público.

Llamando Z'_p a los pagos de utilidades, dividendos y regalías del sector privado, las definiciones de ahorro ajustado privado y público quedan del siguiente modo (recuérdese que por definición el ahorro externo es igual a cero).

$$\begin{aligned}
 (31) \quad S &= SA_I = SA_p + SA_G \\
 &= (Y - T + TR - Z'_p - C_p) + \\
 &\quad + \{T - TR - C_G - (X - M - Z'_p)\}
 \end{aligned}$$

A base de estas definiciones se construyen los cuadros 14, 15 y 16, obteniéndose primero el ahorro ajustado del gobierno y sus componentes; y a partir de éste, el ahorro ajustado del sector privado y sus componentes. En todos los casos se trabajó en términos de participaciones en el PIB a precios corrientes.⁷

De acuerdo a la definición adoptada, el ahorro externo ajustado es nulo y, en consecuencia, el ahorro total iguala al ahorro doméstico ajustado (cuadro 14). Durante el período de ajuste caótico, en que el ahorro ajustado del gobierno llegó a ser fuertemente negativo (más de 5% del PIB en 1982 y 1983), se registró un aumento del ahorro privado, que compensó en parte aquella caída.

Durante el período de ajuste ordenado se dio el proceso inverso, ya que el mayor ahorro público, combinado con la

7. Este método de trabajo constituye una primera aproximación al tema, en la medida en que utiliza fuentes de distinto origen, como son las ejecuciones presupuestarias, el balance de pagos y las cuentas nacionales. Un mínimo de consistencia exige operar en términos de precios corrientes; en la medida que se disponga de estadísticas más confiables, estos datos deberían, empero, ser revisados.

Cuadro 14
AHORRO PUBLICO Y PRIVADO
A PRECIOS CORRIENTES
porcentajes respecto del PIB

Año	Ahorro	Gobierno SA _G	Ahorro ajustado
	Total S		Sector privado SA _p
1970	21,2	6,6	14,6
1971	22,0	5,4	16,6
1972	21,5	3,2	18,3
1973	19,3	-2,2	21,5
1974	19,6	0,1	19,5
1975	26,4	-6,0	32,4
1976	27,0	-2,7	29,7
1977	27,1	5,9	21,2
1978	23,9	2,6	21,3
1979	22,5	4,2	18,3
1980	22,7	4,7	18,0
1981	18,3	-1,5	19,8
1982	16,9	-5,3	22,2
1983	17,3	-5,5	22,8
1984	14,5	-3,6	18,1
1985	12,6	-1,1	13,7
1986	12,7	3,8	8,9
1987	14,2	3,0	11,2

menor demanda de ahorro total que caracterizó la caída en la inversión, implicó una fuerte caída del ahorro privado.

El cuadro 15 permite una visión de la situación del sector público en relación a su capacidad de ahorro en el sentido habitual (ingresos corrientes menos egresos corrientes). Permite asimismo apreciar el efecto de los servicios de la deuda externa sobre las cuentas públicas, reflejado en el término ZA_G, es decir las divisas que el gobierno adquiere.⁸

8. En rigor, ZA_G no distingue entre divisas compradas por el gobierno para pagar intereses de las que pudiese comprar para formar reservas (o en su caso vender, desacumulando reservas). Sin embargo, no se considera que ello constituya una limitación excesiva, en la medida en que las acumula-

Cuadro 15
AHORRO AJUSTADO DEL GOBIERNO
A PRECIOS CORRIENTES
porcentajes respecto del PIB

Año	Ingresos corrientes menos egresos corrientes a/ (a)	Recursos externos comprados por el Gobierno (ZAG) (b)	Ahorro ajustado del Gobierno (SAG) (c)=(a)-(b)
1970	6,6	-	6,6
1971	3,7	-1,7	5,4
1972	3,3	0,1	3,2
1973	0,2	2,4	-2,2
1974	0,8	0,7	0,1
1975	-6,2	-0,2	-6,0
1976	1,7	4,4	-2,7
1977	8,6	2,7	5,9
1978	6,0	3,4	2,6
1979	4,2	-	4,2
1980	1,9	-2,8	4,7
1981	-2,4	-0,9	-1,5
1982	-2,8	2,5	-5,3
1983	-1,9	3,6	-5,5
1984	-1,1	2,5	-3,6
1985	4,6	5,7	-1,1
1986	5,1	1,3	3,8
1987	2,9	-0,1	3,0

a/ Excluye intereses externos.

El ZAG es significativo durante cinco años consecutivos, excluyendo 1987 por las razones ya expuestas. En los primeros años (periodo de ajuste caótico) estos requerimientos se sumaban a ahorro corriente negativo, generando un ahorro público ajustado fuertemente negativo. La situación se revierte a partir de 1986, en que el exceso de ingresos sobre gastos

ciones de reservas son transitorias y demandan recursos para su adquisición, como cualquier otro gasto. A los fines de este análisis no es relevante que las divisas sean adquiridas por el Banco Central, con tal que la Tesorería genere los recursos necesarios.

Cuadro 16
AHORRO AJUSTADO DEL SECTOR PRIVADO
A PRECIOS CORRIENTES
porcentajes respecto del PIB

	Excedente del consumo privado ($Y-T+TR-C_p$)	Pagos netos de factores del sector privado al exterior (Z'_p)	Ahorro ajustado del sector privado (SA_p)
1970	14,8	0,2	14,6
1971	17,8	1,2	16,6
1972	18,6	0,3	18,3
1973	21,7	0,2	21,5
1974	19,7	0,2	19,5
1975	32,4	-	32,4
1976	29,7	-	29,7
1977	21,6	0,4	21,2
1978	21,8	0,5	21,3
1979	18,5	0,2	18,3
1980	18,6	0,6	18,0
1981	20,3	0,5	19,8
1982	23,0	0,8	22,2
1983	24,1	1,3	22,8
1984	18,8	0,7	18,1
1985	14,9	1,2	13,7
1986	9,9	1,0	8,9
1987	11,4	0,2	11,2

corrientes, combinado con la reducción del saldo del balance comercial alcanzan a producir un ahorro ajustado positivo.

En otros términos, en el período de ajuste caótico el gobierno presenta ahorro corriente negativo si se excluyen los intereses externos, lo que sucedió sólo en 1975. A esto debe sumarse la demanda de divisas de gobierno, con lo cual se observan cinco años consecutivos de ahorro ajustado del gobierno negativo, y en especial dos años (1982 y 1983) con niveles superiores al 5% del PIB. En 1986 y 1987, en cambio, el ahorro ajustado es positivo y relativamente elevado.

En el cuadro 17 se desagrega el cuadro 13 en los sectores público y privado. Con el fin de facilitar el análisis, la atención vuelve a centrarse en los subperíodos definidos.

Cuadro 17
**DETERMINANTES DEL AHORRO RESPECTO DEL PIB
 A PRECIOS CORRIENTES**
variaciones % entre los años indicados

Años	Y-T+				T-TR-				GI+	
	S	SA _p	TR-C _p	Z' _p	SA _G	C _G	ZA _G	GI	Ge	G _e
1980-3	-5,4	+4,8	+5,5	+0,7	-10,2	-3,8	+6,4	-2,9	-2,8	-5,7
1983-6	-4,6	-13,9	-14,2	-0,3	+9,3	+7,0	-2,3	-1,5	-1,0	-2,5
1980-5	-10,1	-4,3	-3,7	+0,6	-5,8	+2,7	+8,5	-3,0	-0,6	-3,6
1980-6	-10,0	-9,1	-8,7	+0,4	-0,9	+3,2	+4,1	-4,4	-3,8	-8,2

Nota: S = SA = I

$$ZA_G = X - M - Z'_p$$

Se agrega eso si el período 1980-85, por ser 1985 el año del Plan Austral.

Tanto en el período de ajuste caótico como en el ordenado la proporción del ahorro sobre el PIB cae aproximadamente 5 puntos porcentuales. El período de ajuste caótico se caracteriza por la generación de un fuerte excedente externo, equivalente en 1983 a 6% del PIB, en contraste con el masivo ingreso de recursos del exterior observado en 1980.

El gobierno hubo de generar recursos para adquirir estas divisas, dado que no deseaba aumentar el desequilibrio fiscal; sin embargo, el excedente de gasto corriente en moneda local sobre ingreso corriente, cayó en realidad 3,8 puntos del PIB. El efecto combinado de ambas variables llevó a una disminución del ahorro público ajustado de 10 puntos del PIB. La mitad se financió con aumento del ahorro privado y los otros 5 no fueron requeridos, por haber caído la inversión.

En el período de ajuste ordenado, el sector público aumentó sus excedentes de gastos corrientes en moneda local sobre ingresos corrientes en 7% del PIB, tomando como punto de referencia 1986. Los excedentes externos disponibles para el gobierno se reducen si se toma como punto de comparación 1986, por lo cual cabe concluir que entre 1983 y 1986 el ahorro ajustado del gobierno aumentó 9% del PIB.

El aumento del ahorro público del orden de 9 puntos del PIB y la caída de casi 5 en la inversión registrados entre 1983

y 1986 son compatibles con la disminución de casi 14% en el ahorro privado.

El análisis del período 1980-1986 en su conjunto comprueba que se trata de un período de ajuste: el ahorro, es decir la inversión, cae 10 puntos del PIB; el ahorro privado 9 puntos; y el público, 1. Pero la caída del ahorro público es la resultante de un importante esfuerzo por aumentar (3%) el ahorro corriente, al tiempo que las compras de divisas representan un incremento de 4% del PIB.

Recordando la ecuación (34), es interesante incorporar al análisis la ganancia del intercambio y el efecto tipo de cambio real, que se cuantifican en las tres últimas columnas del cuadro 17. Como se ve, en 1986 la primera representaba 4,4 puntos del PIB de pérdida de ingreso respecto de 1980; y el segundo, un esfuerzo adicional sobre el componente local del ahorro de 3,8 puntos del PIB. Por ambos motivos tomados conjuntamente, el esfuerzo adicional del componente doméstico del ahorro sufrió un impacto *ex post* de 8,2% del PIB en términos de "efecto precio".

Los datos analizados revelan la magnitud del ajuste realizado. Este se traduce en una caída en la inversión, en un deterioro de similar magnitud en el ahorro privado, y en un aumento en el ahorro en moneda local del sector público para hacer frente a los pagos externos.

El efecto tipo de cambio puede ser tomado como un dato, en el sentido de que en 1980 la recuperación del atraso cambiario era inevitable y representa, en términos de ingreso corriente un mayor sacrificio que la mera generación de superávit en el balance comercial. Mejores términos del intercambio, por otro lado, habrían permitido alternativamente, disponer de más recursos para realizar mayores pagos al exterior -lo cual hubiera agravado el problema fiscal, salvo que se aumentaran los impuestos a las exportaciones- o para lograr un mayor ingreso disponible y un mayor ahorro privado.

Bibliografía

- Ando, A. y Modigliani, F.** (1963) The 'life cycle' Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, *American Economic Review*, March.
- Banco Central de la República Argentina,** (1985) *Memoria Anual*.
- Barro, R. J.,** (1974) Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy*, November-December.
- Bianchi, A.,** (1987) Adjustment in Latin America, 1981-86 en Corbo, V. et al., editors, *Growth-Oriented Adjustment Program*, International Monetary Fund - The World Bank, February.
- Calvo, Guillermo** (1988) Notes on credibility and economic policy, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*.
- Di Tella, G. y Canavese, A. J.** (1987) Inflation Stabilization or Hyperinflation Avoidance? The Case of the Austral Plan in Argentina: 1985-1987. Conferencia sobre Inflación y Estabilización, Fundación Ortega y Gasset, Toledo, España, junio.
- Dornbusch, R. y Simonsen, M. H.,** (1987) Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel, National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 2153, February.
- Escudé, Guillermo** (1988a) Ajuste comercial y quita en la solución del problema de la deuda externa, inédito.
- _____ (1988b) Modelo macroeconómico de base para la economía argentina, inédito.
- _____ (1988c) Comentario al trabajo de Guillermo Calvo, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*.

- Fanelli, J. M.,** (1984) Ahorro, inversión y financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina, *Ensayos Económicos* N° 31. septiembre.
- Fischer, S.** (1987) Resolving the International Debt Crisis, en Sachs, J., (ed.), *Developing Country Debt*, National Bureau of Economic Research, Washington, D. C.
- Frenkel, R., J. M. Fanelli, y C. Winograd,** (1986) Stabilization and Adjustment Programmes and Policies in Argentina, CEDES, December, mimeo.
- Friedman, M.** (1957) *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, N. J., Princeton University Press.
- Gerchunoff, P. y C. Bozalla,** (1987) *Posibilidades y límites de un programa de estabilización heterodoxo: el caso Argentina*, Instituto Torcuato Di Tella, enero.
- Guerberoff, S.,** (1987) Flexibilidad de precios, variaciones de stocks e incertidumbre: la política antiinflacionaria después del Plan Austral, *Desarrollo Económico* Vol. 27 N° 106, julio-septiembre.
- _____ (1988) Crecimiento y restricción externa: el caso argentino en los años 90, mimeo.
- Guerberoff, S y A. Olives,** (1988) La ganancia por términos de intercambio: una revisión y cuantificación para el caso argentino, BCRA, (próximo a publicarse).
- Gutmann, P.,** (1987) Measurement of Terms of Trade Effects, *The Review of Income and Wealth*, december.
- Heymann, D.** (1986a) El Plan Austral: Una Experiencia de Estabilización de Shock, en *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*, CEPAL, Buenos Aires, febrero de 1986.
- Machinea, J. L. y J. M. Fanelli,** (1987) Stopping Hyperinflation: The Case of the Austral Plan in Argentina, 1985-87, idem Di Tella et al.

- Massad, C.**, (1987) *La Deuda: Una Visión General*, en Roca S., editor, *Estabilización y ajuste estructural en América Latina*", ESAN, Instituto de Desarrollo Económico, Lima, Perú.
- McCarthy, D. F.**, y **A. Thorne**, (1987) *Argentine Problems for Achieving Macro Stability*, The World Bank, October, Mimeo.
- Rodríguez, C. A.**, (1986) *La deuda externa argentina*, CEMA, Buenos Aires, diciembre.
- Rodríguez, C. A.** (1988) *Un análisis teórico sobre la recompra de deuda externa en mercados secundarios*, Serie Seminarios, Instituto Torcuato Di Tella, agosto.
- Rozenwurcel, G.**, (1987) *La restricción externa antes y después de la crisis de la deuda. Un análisis del caso Argentino*, CEDES, Buenos Aires, septiembre.

**LA TASA
DE AHORRO NACIONAL
DEL BRASIL EN LOS AÑOS
OCHENTA**

Pedro Bodin de Moraes



INDICE

SECCION 1

EL AHORRO EN LA MACROECONOMIA 80

SECCION 2

**EL AHORRO NACIONAL
EN LOS AÑOS OCHENTA 81**

SECCION 3

AHORRO PUBLICO 82

3.1 Gobierno federal 83

3.2 Ahorro de las empresas públicas 90

SECCION 4

AHORRO PRIVADO 92

SECCION 5

**EL PROBLEMA DE LA DEUDA
Y EL AHORRO EN EL BRASIL 97**

SECCION 6

OBSERVACIONES FINALES 99

Bibliografía 102

LA TASA DE AHORRO NACIONAL DEL BRASIL EN LOS AÑOS OCHENTA*

Pedro Bodin de Moraes

La tasa de ahorro nacional del Brasil disminuyó en forma espectacular y casi continua (21,45 a 11,39% del PIB) durante el período 1975-1983. En los cinco años posteriores la tasa de ahorro se recupera, pero permanece por debajo del nivel alcanzado a comienzos de los setenta.

Cabe suponer que en un futuro próximo no se volverán a conceder préstamos voluntarios a naciones muy endeudadas, como el Brasil. En consecuencia, la inversión tendrá que financiarse con el ahorro interno, el cual asumirá entonces un papel fundamental para que el país vuelva a alcanzar un ritmo de crecimiento satisfactorio.

Tal vez el requisito más importante para inducir un aumento de la tasa de ahorro en la economía brasileña sea restablecer la capacidad del sector público para generar ahorros, lo cual será útil no sólo para las perspectivas de largo plazo, sino para encarar la coyuntura.

Este documento se inicia con un examen de las consecuencias que han tenido los últimos desarrollos teóricos de la macroeconomía en la conceptualización de los determinantes del ahorro privado y público. En particular, analizamos los efectos y la validez de la llamada proposición de equivalencia ricardiana. Describimos luego brevemente lo que le ocurrió a la tasa nacional de ahorro del Brasil en los dos últimos decenios. La sección 3 aborda la evolución de los componentes del ahorro público, a saber el ingreso público disponible y los gastos corrientes. Analizamos asimismo la evolución de los ahorros generados por las compañías federales públicas. En la sección 4 examinamos el comportamiento del ahorro privado. Señalamos que hubo una clara desviación respecto de la

*. El presente documento fue preparado para el seminario "Financiamiento del Desarrollo", por la CEPAL. El autor expresa sus agradecimientos a Nicolás Eyzaguirre, Manuel Marfán y Rogelio Werneck por sus útiles observaciones y a Jean Pauline Jorio por su ayuda en materia de investigaciones.

proposición de equivalente ricardiana y sostenemos que ella se debió a que hubo consumidores con restricciones de liquidez y a que se produjeron fugas de capitales. En la sección 5 se evalúan las consecuencias que tiene el problema de la deuda para la tasa de ahorro nacional. El trabajo se cierra en la sección 6 con algunas observaciones finales.

SECCION 1

EL AHORRO EN LA MACROECONOMIA

La relación existente entre los déficit públicos y el nivel de actividad económica constituye uno de los temas centrales de la macroeconomía desde la Teoría General de Keynes. Barro (1974), en un influyente documento, desafió el criterio keynesiano tradicional de que la política fiscal es lo único que interesa. Sostuvo que los déficit públicos pueden no suscitar impacto alguno sobre la demanda agregada en caso de que los consumidores descuenten completamente los pasivos que generan y manifiestan preferencia por una pauta uniforme de consumo. Este criterio se conoce en las publicaciones sobre el tema como la proposición de equivalencia ricardiana.

Según Barro, los consumidores no necesitan tener un horizonte infinito de planificación para descontar plenamente esos pasivos futuros. Todo lo que se necesita es que se preocupen por el bienestar de sus descendientes.

Si la proposición ricardiana es cierta, el ahorro privado equiparará dólar por dólar cualquier incremento del déficit del gobierno. Así, una consecuencia importante de esta proposición es que el ahorro nacional no puede analizarse como la suma de dos componentes, privado y público, independientes. La deuda pública no sería considerada por el sector privado como una forma de riqueza.

En los últimos años diversos autores han tratado de probar la validez o de rechazar la proposición de equivalencia ricardiana. Sin embargo, la evaluación empírica de esta proposición respecto de las economías industrializadas ha sido difícil porque se han registrado muy pocas variaciones en los déficit públicos que no tengan que ver con las guerras, la inflación y las fluctuaciones cíclicas de la producción, cada una de las cuales podría afectar los ahorros nacionales independientemente de lo que suceda al déficit presupuestario.

Summers y Carrol (1987) aseveran en un documento reciente que la relación entre el ahorro y el PIB en los Estados Unidos, contrariamente a lo que debería esperarse de acuerdo con la proposición de equivalencia ricardiana, ha sido influida por los déficit presupuestarios. Concluyen que parte de la merma de la relación ahorro/PIB se debió a los déficit federales anormalmente elevados de la época de Reagan.

A lo largo de este documento aceptaremos la postura de que la proposición de equivalencia ricardiana no es válida para los países en desarrollo en general, y para el Brasil en particular, debido a la presencia de consumidores con restricciones de liquidez.¹ De este modo, la adopción de una política fiscal expansionista dará origen a un aumento del consumo. Sin embargo, cabe advertir que no compartimos la posición extrema de que el ahorro privado es totalmente independiente del ahorro público.

SECCION 2

EL AHORRO NACIONAL EN LOS AÑOS OCHENTA

En los cuatro primeros años del decenio de 1970 la economía brasileña experimentó un ritmo muy elevado de crecimiento, combinado con una tasa de inflación descendente. En esos años "milagrosos", el coeficiente de ahorro nacional fue en promedio de 19,22%. Pero como la tasa de inversión fue muy elevada, el país tuvo que recurrir al endeudamiento externo para financiar su déficit de cuenta corriente.

Después de la crisis producida por la estampida de los precios del petróleo, las presiones inflacionarias resurgieron y el ritmo de expansión de la economía disminuyó. El gobierno decidió no ajustar la economía a las nuevas condiciones internacionales y emprendió un ambicioso programa de inversiones que elevó la tasa de ahorro nacional, aunque a costa de agudizar el déficit en cuenta corriente.

1. La presencia de consumidores con restricciones de liquides como fuente de desviaciones respecto de la equivalencia ricardiana para los países en desarrollo ha sido sugerida por Rossi (1987).

Cuadro 1
AHORRO, INVERSION
Y LA CUENTA CORRIENTE, 1970-1986
porcentajes respecto del PIB

Año o promedio anual	Ahorro	Inversión	Cuenta Corriente
1970-1974	19,22	22,29	3,07
1975-1979	16,60	23,55	3,95
1980	17,55	22,89	5,34
1981	16,70	21,14	4,44
1982	14,01	20,01	6,00
1983	11,39	14,71	3,31
1984	15,49	15,47	-0,02
1985	16,57	16,88	0,11
1986	16,95	18,54	1,59
1987 a/	19,22	19,66	0,44

Fuente: Cuentas Nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol. 42, N^o9, septiembre de 1988.

a/ Porcentajes preliminares

Fue a comienzos del actual decenio que el ahorro nacional como proporción del PIB sufrió un descenso espectacular, llegando en 1975 a representar apenas el 11,39% del PGB, tras haber sido de 17,55% en 1975. Después de 1983 ha experimentado una recuperación constante, pero ésta ha permanecido por debajo del nivel alcanzado en los años setenta (cuadro 1).

SECCION 3

AHORRO PUBLICO

El que el ahorro público equivale a los ingresos del gobierno, deducidas las transferencias al sector privado (ingreso público disponible) y menos los gastos corrientes del gobierno.

3.1 Gobierno federal

Durante los años setenta la significación de los ingresos impositivos totales (incluido el impuesto inflación) como porcentaje del PIB prácticamente no experimentó variaciones, manteniéndose poco por debajo del 28%. Detrás de esta estabilidad hubo un importante proceso de sustitución de los impuestos indirectos por inflación e impuestos directos. En efecto, mientras en 1970 los impuestos indirectos representaron más del 61% de los ingresos totales del gobierno, su participación se redujo a sólo el 44% en 1979 (cuadro 2).

A comienzos del decenio de 1980 los ingresos tributarios totales del gobierno comenzaron a declinar, tendencia que se revirtió en 1982, cuando se registra un enorme incremento de la recaudación por concepto de impuestos directos. Cabe señalar que aunque la economía se había sumido en una profunda recesión, los ingresos impositivos representaron en 1982 un porcentaje del PIB superior al promedio de los años setenta.

Sólo después de 1983 los ingresos obtenidos de la recaudación de impuestos empezaron a exhibir una pronunciada tendencia declinante interrumpida únicamente por la adopción del Plan Cruzado en 1986. Desde 1982 hasta 1984, por ejemplo, los ingresos tributarios totales disminuyeron del 28,39 al 23,30% del PIB, fenómeno atribuible a la duplicación de la tasa inflacionaria después de una maxidevaluación del cruzeiro a comienzos de 1983² y a la participación cada vez mayor de las exportaciones en el PIB, consecuencia a su vez de la devaluación y la recesión. A este respecto, vale la pena señalar que se otorgaron importantes beneficios impositivos a las actividades de exportación.

La partida "Otros ingresos netos" que se incluye en las cuentas nacionales comprende otros ingresos públicos brutos, menos transferencias a las empresas públicas, a los gobiernos estaduais y locales, a los extranjeros y al sector privado. Hemos excluido de la partida "Otros ingresos netos" todas las transferencias al exterior, ya que deseábamos analizarlas por separado. Esta partida acusó una tendencia levemente declinante durante los años setenta. A partir de entonces, su significación fluctúa en torno del -0,50% del PIB.

2. La tasa anual de inflación, medida según el deflactor implícito del PIB, subió de 96,5% en 1982 a 210,3% en 1984.

Cuadro 2
INGRESOS DEL GOBIERNO, 1970-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	Impuestos directos (1)	Impuestos indirectos (2)	(1)+(2)	Impuesto que significa la inflación	Otros ingresos netos	Total
1970-1974	10,19	15,74	25,92	1,29	0,03	27,19
1975-1979	12,04	13,36	26,40	1,92	-0,71	27,61
1980	10,96	13,25	24,21	3,04	-0,59	26,66
1981	11,72	12,91	24,63	2,25	-0,79	26,09
1982	13,15	13,04	26,19	2,20	-0,15	28,24
1983	12,06	12,61	24,68	2,97	-0,47	27,18
1984	11,26	10,31	21,57	2,23	-0,57	24,37
1985	11,66	10,32	21,97	2,11	-0,29	24,37
1986	12,06	12,21	24,27	1,17	-0,59	24,85

Fuente: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol. 42, N° 9, septiembre de 1988; y Cysne (1988).

Las transferencias del gobierno al sector privado presentaron un aumento continuo en los dos últimos decenios. En la primera mitad de los años sesenta, las transferencias públicas ascendieron como promedio a menos del 9% del PIB. En la segunda mitad se situaron levemente por encima del 10% del PIB. En los años ochenta el aumento de las transferencias públicas ha sido espectacular, del 13,51 al 20,27% del PIB entre 1980 y 1986 (cuadro 3). Examinaremos en detalle las transferencias gubernamentales a fin de determinar cuál es la responsable del impresionante aumento del monto de esta partida durante el actual decenio.

Las cifras muestran que la mayor parte del aumento debe atribuirse a los pagos que efectúa el gobierno por concepto de intereses de su deuda interna, cuya significación respecto del PIB (1,89% en 1980) sube a 11% en 1985.

Cabe señalar que parte de este aumento fue causado por la agudización del proceso inflacionario a lo largo del decenio. Varios autores han señalado incluso que, en caso de que el efecto Fisher se mantenga y los tipos nominales de interés aumenten *pari passu* con la inflación, la significación de los gastos por concepto de pagos de intereses subirá junto

Cuadro 3
TRANSFERENCIAS DEL GOBIERNO
AL SECTOR PRIVADO, 1970-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	Pago de intereses		Segu- ridad social	Transferencias		Total	(6)-(1)
	Corrección monetaria	Real		Subsi- dios	al extranjero		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
1970-1974	0,72	0,50	7,19	1,15	0,10	9,66	8,94
1975-1979	1,39	0,57	7,45	1,92	0,22	11,55	10,16
1980	1,15	0,74	7,62	3,64	0,36	13,51	12,36
1981	1,19	1,07	8,21	2,68	0,29	13,44	12,25
1982	2,19	1,23	8,89	2,57	1,18	16,06	13,87
1983	2,23	1,93	8,23	2,61	1,05	16,05	13,82
1984	3,50	2,71	7,68	1,57	1,29	16,75	13,25
1985	7,12	3,72	7,06	1,54	1,14	20,56	13,44
1986	7,28	2,96	7,62	1,41	1,00	20,27	12,99

Fuente: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol. 42, N° 9, septiembre de 1988; y *Bontempo* (1988)

con la tasa de inflación. Ello se debe a que parte de la corrección monetaria pagada por el gobierno sobre su deuda para compensar la inflación puede considerarse como un pago de amortización. Para entender mejor este punto, téngase en cuenta que en condiciones inflacionarias una deuda nominal constante representa una deuda real decreciente y que la velocidad de la amortización es una función positiva de la inflación.³

Los pagos por corrección monetaria constituyen en realidad una amortización de la deuda pública, de modo que no deberán ser considerados una transferencia al sector privado. Si descartamos entonces los pagos por corrección monetaria, las transferencias del gobierno al sector privado presentarán una tendencia ascendente menos espectacular en los dos últimos decenios. Sin embargo, es importante mencionar que los pagos de intereses, deducida la corrección monetaria,

3. A este respecto, véanse Tanzi *et al.* (1987).

subieron de menos de 0,5% del PIB en la primera mitad del decenio de 1970 a casi el 3% del PIB en 1986.

La significación de las transferencias relacionadas con el programa de seguridad social fue en constante aumento hasta 1982, año en que llegaron a 8,89% del PIB, experimentando luego una considerable reducción. En 1985 las transferencias por concepto de seguridad social como porcentaje del PIB fueron inferiores al promedio de los años setenta.

Las transferencias del gobierno mediante subsidios como porcentaje del PIB presentaron un aumento constante en la primera mitad del decenio de 1970, tendencia que se acentuó en los últimos años de la década, después de una desviación a mediados de la misma. Así la significación de los subsidios subió de 1,50 a 3,64% del PIB en 1980. La mayor parte del aumento de los subsidios en la segunda mitad del decenio de 1970 puede atribuirse a los programas del gobierno federal. Mientras en 1972, por ejemplo, los subsidios otorgados por el gobierno federal representaron menos del 80% del total, en 1980 representaron casi el 95%. El ambicioso programa para reemplazar la gasolina por el alcohol como combustible en los motores de automóviles, iniciado después de la primera crisis causada por los precios del petróleo, originó un brusco aumento de los subsidios del gobierno federal. La mayoría de los productores de alcohol recibieron financiamiento mediante tales precios por subsidios vía transferencias.

Después de 1980 las transferencias por subsidio acusaron una constante disminución llegando a representar apenas 1,41% del PIB en 1986. Sin embargo esta reducción fue causada en gran medida por la sustitución de subsidios a través de precios por subsidios vía créditos. Dado que estos últimos no se clasifican como subsidios en las cuentas nacionales, las transferencias por subsidio pueden haberse reducido mientras que los subsidios totales (incluyendo los subsidios vía crédito) continuaban en aumento. De hecho, según Bontempo (1988), los subsidios totales otorgados por el gobierno federal aumentaron del 8,01 al 9,62% del PIB entre 1980 y 1985.

Los pagos de intereses del gobierno federal a los extranjeros presentaron un aumento constante en los últimos veinte años. En los setenta ese aumento tuvo lugar a un ritmo lento. Mientras en la primera mitad de ese decenio los pagos de intereses en el extranjero alcanzaron como promedio al 0,10% del PIB, en la segunda mitad equivalieron al 0,22%. A partir de 1982, esas transferencias han permanecido por encima del 1% del PIB. El aumento de los pagos de intereses

del gobierno federal en el extranjero refleja un proceso continuo de socialización de la deuda externa.

Los dos factores más importantes que explican la tendencia ascendente presentada por las transferencias del gobierno al sector privado fueron pues las transferencias al extranjero y los pagos de intereses a los residentes (deducida la corrección monetaria). Mientras en los años setenta estas dos partidas alcanzaron en promedio una significación inferior al 0,70% del PIB, en 1986 ascendieron a casi el 4% del PIB.

Los gastos públicos corrientes como porcentaje del PIB presentaron una tendencia descendente durante la década de los setenta. En los tres primeros años del decenio de 1980 se produjo una vigorosa recuperación de los gastos públicos corrientes, lo que se puede explicar casi en su totalidad por el comportamiento de los gastos en remuneraciones al personal, cuya significación sube del 6,18 al 7,30% del PIB entre 1980 y 1982. Werneck (1987) puso de relieve que este aumento no fue causado por mejoras salariales, sino por un proceso de creación de empleos causado por la elección de 1982. El grueso de la expansión de los desembolsos en remuneraciones tuvo lugar a nivel de los gobiernos estatales y locales. Cabe mencionar, sin embargo, que como porcentaje del PIB los gastos del gobierno en remuneraciones en 1982 fueron inferiores al promedio de los años setenta.

Debido al intento del gobierno de controlar su déficit, entre 1982 y 1984 se registra una caída de los gastos corrientes causada principalmente por la contracción de los gastos por remuneraciones (7,30 a 5,59% del PIB). La tendencia se invierte después y la significación de los gastos públicos corrientes comienza otra vez a aumentar.

Los gastos públicos en inversión muestran a su turno una clara tendencia descendente a lo largo de los años setenta y los primeros años del decenio de 1980. Sólo después de 1984 experimentan alguna recuperación, aunque, siguen por debajo del nivel alcanzado durante los años setenta (cuadro 4).

La participación del ingreso disponible del gobierno en el PIB experimentó una caída espectacular, de un promedio de 16,24% en el período 1970-1974 a menos de 2% en 1986 (cuadro 5). La mayor parte de esa reducción es atribuible al aumento de las transferencias por pagos de intereses. La misma pauta fue seguida por el ahorro público, que terminó transformándose en negativo después de 1982.

Esta caída espectacular del ahorro público que tuvo lugar a comienzos del decenio de 1980 fue primero destacada por Werneck (1986). Este autor sostiene que el deterioro de

Cuadro 4
GASTOS PUBLICOS CORRIENTES
Y DE INVERSION, 1970-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	Gastos corrientes			Gastos de inversión
	Remuneraciones al personal a/	Otros	Total	
1970-1974	7,72	2,94	10,66	4,10
1975-1979	7,00	3,00	10,00	3,41
1980	6,18	2,84	9,02	2,32
1981	6,45	2,86	9,31	2,60
1982	7,30	3,06	10,37	2,43
1983	6,51	3,00	9,51	1,80
1984	5,59	2,60	8,19	1,88
1985	6,77	2,86	9,63	2,26
1986	6,99	3,23	10,22	2,95

Fuente: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol 42, N° 9, septiembre de 1988.

a/ Incluye salarios, sueldos y otros gastos por remuneraciones de los gobiernos federal, estaduais y locales.

las finanzas públicas fue causado principalmente por el aumento de las transferencias al extranjero hechas por la economía brasileña cuando se interrumpieron los préstamos voluntarios del país. Sin embargo, Werneck no menciona que una parte considerable de la merma del ahorro público constituyó simplemente el resultado de la aceleración inflacionaria.

Como hemos mencionado antes, es importante reconocer que los pagos efectuados a los tenedores de la deuda pública para compensar la inflación son en realidad amortizaciones del capital. De este modo, los pagos por corrección monetaria no debieran ser considerados transferencias corrientes. Por consiguiente, recalculamos el ingreso público disponible y el ahorro público, restando los pagos por corrección monetaria de las transferencias de intereses. Asimismo, a los ingresos del gobierno agregamos el impuesto inflación

La reducción del ingreso disponible y el ahorro públicos, ajustados para tener en cuenta la inflación, fue mucho menos acentuada. Sin embargo, ambos experimentaron una disminución considerable en los años ochenta. El ahorro público, ajustado

Cuadro 5
**INGRESO PUBLICO DISPONIBLE
 Y AHORRO PUBLICO, 1970-1986**
porcentajes respecto del PIB

Año	Ingreso público disponible		Ahorro público	
	Declarado	Ajustado por inflación a/	Informado	Ajustado por inflación a/
1970-1974	16,24	18,25	5,58	7,59
1975-1979	13,35	16,55	3,36	6,56
1980	10,11	14,30	1,09	5,28
1981	10,41	13,84	1,10	4,53
1982	9,98	14,37	-0,38	4,00
1983	8,16	13,36	-1,35	3,85
1984	5,39	11,12	-2,80	2,93
1985	1,68	10,91	-7,95	1,28
1986	3,41	11,86	-6,81	1,64

Fuentes: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol. 42, N° 9, septiembre de 1988; Bontempo (1988); y Cysne (1988).

a/ El ingreso público disponible, ajustado por inflación, se calcula agregando al ingreso público disponible declarado en las cuentas nacionales del Brasil el impuesto inflación y la corrección monetaria pagada por el gobierno al sector privado respecto de sus pasivos que generan pagos por intereses. El mismo procedimiento se aplicó para calcular el ahorro público ajustado para tener en cuenta la inflación.

por inflación, disminuyó de un promedio anual del 7,6% del PIB en el periodo 1970-1974 al 5,28% en 1980 y luego a sólo el 1% en 1986. La imagen que emerge de nuestro examen previo de la evolución de los ingresos corrientes, transferencias y gastos del gobierno es que al principio la reducción del ahorro público fue causada por el aumento de los subsidios. Cabe mencionar que, aunque como porcentaje del PIB presentaron un pronunciado aumento en el trienio 1980-1982, los gastos corrientes han permanecido muy por debajo del promedio alcanzado en los setenta. En los ochenta, la contracción del ahorro público es atribuible al alza de los pagos por intereses en términos reales, al aumento de las transferencias al extranjero y a la caída de los ingresos tributarios derivada de la aceleración de la inflación (el llamado efecto Olivera-Tanzi).

3.2 Ahorro de las empresas públicas

Al igual que en otros países, los datos sobre el sector público en las cuentas nacionales del Brasil no incluyen a las compañías controladas por el Estado. Por consiguiente, es importante examinar qué ocurrió con la capacidad de esas compañías para generar ahorros. La merma del ahorro del gobierno federal podría haber sido equiparada en principio por un aumento de los ahorros de las compañías controladas por el Estado.

Como se sabe, el ahorro bruto de las empresas equivale a las utilidades no distribuidas; y el ahorro neto de las empresas, a las utilidades no distribuidas menos el consumo de capital.

Desde su creación a fines de 1979, la Secretaría de Control de Empresas Estatales (SEST) ha procesado una gran cantidad de información sobre empresas públicas federales. Esta nos permite calcular los recursos de caja generados por esas compañías. Antes de abocarnos a ese cálculo, señalemos que la información disponible de la SEST se mide sobre la base del flujo de caja y, por consiguiente, no cabe compararla directamente con las cuentas nacionales.

En el cuadro 6 presentamos información correspondiente al período 1980-1987 sobre la generación de recursos de caja de las empresas públicas federales, que se calculó mediante el expediente de restar los gastos corrientes de los ingresos corrientes. Se trata de una aproximación al ahorro bruto generado por dicha empresas, ya que no fueron considerados los gastos de depreciación.

Se aprecia en el trienio 1980-82 una brusca reducción de la generación de recursos de caja de las compañías públicas federales como porcentaje del PIB. Esta disminución es atribuible casi enteramente al aumento de los gastos financieros y en remuneraciones al personal. Los gastos financieros, por ejemplo, subieron del 0,78% del PIB en 1980 al 1,95% en 1982. La mayor parte de esta alza fue causada por el brusco aumento de los pagos de intereses de la deuda externa de las empresas federales, desde alrededor del 0,5% del PIB en 1980 a más del 2% del PIB cuatro años más tarde (cuadro 6).

El aumento de los pagos de intereses fue causado por una combinación de dos factores. Después de la segunda crisis causada por el alza de los precios del petróleo, el Ministro de Hacienda Delfim Netto aplicó una política monetaria muy restrictiva, con la intención implícita de inducir a todas las compañías a obtener préstamos en el exterior. Ello permitiría

Cuadro 6
GENERACION DE RECURSOS DE CAJA E INVERSION
DE LAS EMPRESAS PUBLICAS FEDERALES, 1980-1987
porcentajes respecto del PIB

Año	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Ingresos								
Explotación(%)	11,71	12,92	12,42	12,84	13,71	12,51	10,94	14,59
Otros (netos)	1,81	1,89	1,93	2,95	2,26	2,26	1,40	1,65
Gastos								
Remuneraciones	1,92	2,19	2,32	1,96	1,69	1,80	1,88	2,26
Otros	8,72	9,22	8,54	9,94	9,80	8,73	6,89	9,11
Financieros	0,78	1,44	1,95	2,23	2,51	2,49	1,95	2,47
Extranjeros	0,56	1,02	1,42	1,67	2,04	1,95
Generación de recursos de caja	2,10	1,95	1,54	1,66	1,97	1,75	1,62	2,40
Inversión	4,50	5,14	4,99	3,65	3,29	3,04	2,81	3,08

Fuentes: Relatório Anual SEPLAN/SEST, varios números; y Banco Central del Brasil, Brasil Programa Económico, vol. 14, febrero de 1987.

Nota: La generación de recursos de caja equivale a los ingresos corrientes menos los gastos corrientes.

que el enorme déficit de cuenta corriente causado por la duplicación de los precios del petróleo se financiara sin ninguna pérdida de reservas ni ajustes alguno de la economía a la nueva situación. Cuando las compañías privadas que previeron una devaluación del cruzeiro dejaron de solicitar préstamos en el extranjero, el gobierno obligó a las compañías controladas por el Estado a hacerlo. En realidad, las obligaciones pendientes en moneda extranjera de las empresas públicas federales aumentaron de 15.800 millones de dólares de los Estados Unidos a fines de 1982 a 22.600 millones de dólares a fines de 1985.⁴ El segundo factor que dio lugar al brusco aumento de los pagos de intereses fue el movimiento ascendente de los tipos de interés en los mercados financieros internacionales.

4. Véase Perfil das Empresas Estatais - 1986, p. 58.

La tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) en dólares a seis meses subió de 8,9% en 1978 a 16,8% en 1981.

Después de 1982 observamos alguna recuperación de los ahorros de las empresas federales, derivada principalmente de la contracción de los gastos por remuneraciones al personal que tuvo lugar después de 1982, cuando la inflación se aceleró y los reajustes salariales se quedaron atrás.

Teniendo presente lo que sucedió con la generación de recursos de caja de las empresas públicas federales, se concluye que se produjo un cambio importante en el papel desempeñado por el gobierno para generar ahorro en la economía brasileña. Mientras durante los años setenta casi un tercio del ahorro nacional fue generado por el sector público, en los ochenta los ingresos del gobierno, deducidas las transferencias, apenas sufragaron los egresos corrientes. Todos los gastos públicos de inversión tuvieron que financiarse mediante el endeudamiento, tanto en el país como en el extranjero.

SECCION 4

AHORRO PRIVADO

En el cuadro 7 presentamos tres maneras de medir el ahorro privado (como porcentaje del PIB) en el Brasil durante los dos últimos decenios. La primera de ellas es la que figura en las cuentas nacionales. La segunda ha sido ajustada para tener en cuenta la inflación. De manera análoga a lo que se hizo anteriormente con el ahorro público, hemos debitado de la cifra sobre el ahorro privado los pagos por corrección monetaria de la deuda pública y el impuesto inflación sobre la base monetaria. Finalmente, en la tercera medida hemos sustraído del ahorro ajustado por inflación el ahorro bruto de las compañías públicas federales.

Sea cual fuere el indicador por el cual se opte, emerge con claridad una tendencia ascendente en el decenio de 1970 y una disminución espectacular en el período 1980-1983. El ahorro privado, ajustado por inflación y sin considerar las compañías públicas federales, disminuyó del 10,17% en 1980 al 5,88% del PIB en 1983.

La disminución del ahorro privado se puede explicar hasta cierto punto en términos de que la mayoría de los

Cuadro 7
EL AHORRO PRIVADO, 1970-1986
como porcentaje del PIB

Año	Ahorro privado		
	Declarado	Ajustado por inflación a/	Sin considerar las compañías públicas b/
1970-1974	13,64	11,64	... c/
1975-1979	16,24	13,05	...
1980	16,46	12,27	10,17
1981	15,61	12,17	10,22
1982	14,40	10,01	8,47
1983	12,75	7,54	5,88
1984	18,29	12,56	10,59
1985	24,52	15,29	13,54
1986	23,75	15,31	...

Fuente: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol. 42, N° 9, septiembre de 1988; *Cysne* (1988); *Relatório Anual SEPLAN/SEST*, varios números; y Banco Central de Brasil, *Brasil: Programa Económico*, vol 14, febrero de 1987.

- a/ El ahorro privado ajustado por la inflación se calcula restando del ahorro privado declarado en las cuentas nacionales el impuesto inflación y la corrección monetaria pagada por el gobierno respecto de sus pasivos que generan pagos por intereses al sector privado.
- b/ El ahorro privado sin considerar las compañías públicas se calculó restando la generación de recursos de caja de las compañías públicas federales del ahorro privado ajustado por inflación.
- c/ ... No se dispone de datos.

consumidores supuso que la reducción del ingreso privado disponible que tuvo lugar en el período 1981-1983 era de carácter temporal. Si se acepta que los consumidores tienen preferencia por una pauta uniforme de consumo, una reducción temporal del ingreso corriente originará una merma del ahorro.

En Bodin de Moraes (1988) se desarrolla un modelo en que parte de la población afronta restricciones de liquidez, y el resto no. El consumo de los consumidores con restricciones de liquidez depende sólo del ingreso corriente. Para quienes disponen de acceso a los mercados crediticios, se supone que el consumo depende del ingreso permanente. Suponiendo que el

ingreso privado disponible se caracteriza por un proceso estocástico con un componente permanente y otro transitorio y que el ingreso permanente es un promedio ponderado de los ingresos futuros previstos, estimamos una ecuación para el consumo privado en la economía brasileña durante el período 1973-1986. Los resultados no sólo no invalidan el modelo, sino que arrojan alguna luz sobre la cuestión asociada a la brusca disminución de la relación ahorros privados/PIB observada en el trienio 1981-1983. En particular, las estimaciones sugieren que el grueso de la reducción del ingreso privado disponible fue efectivamente percibida al principio por los consumidores como un fenómeno temporal, por lo que el ingreso disponible permanente prácticamente no experimentó modificaciones. La respuesta natural consistió entonces en reducir los ahorros del ingreso corriente.

Después de 1983 la relación ahorro privado/PIB mostró una fuerte recuperación y llegó a un nivel superior al promedio de los años setenta. Sin embargo, este aumento del ahorro privado no fue suficiente para compensar la disminución del ahorro público.

La evolución de los ahorros privados en la economía brasileña durante los años ochenta muestra una clara desviación respecto de la proposición de equivalencia ricardiana. Ya hemos aventurado una hipótesis tentativa para explicar este fenómeno, a saber la existencia de consumidores que no tienen acceso a los mercados crediticios.

Otra explicación plausible ha sido formulada por Bodin de Moraes (1989). Este postula que el desequilibrio creciente de las finanzas del gobierno derivado del problema de la deuda externa hizo que se produjera la fuga de capitales. Este proceso reflejaba el intento del sector privado de adquirir activos que no pudieran ser gravados por impuestos por el gobierno, ya que se preveía que tarde o temprano se adoptaría una medida conducente al ajuste fiscal.

En una economía que ha estado sujeta a estrictos controles de capital, el proceso de fuga de capitales tuvo que efectuarse casi en su totalidad mediante la subfacturación de las exportaciones de productos manufacturados. Es importante recordar que es prácticamente imposible llevar a cabo una subfacturación de las exportaciones tradicionales, debido a la

transparencia de sus precios en los mercados internacionales.⁵ El mecanismo de la subfacturación reduce las utilidades declaradas y, por consiguiente, probablemente tendrá un efecto negativo en los ahorros de las empresas.

Aunque es muy difícil proporcionar pruebas directas sobre el proceso que acabamos de describir, ya que no hay una medida exacta de la cuantía de la fuga de capitales en la economía brasileña, es posible aportar algunas pruebas indirectas. La primera es la participación cada vez mayor de los productos manufacturados en las exportaciones totales. En 1980, por ejemplo, los productos manufacturados representaron menos del 45% de las exportaciones totales del Brasil, relación que siete años más tarde bordea el 57%. La segunda prueba indirecta, y la más importante, es la creciente discrepancia entre las exportaciones brasileñas totales y las importaciones que el resto del mundo efectúa desde el Brasil.

En el cuadro 8 presentamos información sobre las exportaciones del Brasil a los Estados Unidos de América, la República Federal de Alemania y el Japón, así como las importaciones efectuadas por esos países desde el Brasil en el período 1982-1986. En 1982, por ejemplo, según las estadísticas alemanas, el Brasil exportó mercaderías por un valor de 1.727 millones de dólares a la República Federal de Alemania; según las estadísticas brasileñas, en cambio las exportaciones del Brasil a ese país europeo alcanzaron solamente a 1.182 millones de dólares.

En principio, la diferencia entre las exportaciones del Brasil al país X y las importaciones del país X provenientes del Brasil deberían reflejar únicamente los gastos de flete y seguros. Si la composición de las exportaciones brasileñas casi no experimenta modificaciones cabe esperar que esta diferencia permanezca también constante. Al examinar el cuadro 8 observamos que la diferencia entre las exportaciones del Brasil hacia sus tres principales socios comerciales y las importaciones de éstos desde el Brasil ha aumentado considerablemente en los últimos años. Una posible explicación de este fenómeno es que las compañías brasileñas, en vez de exportar directamente al cliente final en el extranjero, están utilizando como intermediaria una compañía filial no declarada, por lo general instalada en países que son paraísos tributarios. Las

5. La mayoría de las importaciones brasileñas corresponde a bienes intermedios, por lo que es también muy difícil financiar la fuga de capitales mediante la subfacturación de estas compras.

Cuadro 8
EXPORTACIONES DEL BRASIL
A DETERMINADOS PAISES E IMPORTACIONES DE ESOS
PAISES DESDE EL BRASIL, 1982-1986
millones de US dólares

	1982	1983	1984	1985	1986
EEUU desde el Brasil	4.643	5.381	8.273	8.147	7.340
Brasil hacia EEUU	4.131 12,4%	5.061 6,3%	7.710 7,3%	6.956 17,1%	6.950 16,2%
Alemania Federal desde el Brasil	1.727	1.685	1.947	2.180	2.109
Brasil hacia Alemania Federal	1.182 46%	1.130 49,1%	1.256 55,0%	1.309 66,5%	1.101 83,4%
Japón desde el Brasil	1.639	1.671	1.988	1.864	1.894
Brasil hacia el Japón	1.313 24,8%	1.428 17,0%	1.515 31,2%	1.398 33,3%	1.515 25,0%

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Direction of Trade Statistics, Year-book, 1988

Nota: Las exportaciones brasileñas al país X son FOB mientras que las importaciones del país X desde el Brasil son CIF.

utilidades se generan en la compañía filial no declarada, mediante la práctica de la subfacturación. Como en las estadísticas del comercio exterior los intermediarios no son tomados en cuenta (lo que importa es el destino final), la diferencia entre las exportaciones brasileñas totales y las importaciones totales procedentes del Brasil termina siendo mucho mayor que los costos de transporte y los seguros.

SECCION 5

EL PROBLEMA DE LA DEUDA Y EL AHORRO EN EL BRASIL

Es imposible analizar la evolución de la tasa de ahorro en la economía brasileña durante los años ochenta sin mencionar la crisis de la deuda. Cuando México dejó de pagar sus obligaciones externas en septiembre de 1982, casi instantáneamente se interrumpieron todos los préstamos voluntarios a los países en desarrollo. De este modo, el Brasil tuvo que modificar rápidamente su estrategia de llevar adelante con financiamiento externo el ambicioso programa de inversiones emprendido en los años setenta.

El déficit de la cuenta corriente se redujo del 6,0 al 3,3% del PIB entre 1982 y 1983. En 1984 la cuenta corriente presentó un pequeño superávit, que se logró principalmente gracias a una drástica reducción tanto de la inversión pública como de la privada, con lo que en términos agregados cayó del 20,01 al 14,71% del PIB entre 1981 y 1983. En ese trienio las inversiones de las empresas públicas federales y de los gobiernos federal, estatales y locales bajaron del 7,42 al 5,45% del PIB.⁶

La mayor parte de la carga del ajuste externo, recayó sobre el sector público (Werneck, 1986). Es importante observar que aunque la participación de las remesas netas de ingresos al exterior en el PIB aumentó desde un promedio de 0,90% en el período 1970-1974 a bastante más del 5% después de 1982, la participación del ingreso privado disponible no sólo no disminuyó, sino que, por el contrario, aumentó. Los datos que se presentan en el cuadro 9 sugieren que el aumento de las remesas al exterior se hizo casi exclusivamente a expensas del ingreso público disponible.

El análisis de la trayectoria de la participación del sector público en las remesas netas de ingresos al exterior permite también apreciar la carga cada vez mayor que impone el ajuste externo a las finanzas públicas. En el cuadro 10

6. La información sobre gastos de inversión de las empresas públicas federales no es estrictamente comparable con la originada en las cuentas nacionales, ya que la primera se calcula sobre la base del flujo de caja.

Cuadro 9
REMESAS NETAS DE INGRESOS A EXTRANJEROS,
INGRESO PUBLICO DISPONIBLE E INGRESO PRIVADO
DISPONIBLE, 1970-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	Remesas netas de ingresos a extranjeros	Ingreso público disponible	Ingreso privado disponible
1970-1974	0,90	18,25	80,85
1975-1979	1,90	16,55	81,55
1980	3,13	14,30	82,57
1981	4,06	13,85	82,09
1982	5,31	14,37	80,32
1983	5,69	13,36	80,95
1984	5,54	8,66	85,80
1985	5,13	10,91	83,96
1986	4,11	8,64	87,25

Fuente: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Econômica*, vol. N° 9, septiembre de 1988; y Cysne (1988).

Nota: El ingreso público disponible y el ingreso privado disponible fueron ajustados para tener en cuenta la inflación.

presentamos algunas estimaciones de las remesas netas al exterior efectuadas por el sector público durante el período 1980-1986. Hemos supuesto que el valor de las mismas está dado por las transferencias del gobierno a los extranjeros, más los pagos de intereses efectuados por las empresas públicas federales a los extranjeros. Las remesas netas del sector público al exterior subieron del 0,92% del PIB en 1980 al 3,09% del PIB en 1985. Más revelador aún es el hecho de que mientras en 1980 al sector público le correspondió menos del 30% del total de remesas netas de ingresos al exterior, en 1985 la participación del gobierno había aumentado a más del 60%.

Cuadro 10
REMESAS NETAS DE INGRESOS
AL EXTERIOR HECHAS POR EL GOBIERNO
Y EL SECTOR PRIVADO, 1980-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	Total	Gobierno a/	Sector privado b/
1980	3,13	0,92	2,21
1981	4,06	1,31	2,75
1982	5,31	2,60	2,71
1983	5,69	2,72	2,97
1984	5,54	3,33	2,21
1985	5,13	3,09	2,04
1986	4,11	2,52 c/	1,59

Fuente: Cuentas nacionales del Brasil, publicadas en *Cojuntura Económica*, vol. 42, N° 9, septiembre de 1988; *Bontempo* (1988); *Cysne* (1988); *Relatório Anual SEPLAN/SEST*, varios números; y Banco Central del Brasil, Brasil: Programa Económico, vol. 14, febrero de 1987.

- a/ Se supuso que las remesas netas del gobierno al exterior eran iguales a las transferencias del gobierno al exterior, más los pagos de intereses a los extranjeros hechos por las empresas públicas federales.
- b/ Las remesas netas del sector privado al exterior se calcularon restando del total de remesas netas de ingresos al exterior hechas por el gobierno.
- c/ Se calcularon a partir del supuesto de que la participación de los pagos de intereses a los extranjeros en los gastos totales por pago de intereses mantuvo el nivel del año anterior.

SECCION 6

OBSERVACIONES FINALES

La tasa de ahorro nacional del Brasil permaneció estable alrededor de un promedio anual de 19,4% del PIB en los años setenta. En el período 1980-1983 acusó una pronunciada tendencia descendente y llegó al 11,4% del PIB en 1983. Con posterioridad ha habido una tendencia ascendente, pero no se ha recuperado todavía el nivel medio del decenio anterior.

Dado que no se prevé que en el futuro próximo se vuelvan a conceder préstamos voluntarios a los países en desarrollo, todas las inversiones y rémesas al exterior tendrán que financiarse con cargo a los ahorros internos. De este modo, para que el país alcance nuevamente una tasa más satisfactoria de crecimiento, se tendrá que aumentar considerablemente el ahorro.

Gran parte de la caída del ahorro total puede atribuirse al comportamiento del ahorro público. En realidad ha habido una disminución espectacular y continua del ahorro público, la cual no ha sido compensada por un aumento del ahorro privado. De un promedio del 7% del PIB en los años setenta, el ahorro público, ajustado para tener en cuenta la inflación, cayó al 1,28% del PIB en 1985.

La mayor parte del descenso del ahorro público es atribuible a la pronunciada y casi ininterrumpida reducción del ingreso público disponible, ajustado por inflación, de un promedio del 18,25% del PIB en la primera mitad del decenio de 1970 a sólo el 11,22% en 1986. Este retroceso se aceleró durante el decenio actual. La reducción del ingreso público disponible ajustado para tener en cuenta la inflación fue causada al principio por un brusco aumento de las transferencias por subsidio. En los años ochenta la caída del ingreso del gobierno se debió al aumento del componente real de los pagos de intereses nominales y las transferencias al exterior.

Hemos calculado de tres maneras distintas el ahorro privado. Todas ellas muestran una tendencia ascendente a lo largo de los años setenta y una reducción espectacular en los primeros años del decenio actual. En efecto, el ahorro privado, ajustado por inflación y sin considerar las compañías públicas federales, bajó del 10,17% del PIB en 1980 al 5,88% del PIB en 1983. La brusca disminución del ahorro privado que tuvo lugar en este periodo puede explicarse por el hecho de que la reducción del ingreso privado disponible se interpretó al principio como un fenómeno temporal y que los consumidores tienen preferencia por una pauta uniforme de consumo. A partir de 1984 ha habido alguna recuperación del ahorro privado, pero todavía estamos muy lejos de la recuperación plena.

Identificamos al menos dos razones que explican el fracaso de la proposición de equivalencia ricardiana en la economía brasileña. La primera es la existencia de consumidores con restricciones de liquidez. La segunda está relacionada con la percepción generalizada de que la actual situación de desequilibrio fiscal dará lugar tarde o temprano a un alza de

los impuestos. Dada esa percepción, el sector privado ha venido adquiriendo activos en el exterior que no pueden ser gravados con impuestos por el gobierno brasileño. Ahora bien, en una economía con estrictos controles de capital, la única opción posible de adquirir activos en el exterior consiste en la subfacturación de las exportaciones de productos manufacturados. Dicho proceso de subfacturación conduce a una reducción de las utilidades declaradas y, por consiguiente, a una baja del ahorro de las empresas.

La evolución del ahorro nacional en el Brasil en los últimos años se ha visto profundamente influida por la crisis de la deuda. La mayor parte de la carga del ajuste externo recayó sobre el sector público. Aunque las remesas a los extranjeros aumentaron de menos del 1% del PIB en los años setenta a más del 5,5% del PIB después de 1983, el ingreso privado disponible subió como porcentaje del ingreso total. Las transferencias al exterior alcanzaron en su mayor parte a expensas del sector público. Mientras a comienzos del decenio de 1980 al sector público le correspondía menos del 30% del total de remesas netas de ingresos al exterior, en 1986 la participación del gobierno aumentó a más del 60%.

Se puede decir que la solución del problema externo se hizo a expensas del sector público. Dado que la mayor parte de la deuda externa está actualmente en manos del sector público, el gobierno tendrá que generar los ahorros necesarios para financiar sus pagos de intereses ya que parece imposible conseguir nuevos créditos, en el país o en el exterior.

Finalmente, cabe señalar que estudios previos sobre la evolución del ahorro público en el Brasil no tomaron en cuenta que la inflación es la causante de gran parte de la disminución del ahorro del gobierno que figuró en las cuentas nacionales. Cuando la inflación aumenta, los gastos por pago de interés también suben, ya que los pagos por corrección monetaria son en realidad amortizaciones del capital. Por consiguiente, de las transferencias del gobierno al sector privado, habría que restar los pagos por corrección monetaria

Bibliografía

- Barro, R.** (1974): "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82, noviembre-diciembre, pp. 1095-1117.
- Bodin de Moraes, P.** (1988): "A note on the behavior of private consumption in Brazil in the early 1980s", Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, *mimeo*.
- _____ (1989): "The external debt problem, ricardian equivalence and capital flight in Brazil", Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, *mimeo*.
- Bontempo, H. C.** (1988): "Subsidios e incentivos: uma avaliacao quantitativa parcial", DEPEC/DIPEC, Banco Central del Brasil, *mimeo*.
- Cysne, R. P.** (1987): "Monetary correction and real interest accounting", EPGE/FGV, agosto, *mimeo*.
- Rossi, N.**: "Government spending, the real interest rate, and the behavior of liquidity-constrained consumers in developing countries", *IMF Staff Papers*, vol. 35, N^o 1, pp. 104-140.
- Summers, L. y C. Carroll** (1987): "Why is U.S. national saving so low?", *Brookings Papers on Economic Activity*, N^o 2, pp. 607-642.
- Tanzi, V., M. J. Blejer y M. O. Teijeiro** (1987): "Inflation and the measurement of fiscal deficits", *IMF Staff Papers*, vol. 34, N^o 4, diciembre, pp. 711-738.
- Werneck, R. L. F.** (1986): "Poupanca estatal, divida externa e crise financeira do setor público", *Pesquisa e Planejamento Economico*, vol. 16, N^o 3, diciembre, pp. 551-574.
- _____ (1987): "Public sector adjustment to external shocks and domestic pressures in Brazil, 1970-1985", Working Paper N^o 163, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, junio.

**AHORRO
E INVERSION BAJO
RESTRICCION EXTERNA Y FISCAL
EL CASO DE CHILE
(1982-1987)**

Nicolás Eyzaguirre

INDICE

SECCION 1

EL MODELO	113
1.1 El sector público	114
1.2 El sector privado	117
1.3 El sector externo	118
1.4 Los cierres del modelo	119
<i>a) Ambas restricciones no dominantes (caso I)</i>	119
<i>b) Restricción fiscal dominante y holgura externa (caso II)</i>	120
<i>c) Restricción externa dominante y holgura fiscal (caso III)</i>	121
<i>d) Restricción fiscal y externa dominantes (caso IV)</i>	123
1.5 Los determinantes del ahorro	123

SECCION 2

RESULTADOS	125
2.1 Supuestos básicos sobre variables y parámetros	126
2.2 El efecto de la tasa de interés	128
2.3 El impacto de las variables de política fiscal sobre el nivel de ahorro interno e inversión	129
<i>a) El consumo del gobierno</i>	129
<i>b) El impacto de los impuestos</i>	131
<i>c) El déficit de las empresas públicas</i>	133

2.4	El impacto del sector externo	133
a)	<i>Incremento de la demanda externa</i>	133
b)	<i>La política cambiaria</i>	135
c)	<i>El flujo neto de capitales y la tasa de interés</i>	136
2.5	Conclusiones	136

SECCION 3

AHORRO E INVERSION EN CHILE EN LOS AÑOS OCHENTA		140
3.1	La política cambiaria	141
3.2	La política fiscal	144
3.3	La mejoría de los términos del intercambio . . .	147
Bibliografía		148

**AHORRO E INVERSIÓN
BAJO RESTRICCIÓN EXTERNA Y FISCAL
EL CASO DE CHILE (1982-1987)***

Nicolás Eyzaguirre

La magnitud del adverso impacto que la crisis de la deuda externa ha provocado sobre la economía latinoamericana alcanza ya proporciones alarmantes. El producto interno bruto por habitante decreció más de seis puntos porcentuales entre 1981 y 1988; dadas las tendencias prevaletientes, hacia fines de la década el habitante medio de la región latinoamericana estará peor que a comienzos de la misma.

Adicionalmente, existe evidencia de que las dificultades económicas han tendido a agravarse. El peso de la deuda externa no acusa alivio alguno, pese al esfuerzo desplegado en materia de cancelación de intereses y amortizaciones. En efecto, en 1988 el coeficiente Deuda Externa/Producto Interno Bruto para América Latina en su conjunto alcanzó a 55%, que se compara con el promedio anual de 56 puntos en el sexenio 1982-1987 (CEPAL, 1988b).

Por su parte, la tasa de inversión -clave para el crecimiento futuro- ha seguido deteriorándose en la mayoría de los países latinoamericanos. En una muestra conformada por ocho de éstos, se observa que el coeficiente de inversión en 1985-1987 fue inferior al prevaletiente antes de la crisis, pero inferior también al del trienio posterior a 1982, con las excepciones de Chile y Brasil (cuadro 1).

Por último, la inflación ha venido subiendo sostenidamente desde 1986, hasta alcanzar para la región en su conjun-

*. Este trabajo fue preparado por Nicolás Eyzaguirre, Experto del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". El autor agradece la colaboración de Raquel Szalachman y la asesoría computacional de Carlos Conca, Patricio Poblete y Jorge Olivos, del Centro de Computación y Departamento de Ciencias de la Computación, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, Universidad de Chile. Asimismo, agradece los comentarios de Oscar Altimir, Simón Guerberoff, Juan Carlos Lerda, Jorge Marshall R., Carlos Massad y Joseph Ramos. Los errores subsistentes son, por cierto, de su exclusiva responsabilidad.

Cuadro 1
COEFICIENTE INVERSION INTERNA
BRUTA TOTAL/PRODUCTO INTERNO BRUTO
dólares de 1980

País	Períodos a/		
	1975-81	1982-84	1985-87
Argentina	21,1	14,1	11,5
Brasil	23,3	16,1	16,9
Chile	16,2	10,4	13,7
Ecuador	25,0	19,0	16,8
México	24,3	18,6	16,7
Perú	24,6	22,6	19,7

Fuente: CEPAL, División de Estadísticas y Análisis Cuantitativo, Sección de Cuentas Nacionales.

a/ Promedio aritmético simple para los años señalados.

to un máximo histórico cercano a 500 puntos porcentuales en 1988. Tal desequilibrio es consecuencia, en parte, de los agudos problemas fiscales que enfrentan la mayoría de los países latinoamericanos.

En este contexto, es fundamental discernir un esquema de políticas capaz de revertir la situación, de modo de recuperar los niveles de producción e inversión. Para ello es necesario investigar las relaciones que se establecen entre, de un lado, el peso de la deuda externa y, del otro, las estrecheces fiscales, las presiones inflacionarias y la caída en la tasa de inversión.

El cese del flujo de capitales hacia la región y el alza de la tasa de interés internacional produjeron, a partir de 1982, un vuelco en la transferencia financiera neta de recursos desde el exterior (entrada neta de capitales menos pagos de intereses). La significación de esa transferencia (en promedio 2,6 puntos del PIB en el período 1973-1981) alcanzó a casi cuatro puntos negativos en 1982-1987. Dado que en términos aproximados el coeficiente de inversión equivale al coeficiente de ahorro más el cociente de transferencia financiera neta de recursos, tal vuelco significó un duro golpe al financiamiento de la inversión.

La recuperación del coeficiente de inversión exige disminuir el flujo neto de recursos al exterior y/o incrementar el coeficiente de ahorro interno. La primera alternativa torna imprescindible la búsqueda de soluciones y renegociaciones de la deuda externa o bien el descenso de la tasa de interés internacional. En cuanto a la segunda, vale decir la recuperación del coeficiente de ahorro interno, es el tema del presente estudio.

En la mayoría de los países de la muestra -nuevamente Chile presenta una evolución distinta- el coeficiente de ahorro interno, o fracción no consumida del producto, permanece prácticamente estancado respecto del nivel imperante con anterioridad al estallido de la crisis (cuadro 2). Brasil y México logran incrementarlo, pero en un porcentaje inferior a la pérdida que sufrieron en materia de transferencia de recursos. Es sin duda paradójal que el coeficiente de ahorro permanezca estancado, en circunstancias de que el consumo medio por habitante latinoamericano en 1988 fue alrededor de 7% inferior al de 1980. Es más, nadie podría afirmar que ha existido falta de austeridad en la fase posterior a la crisis. Las caídas de los salarios reales, la elevación de los índices de desempleo, el deterioro del apoyo estatal a los grupos más pobres son, entre otros, indicadores elocuentes del ajuste efectuado. El punto es que el esfuerzo de austeridad no se ha traducido en un aumento del ahorro; es decir, la crisis ha significado una caída en paralelo del producto y del consumo por habitante, con el adverso efecto consiguiente sobre el nivel de vida, pero sin que ello haya redundado en una elevación del coeficiente de ahorro. Así, el vuelco en la transferencia de recursos externos ha sido equivalente a la caída del coeficiente de inversión, en tanto que la caída del consumo no ha conducido a mayores niveles de ahorro interno que amortigüen la caída del financiamiento externo neto.

La pregunta es entonces cómo moderar el consumo y elevar el producto, empujando hacia arriba el ahorro, en lugar de bajar el producto y el consumo, fórmula esta última que estanca el ahorro y castiga la inversión, dado el vuelco en la transferencia de recursos. En la búsqueda de una política expansiva de promoción del ahorro, es fundamental introducir la diferencia entre el ahorro *ex ante* y el ahorro *ex post*. Si para absorber sin detrimento de la inversión el vuelco en la transferencia de recursos intentamos moderar el consumo, el resultado será una expansión del ahorro *ex ante*. No obstante, si en el esfuerzo de ajuste se verifica una caída de la inversión, el ahorro *ex post* puede resultar inalterado; es decir,

Cuadro 2
COEFICIENTE DE AHORRO
INTERNO BRUTO TOTAL/PRODUCTO INTERNO BRUTO
dólares de 1980

País	Períodos a/		
	1975-81	1982-84	1985-87
Argentina	23,2	22,5	20,5
Brasil	19,4	20,1	21,6
Chile	14,4	16,6	24,9
Ecuador	27,4	25,7	27,9
México	24,3	28,0	27,2
Perú	24,5	25,5	22,0

Fuente: CEPAL, División de Estadísticas y Análisis Cuantitativos, Sección de Cuentas Nacionales.

a/ Promedio aritmético simple para los años señalados.

austeridad inútil. Por el contrario, en el evento de que la moderación inicial en el consumo sea acompañada de un nivel estable de inversión, el ahorro *ex post* subirá.

Pues bien, ocurre que por acción u omisión las políticas de ajuste condicionan las decisiones de inversión. La evidencia empírica comprueba que a menudo, en el afán de promover un ajuste interno por la vía de la austeridad, se adoptan medidas en favor del ahorro, pero que terminan deprimiéndolo, al inhibir la inversión. En consecuencia, en este trabajo destacamos dos canales adicionales de interrelación entre la crisis de financiamiento externo y las posibilidades de inversión. El vuelco de la transferencia de recursos afecta el comportamiento de la inversión a través no sólo de una merma en el ahorro disponible (ahorro interno más transferencia de recursos) sino, también, del impacto que provoca sobre el balance de pagos y el presupuesto fiscal.

El efecto de la crisis externa sobre la balanza de pagos es directo. La disminución del flujo externo neto de capitales y el aumento de los intereses devengados por la deuda erosionan la disponibilidad de divisas. Su consiguiente escasez restringe la capacidad de importación, tanto de bienes de consumo final como de insumos intermedios para la producción y de bienes de capital para la inversión. Luego, si se desea evitar caídas en la producción y la inversión, es necesario

ahorrar divisas en consumo de origen importado y sustituir, por producción nacional, insumos intermedios y bienes de capital. Sin embargo, dadas la inflexibilidad de la estructura productiva doméstica para sustituir bienes importados y la imposibilidad de discriminar la reducción en el consumo -de modo que esta última recaiga sólo en bienes de consumo de importación o de producción doméstica susceptible de ser exportada- los ajustes en el consumo deprimen la demanda efectiva, la producción y la inversión.² Así, parte del aumento *ex ante* del ahorro producido por la caída del consumo se ve frustrado por el descenso de la inversión. Al caer la producción y el ingreso, el ahorro se ajusta pues *ex post* a un menor nivel.

También el efecto de la crisis de financiamiento externo sobre el presupuesto público fue adverso. El corte del flujo de capitales limitó la capacidad de endeudamiento del sector público en el exterior, mientras que el alza del interés internacional acrecentó el peso del servicio de la deuda pública externa. En muchos países de la región los gobiernos avalaron una fracción de la deuda privada con el exterior; a veces la correspondiente deuda interna del sector privado con el sector público se licuó y en otros casos el Estado subsidió a los deudores privados y al sistema financiero doméstico, a fin de evitar el colapso de este último. Todo lo anterior presionó las finanzas públicas. De otro lado, el ajuste recesivo deterioró los ingresos fiscales, tanto por el menor nivel de actividad interna, y la consiguiente merma de la recaudación tributaria, como por la caída de las importaciones y su secuela sobre la recaudación proveniente del comercio exterior. Por último, el esfuerzo de ajuste de las cuentas externas obligó a efectuar devaluaciones reales de la moneda nacional, provocando, en aquellos países donde el sector público es deficitario en moneda extranjera, un aumento del déficit en términos reales.

Inicialmente, las autoridades intentaron evitar que el deterioro de la posición fiscal se tradujera en una merma del consumo y la inversión del gobierno, recurriendo al endeudamiento interno y a la emisión. El endeudamiento interno del gobierno ha limitado fuertemente la inversión privada, ya sea

2. La escasez de divisas repercute sobre la inversión mediante los ajustes recesivos, forzados por el desequilibrio del balance de pagos; la inestabilidad introducida por las fluctuaciones del financiamiento externo; y la mantención, por parte de las autoridades, de una tasa de interés elevada, a fin de evitar la fuga de capitales.

Cuadro 3
COEFICIENTE INVERSION
BRUTO FIJO PUBLICO/PRODUCTO INTERNO BRUTO
dólares de 1980

País	Períodos a/		
	1975-81	1982-84	1985-87
Argentina	n. d. b/	n. d.	n. d.
Brasil	n. d.	n. d.	n. d.
Chile c/	5,5 d/	5,1	9,2
Ecuador	6,2	4,9	5,0
México	9,6	7,6	5,8
Perú	5,6	6,4	4,3

Fuente: CEPAL, División de Estadística y Análisis Cuantitativo, Sección de Cuentas Nacionales.

- a/ Se tomó el promedio aritmético simple para los años señalados.
- b/ Cifras oficiales no disponibles.
- c/ Estimaciones extraoficiales.
- d/ Se refiere a 1978-81.

por la vía del conocido "efecto desplazamiento", fruto de alzas en el tipo de interés o elevaciones en el costo del crédito generadas por las acciones sobre el sistema financiero (típicamente elevaciones de las tasas de encaje) o bien directamente, mediante la represión financiera. Saturado el endeudamiento interno y enfrentados a una escalada inflacionaria,³ los gobiernos se han vistos obligados a reducir sus gastos corrientes y de inversión.⁴ La caída de la inversión fiscal presiona hacia abajo la inversión privada, limitando el ahorro privado *ex post* (cuadro 3).

3. Adicionalmente, el desajuste inflacionario deteriora los ingresos tributarios (Tanzi, Blejer y Teijeiro, 1987). A su vez, elevadas tasas de inflación perjudican seriamente la inversión privada, al imposibilitar el cálculo económico y, por ello, alentar la especulación e inhibir la producción.
4. La trayectoria de la inversión pública, la inversión total y el ahorro interno difiere en Chile de la tendencia regional. La tercera sección del trabajo desarrolla el caso de Chile.

En síntesis, la crisis de la deuda externa ha impuesto restricciones directas e indirectas a la capacidad de invertir. La aplicación de políticas de austeridad en el consumo (fomento del ahorro *ex ante*) será ineficiente y recesiva en la medida en que no se actúe sobre los determinantes de la inversión que también son afectados por la crisis, i. e. el proceso de generación de divisas y el presupuesto fiscal para inversión pública.

En este trabajo se construye un modelo macroeconómico que pone de manifiesto las interrelaciones anteriores. Intenta demostrar que la formación de ahorro *ex post*, o ahorro efectivamente materializado, difiere según si la balanza de pagos y el presupuesto fiscal actúan o no como variables restrictivas. La presencia de dos eventuales brechas, externa y fiscal, abre cuatro posibles situaciones, según si cada una, ambas o ninguna ejerce una presión restrictiva. En cada caso, se identifican las políticas más adecuadas para el fomento del ahorro interno.

El trabajo está organizado en tres secciones. La primera presenta el modelo y la segunda expone los resultados. Finalmente, la tercera analiza la formación de ahorro en Chile durante los ochenta, a la luz de la metodología anterior.

SECCION 1

EL MODELO

La absorción de la crisis de la deuda externa ha obligado a las economías latinoamericanas a poner en vigencia políticas económicas que las han alejado del pleno empleo. La subutilización de la fuerza de trabajo y de la capacidad instalada sugiere la conveniencia de adoptar un marco analítico keynesiano, que modele por el lado de la demanda efectiva la determinación del producto.

Así, suponemos que la economía produce un bien genérico en cantidad "Y", que es ofrecido a un precio "p"; el producto efectivo es determinado por la cantidad demandada de dicho producto al precio p, $D(p) = Y$.

El producto doméstico es ofrecido en el mercado interno y en el mercado externo. En este último, el bien nacional

enfrenta una demanda negativamente inclinada⁵ al precio relativo entre dicho bien doméstico y un bien genérico producido en el exterior al precio p^* . Como ambos precios están denominados en distintas monedas, siendo e el número de unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera, el precio relativo entre ellos es ep^*/p , que denominaremos tipo de cambio real (TR).

En aras de la simplicidad, determinamos $p^*=1$ como numerario del modelo, con lo que $TR=e/p$. A continuación describimos las ecuaciones que regulan los distintos componentes de la demanda efectiva.

1.1 El sector público

El consumo del gobierno es considerado exógeno o, más exactamente, uno de los instrumentos de la política fiscal.

Así,

$$(1) \quad CG = \overline{CG}$$

donde CG representa el consumo del gobierno en unidades del bien doméstico.

Los ingresos tributarios provienen, de un lado, de impuestos directos al ingreso de los residentes; y, del otro, de impuestos indirectos que gravan tanto al bien nacional como a las importaciones del bien extranjero

$$(2) \quad T = t Y + B TR M$$

donde t es la tasa tributaria media (directa e indirecta) por unidad producida del bien nacional, en tanto que B representa la tasa combinada de aranceles medios e impuestos indirectos pagados por las importaciones (M). Estas últimas están medidas en unidades del bien extranjero.

$$(3) \quad YDG = T - DEPMN - TR DEPME - r BGP - TR r^* BGX$$

5. La oferta del producto doméstico es infinitamente elástica, de modo que si la demanda externa por el mismo también lo fuere, el nivel del producto quedaría indeterminado.

Denominamos Ingreso Disponible del Gobierno (YDG) a la diferencia entre la recaudación tributaria y un conjunto de partidas financieras que detallamos a continuación. El déficit de las empresas públicas en moneda nacional y moneda extranjera está representado por DEPMN y DEPME, respectivamente (si existiere superávit se altera el signo que precede a la partida).⁶ Los bonos emitidos por el gobierno y colocados entre los residentes (BGP) devengan determinado interés nominal. Bajo el supuesto de que el público mantiene constante, al menos, el volumen real de dichos bonos, el servicio de la deuda interna del gobierno está dado por r BGP, donde r es la tasa de interés real. Por último, BGX representa títulos de deuda pública emitidos en moneda extranjera al tipo de interés internacional r_i .

El ingreso disponible del gobierno (YDG) equivale al volumen de gasto del gobierno susceptible de ser financiado sin tener que recurrir a un aumento del volumen de deuda pública interna real, de la base monetaria o del endeudamiento externo del sector público.

Introduzcamos ahora el concepto de restricción fiscal. Hablaremos de restricción fiscal dominante si el gobierno no puede colocar más deuda interna real,⁷ si le resulta inadmisibles o imposible aumentar la recaudación del impuesto inflación, y si su capacidad de aumentar el endeudamiento externo está determinada exógenamente.⁸

El déficit del sector público está dado por:

$$(4) \quad DSP = DBGP + DBGX TR + II m$$

donde

-
6. En la formulación se supone implícitamente que las empresas públicas no emiten en forma directa títulos de deuda.
 7. Hemos adoptado un supuesto extremo para hacer más simple el modelo. Cabe suponer que, dentro de cierto rango, el gobierno puede colocar más deuda interna si ofrece mayor interés. Sin embargo, es probable que ese rango sea estrecho si el público percibe que al gobierno le resultará imposible servir su deuda en el futuro. En este último caso, el gobierno estaría imposibilitado de financiar su déficit con emisión de deuda interna.
 8. Es la situación que se ha dado en la práctica desde la crisis de 1982.

- DBGP es el aumento del volumen real de deuda interna pública.
- DBGX es el aumento del endeudamiento externo del sector público en unidades de moneda extranjera.⁹
- Π es la tasa de inflación.
- m es el stock real de dinero.¹⁰
- Πm es la recaudación real del impuesto inflación.¹¹

Así, la restricción fiscal dominante equivale a $DBGP=0$, $DBGX=F$ y $\Pi m=k$, donde F es el flujo neto exógeno de capitales desde el exterior y k , una constante.

Finalmente, la inversión del gobierno está dada por:

$$(5) \quad IG = \overline{IG} = YDG - CG + DSP \quad \begin{array}{l} \text{si la restricción fiscal no} \\ \text{no es dominante (RFND)}.^{12} \end{array}$$

Nótese que si el gobierno puede financiar DSP, la inversión pública es una variable de política (IG) determinada en función de consideraciones de mediano plazo; en este caso la variable de ajuste es DSP. Por el contrario, si la restricción fiscal es dominante (RFD) la variable DSP está fija y la que se ajusta es la inversión del gobierno.

$$(6) \quad IG = YDG - CG + k + TR F \quad \text{si RFD}$$

-
9. Nótese que, dado $p^* = 1$, unidades de moneda extranjera es equivalente a unidades del bien foráneo.
10. Por razones de simplicidad, suponemos que m , la demanda real por dinero, es constante. Alternativamente, se puede introducir una función de demanda de dinero que la relacione con el ingreso y la tasa de interés. Dicha formulación permitiría captar los cambios en el señoríaje.
11. En la presente formulación nos situamos en el caso de una autoridad económica que evita financiar el déficit público mediante un monto de emisión que acelere el alza del nivel de precios. Así, la inflación no está causada por exceso de demanda, sino que es meramente inercial, y el gobierno recauda el consiguiente impuesto inflación.
12. Nótese que se ha optado por modelar la inversión pública como variable de ajuste; y el consumo del gobierno, como variable de política. Con ello se quiere significar que el consumo del gobierno es relativamente más inflexible.

1.2 El sector privado

El consumo del sector privado, medido en unidades del bien doméstico, está dado por:

$$(7) \quad CP = C_0 + C_1 (Y - t Y + r BGP - TR BPX r^* - \Pi m) - C_2 TR - C_3 r$$

donde BPX representa el endeudamiento externo del sector privado en unidades de moneda extranjera.

El término entre paréntesis aproxima el ingreso disponible del sector privado. El tipo de cambio real aparece ejerciendo negativa influencia sobre el consumo privado, dado el supuesto implícito de que el tipo de cambio real se correlaciona inversamente con el salario real y que la propensión a consumir de los trabajadores es más alta que la de los capitalistas. Por último, se postula que la tasa de interés real es una variable que afecta negativamente el consumo del sector privado, al actuar como precio relativo entre el consumo presente y el consumo futuro.¹³

A su turno, la inversión realizada por el sector privado se explica en función del producto, de la inversión realizada por el gobierno y de la tasa de interés real.

$$(8) \quad IP = I_0 + I_1 Y + I_2 IG - I_3 r$$

13. El consumo podría haber sido modelado en función de la riqueza, aproximando este último concepto por (Ingreso Disponible/ r). La imposibilidad práctica de prestar y pedir prestado a la tasa r , sin restricciones de tiempo y cantidad, hace recomendable modelar el ingreso y la tasa de interés como argumentos separados. Cabe anotar, por otro lado, que, todo lo demás constante, el ahorro privado se vincula directamente con la tasa de interés. Sin embargo, a nivel del equilibrio general la correlación entre ahorro y tipo de interés puede ser inversa, según veremos más adelante.

Está implícito en la formulación el carácter complementario de la inversión pública y de la privada.¹⁴ Así, una mayor inversión pública (por ejemplo, en infraestructura) mejora la rentabilidad de proyectos privados y empuja hacia arriba la inversión privada. Por su parte, la tasa de interés real aproxima el costo del capital.

1.3 El sector externo

Las ecuaciones que describen el intercambio con el exterior corresponden al comportamiento de las importaciones y a las exportaciones, así como al movimiento de las reservas internacionales.

$$(9) \quad M = M_0 + M_1 Y + M_2 (IP + IG) - M_3 (1 + B) TR$$

Se supone que el número de unidades del bien extranjero demandado por los residentes está positivamente correlacionado con el producto y con la inversión total. Por otra parte, una alza de precio relativo entre el bien extranjero y el bien nacional $\{(1 + B) TR\}$ desincentivará la demanda del bien importado.

$$(10) \quad X = X_0 + X_1 TR$$

El número de unidades del bien nacional vendidas al extranjero (X) viene determinado por la demanda externa del producto doméstico. Ella resultará tanto mayor cuanto más barato sea el bien nacional respecto al bien extranjero, es decir cuanto más alto el tipo de cambio real. Por construcción, en este modelo una mejoría de los términos del intercambio se aproxima mediante un alza de X_0 , para un tipo de cambio real dado.¹⁵

14. Nótese que la complementariedad de la inversión pública y la inversión privada asume en (8) un carácter técnico, en el sentido de que esta última requiere de la primera para la dotación de infraestructura, servicios, etc. El llamado "efecto desplazamiento", en virtud del cual la inversión pública sustituiría a la inversión privada al competir por financiamiento, proviene del impacto indirecto vía tasa de interés, captado también en el modelo.

15. En términos más rigurosos, se trata de un desplazamiento positivo de la demanda extranjera por el bien nacional.

$$(11) \quad \Delta R = F - r^* (BGX + BPX) + (X/TR) - M$$

Finalmente, el saldo del balance de pagos, que se expresa en unidades de moneda extranjera, viene dado por la diferencia entre la transferencia neta de recursos desde el exterior $\{F - r^* (BGX + BPX)\}$ y el saldo del balance comercial $\{(X/TR) - M\}$. Hablamos de restricción externa dominante (RED) si la conducción económica, enfrentada a una pérdida no sostenible de reservas internacionales, impone el equilibrio de la balanza de pagos, $\Delta R = 0$.

1.4 Los cierres del modelo

La existencia de dos alternativas de regímenes fiscales (restricción fiscal dominante y no dominante) y de dos escenarios en el intercambio con el exterior -restricción externa dominante y no dominante- configura cuatro eventuales cierres para el modelo.

a) Ambas restricciones no dominantes (caso I)

En este caso la economía en cuestión tiene un sector público financieramente solvente, en condiciones de enfrentar sus gastos corrientes y de inversión, ya sea con sus ingresos corrientes o mediante la colocación de deuda pública. A la vez, su posición externa es sólida y el financiamiento del balance de pagos no presenta problemas.

El modelo se cierra con la ecuación de determinación del producto por el lado de la demanda efectiva.

$$(12) \quad Y = CP + CG + IP + IG + X - TR - M$$

En esta solución, pues, las ecuaciones (3), (4), (6) y (11) no están activas, vale decir no contribuyen a la determinación de las variables endógenas. La tasa de interés doméstica está definida por la política monetaria, mientras que la tasa tributaria, el consumo y la inversión del gobierno son resorte de la política fiscal. El tipo de cambio, por último, es también una variable de política.

Reduciendo el modelo a lo fundamental, el caso I puede ser descrito por cuatro ecuaciones:

$$Y - IP - CP + TR M = CG + IG + X_0 + X_1 TR$$

$$I_1 Y - IP = -I_0 + I_3 r - I_2 IG$$

$$C_1 (1 - t)Y - CP = -C_0 + C_1 \Pi m + TR (C_1 r^* BPX + C_2) + \\ + r (C_3 - C_1 BGP)$$

$$M_1 Y + M_2 IP - M = -M_2 IG - M_0 + M_3(1 + B)TR$$

b) *Restricción fiscal dominante y holgura externa (caso II)*

En este caso, la variable macroeconómica clave la constituye la transferencia interna de recursos desde el sector privado hacia el sector público, debido a la incapacidad del Estado para financiar su plan de gastos corrientes y de inversión. Típicamente, esta economía afrontará problemas para el financiamiento del déficit público, pero puede que sus cuentas externas exhiban cierta holgura.¹⁶

En esta situación, cambios en el financiamiento disponible del sector público (motivados, por ejemplo, si $BGX > 0$, por un alza en el costo internacional del crédito o una disminución en el refinanciamiento de los intereses devengados) obligarán a un ajuste de los montos de inversión pública. Dado el carácter complementario de la inversión pública y la privada, el ajuste de la primera afectará el monto de la segunda y, *ex post*, el nivel del ahorro interno agregado de la economía.

El modelo que describe el caso II puede ser presentado a través de las cinco ecuaciones siguientes:

$$Y - IG - IP - CP + TR M = CG + X_0 + X_1 TR$$

$$t Y - IG + B TR M = DEPMN + CG - k +$$

$$+ TR(DEPME + r^* BGX - F) + r BGP$$

$$I_1 Y + I_2 IG - IP = -I_0 + I_3 r$$

16. Este es, claramente, el caso del Brasil durante 1988.

$$C_1 (1 - t)Y - CP = - C_0 + C_1 k + TR (C_1 r^* BPX + C_2) + \\ + r (C_3 - C_1 BGP)$$

$$M_1 Y + M_2 IG + M_2 IP - M = - M_0 + M_3 (1 + B) TR$$

c) *Restricción externa dominante y holgura fiscal
(caso III)*

Este caso simboliza el problema de una economía que enfrenta serios problemas para financiar su balance de pagos, no así sus cuentas fiscales. Aquí encontramos un problema de transferencia externa de recursos, y no de transferencia interna. Es decir, el gobierno dispone del poder suficiente para financiar sus planes de consumo e inversión, ya sea directamente mediante la tributación o a través de la colocación de deuda interna (bonos o dinero). Sin embargo, la economía en su conjunto enfrenta un desequilibrio de pagos internacionales; y ni el sector público ni el privado pueden colocar en el exterior el monto de bonos requerido para financiar ese desequilibrio.

Operacionalizamos la brecha externa dominante a través de $\Delta R = 0$. El subsistema (9)-(11) indica que, dada una tasa de inversión, el nivel del producto viene determinado por el equilibrio externo; o, más exactamente, que existe un nivel de producto doméstico máximo compatible con las cuentas externas. Cuando dicho nivel de producción es inferior a la de pleno empleo, hablamos de brecha externa dominante.

Ahora bien, nada garantiza que el nivel de producto que satisface la ecuación (12) sea el mismo que el implícito en el subsistema (9)-(11). Este es un punto importante; si la demanda efectiva (ecuación (12)) determina un nivel de producción superior al compatible con la brecha externa, la economía empezará a perder reservas internacionales. La autoridad económica se verá forzada entonces a contraer la demanda efectiva; para ello disminuirá los gastos públicos, modificará el tipo de cambio y/o regulará la tasa de interés real vía política monetaria. Sin embargo, dado que el consumo y la inversión del gobierno son típicamente variables poco flexibles y se hallan supeditadas a consideraciones distintas a la de la regulación de la demanda efectiva, supondremos que el ajuste

se materializa a través de la política monetaria.¹⁷ En condiciones de una brecha externa dominante, la política monetaria regulará el tipo de interés, de modo de hacer compatible la demanda efectiva con la restricción externa.¹⁸

En el caso III, dado que suponemos la existencia de holgura fiscal, la ecuación (5) vuelve a reemplazar las ecuaciones (3) y (6), en tanto que adicionalmente se activa la ecuación (11). A diferencia de los casos anteriores, la tasa de interés pasa a ser una variable endógena. El caso puede ser descrito por medio de las siguientes cinco ecuaciones:

$$Y - IP - CP + TR M = CG + IG + X_0 + X_1 TR$$

$$I_1 Y - IP - I_3 r = -I_0 - I_2 IG$$

$$C_1 (1 - t) Y - CP -$$

$$- (C_3 - C_1 BGP) r = -C_0 + C_1 \Pi_m + \\ + TR (C_1 r^* BPX + C_2)$$

$$M_1 Y + M_2 IP - M = -M_2 IG - M_0 + M_3 (1 + B) TR$$

$$TR M = TR \{F - r^* (BGX + BPX)\} + \\ + X_0 + X_1 TR$$

17. El ajuste puede también hacerse a través de la política cambiaria. Sin embargo, ello requiere modificar el tipo de cambio real, lo que supone alterar el salario real (al menos en el corto plazo). Por otro lado, el efecto del tipo de cambio real sobre la demanda es más impreciso (Krugman y Taylor, 1978).
18. Si se están perdiendo reservas, la política monetaria puede subir la tasa de interés para frenar la demanda efectiva. Sin embargo, lo contrario no es necesariamente cierto. Si hubiere holgura externa, la tasa de interés no podrá descender por debajo del nivel mínimo necesario para evitar la fuga de capitales. Cuando el tipo de cambio real está fijo, dicho nivel es aproximadamente igual a la tasa de interés internacional, menos la inflación externa, más el riesgo país.

d) *Restricción fiscal y externa dominantes*
(caso IV)

Examinemos, por último, la situación más compleja. La economía enfrenta problemas de financiamiento tanto en el sector público como en el balance de pagos; i. e., adolece de problemas de transferencia interna y externa. Como señalamos anteriormente, no se trata de una mera especulación académica: dado que choques externos -como el de la crisis de 1982- pueden comprometer ambos equilibrios, constituye el problema habitual de la política económica de la hora presente en muchos países de la región.

El modelo que sintetiza el caso IV vuelve a activar las ecuaciones (3) y (6), en lugar de la (5). La restricción externa (ecuación (11)) continúa operativa y, por lo mismo, el tipo de interés es una variable endógena. El caso puede ser descrito por las siguientes seis ecuaciones básicas:

$$\begin{aligned}
 Y - IG - IP - CP + TR M &= CG + X_0 + X_1 TR \\
 t Y - IG + B TR M - r BGP &= DEPMN + CG - k + \\
 &+ TR (DEPME + r^* BGX - F) \\
 I_1 Y + I_2 IG - IP - I_3 r &= -I_0 \\
 C_1 (1 - t) Y - CP - \\
 - (C_3 - C_1 BGP) r &= -C_0 + C_1 k + TR (C_1 r^* BPX + C_2) \\
 M_1 Y + M_2 IG + M_2 IP - M &= -M_0 + M_3 (1 + B) TR \\
 TR M &= TR \{F - r^* (BGX + BPX)\} + \\
 &+ X_0 + X_1 TR
 \end{aligned}$$

1.5 Los determinantes del ahorro

Tras haber desplegado el modelo en sus distintas fases, estamos en condiciones de hacer explícita la teoría subyacente acerca de la determinación de la tasa de ahorro interno de la economía. Al introducir el modelo, hablamos de capacidad instalada ociosa y de determinación del producto por la vía de

la demanda efectiva. En materia del proceso de ahorro-inversión, esto equivale a introducir la fundamental distinción entre el ahorro *ex ante* y el ahorro *ex post*, esto es a considerar el ahorro como una magnitud resultante derivada, en lo fundamental, de los planes de inversión efectivamente materializados.

Las cuentas nacionales establecen que,

$$(13) \quad AI = Y - CG - CP$$

donde AI es el ahorro interno, medido en unidades del bien nacional.

Usando (12) tenemos

$$(14) \quad AI = IP + IG + X - TR - M$$

Y si la restricción externa es dominante,

$$(15) \quad AI = IP + IG - TR \{F - r_i (BGX + BPX)\}$$

Lo fundamental aquí es el sentido de la causalidad: ésta va desde la inversión al ahorro, y no viceversa. El nivel de la inversión, tanto pública como privada, conforma una variable endógena, cuyo valor es el resultado del conjunto de variables que interactúan en el modelo. Aún más, los determinantes de la inversión -y por extensión del ahorro- varían, dependiendo de si las restricciones fiscal y externa son o no operativas.

Llegamos así al argumento central de este trabajo: la determinación del ahorro agregado de la economía y, por tanto, las medidas de política para afectarlo, depende de las restricciones macroeconómicas, fiscal y externa imperantes.

El análisis anterior adquiere validez en un contexto en el que la crisis de la deuda externa ha generado en muchos países latinoamericanos situaciones caracterizadas por elevado desempleo, cuantiosos déficit fiscales -con las consiguientes presiones inflacionarias- y desequilibrios del balance de pagos. En una situación económica distinta, en la que haya, por ejemplo, abundancia de flujos de crédito voluntario y pleno empleo, el modelo anterior debiera ser reformulado.

SECCION 2

RESULTADOS

Como veíamos en la sección anterior, los niveles de ahorro interno y de inversión de la economía dependen del régimen de brechas dominante. En esta sección nos proponemos discernir el efecto que una gama de políticas y de choques en variables exógenas provoca sobre la función reducida de ahorro interno y de inversión total.

En particular nos interesa aislar el efecto de algunas variables seleccionadas. En primer término, investigaremos el impacto de la política monetaria vía cambios en la tasa de interés real.¹⁹ Cabe destacar que ello es posible únicamente si la restricción externa no es dominante, dado que, cuando lo es, la política monetaria se torna endógena.

Posteriormente analizaremos la incidencia de un grupo de variables que corresponden al dominio de la política fiscal. Ellas son el consumo del gobierno; la tasa de tributación,²⁰ y el déficit (superávit), tanto nacional como en moneda extranjera, de las empresas públicas.

Analizaremos, por último, el efecto de alteraciones provenientes del sector externo de la economía. Pertenecen a esta categoría las modificaciones del tipo de cambio real.²¹ También se consideran el efecto de alteraciones en los términos del intercambio (el cual se aproxima a través de modificaciones en X_0), en la tasa de interés internacional y en el flujo de capitales desde el exterior.

Para establecer el impacto de distintas políticas y de choques en variables exógenas, calcularemos el gradiente del

-
19. Este efecto, aunque en el marco de otro tipo de modelos, ha recibido bastante atención en la literatura. Estudios sobre el tema se encuentran en Fry (1980), Giovannini (1983), Blinder (1975) y Boskin (1978).
 20. Eventuales cambios en el grado de evasión tributaria provocan, para fines de este modelo, repercusiones similares.
 21. El efecto de las devaluaciones reales sobre el producto es un tópico bastante estudiado. Referencias clásicas sobre el tema, en el contexto de los países en desarrollo, son las de Cooper (1971), Diamand (1978) y Krugman y Taylor (1978). El impacto de devaluaciones sobre el ahorro deriva, en parte, de las repercusiones sobre el producto.

ahorro y la inversión respecto de los elementos de interés.²² Sin embargo, dada la estructura del modelo, los signos de los distintos elementos de los gradientes no pueden ser determinados *a priori*; para avanzar en la comprensión de los efectos es necesario hacer algunos supuestos sobre los datos básicos y las elasticidades del modelo estructural.²³

2.1 Supuestos básicos sobre variables y parámetros

En la formulación de estos supuestos, se intentó mantener libres algunas variables -en particular, los niveles de deuda de los distintos agentes, el déficit de las empresas públicas y el flujo de capitales- con el objeto de ganar generalidad en los resultados.²⁴ Las variables "libres" fueron seleccionadas precisamente para flexibilizar aquellos factores que son más esenciales en la diferenciación de distintas estructuras macroeconómicas, i.e. los niveles de deuda interna y externa y la posición de flujo del sector público en moneda extranjera.

Se señalan a continuación los supuestos básicos.

- i) Coeficientes sobre el producto: exportaciones (0,25), importaciones (0,20), inversión pública (0,1), inversión privada (0,05), consumo del gobierno (0,2) y consumo privado (0,6).
- ii) Elasticidades: todas las elasticidades producto (importaciones, inversión privada y consumo privado) equivalen a la unidad. Las elasticidades precio de importaciones y exportaciones se hicieron ambas igual a 0,5 (garantizándose así en el límite la condición de Marshall-Lerner).

22. La solución analítica de las variables endógenas en los cuatro casos descritos presentaba enormes dificultades de resolución algebraica. Los obstáculos pudieron ser salvados gracias a la aplicación del programa computacional "Maple", de reciente elaboración, que permite la manipulación de ecuaciones. Aún así, la estructura algebraica del gradiente del ahorro es en los cuatro casos muy extensa; su detalle se puede solicitar directamente al autor.

23. Dado que, en esta etapa, no se cuenta con una estimación econométrica del modelo.

24. Alternativamente, pudo haberse asignado valores a cada una de las variables y parámetros y simular el modelo. Sin embargo, esa alternativa no tiene más validez general que la de un ejemplo.

Las elasticidades de la inversión y del consumo privados, respecto de la tasa de interés real, fueron fijadas en 0,5 y 0,05. El efecto del tipo de cambio real sobre el consumo privado, en términos de elasticidad, se fijó en 0,12.

- iii) Tasa tributaria, 20%; impuestos a las importaciones, 30%; impuesto inflación, equivalente a tres puntos del producto.

Sobre la base de dichos datos se efectúan dos ejercicios. El primero consiste en averiguar el signo de la influencia de los distintos determinantes del ahorro y la inversión, permitiendo que las variables libres fluctúen dentro de rangos razonables.²⁵ Estos son, expresados en puntos porcentuales del PIB:

BGX	entre 10 y 80
BPX	entre 0 y 40
BGP	entre 0 y 60
DEPMN	entre 0 y 6
DEPME	entre -10 y 0
F	entre 2 y 8

El recorrido de las distintas variables libres determina un intervalo de los gradientes del ahorro y la inversión para cada elemento. El efecto de las distintas variables será considerado positivo en caso de que el intervalo no asuma valores negativos, y viceversa. De contener el intervalo posibles valores negativos y positivos, la variable respectiva será considerada de efecto ambiguo.

El segundo ejercicio consiste en escoger un valor dentro de cada intervalo, a fin de calcular las elasticidades del ahorro y la inversión respecto de cada uno de sus determinantes. Para tal efecto se adoptó, en cada caso, el valor medio de los intervalos anteriormente mencionados.

25. Los rangos surgen de los datos conocidos para países latinoamericanos. Por ejemplo, según datos de la CEPAL, el coeficiente de deuda externa (promedio 1982-87) fluctúa entre 25% para Colombia y 110% para Costa Rica. En el caso de la deuda interna del gobierno, cabe citar el caso de México: en 1986, el coeficiente respectivo alcanzaba a 62,8%, aunque se proyectaba que bajara a 50,6 en 1987, según antecedentes suministrados por la Dirección General de Planeación Hacendaria.

2.2 El efecto de la tasa de interés

Antes de analizar el efecto de la tasa de interés real sobre el ahorro y la inversión, es bueno insistir en la forma que, según este modelo, se determina el valor de dicha variable. A través de operaciones de compra y venta de bonos del Banco Central que devengan un cierto interés real,²⁶ la autoridad monetaria regula la tasa de interés de la economía. Cuando existe restricción externa, la tasa de interés debe ser fijada en un nivel que haga compatible la demanda global con la escasez de divisas; es decir, si el Banco Central comienza a perder reservas internacionales, puede "frenar" el ritmo de actividad interna mediante un alza en la tasa de interés, y viceversa.

Cuando la restricción externa no es dominante, la tasa de interés deja de constituir una variable endógena y puede ser alterada libremente por la autoridad económica. Esto ocurre en el caso 1, en el que ambas restricciones son no dominantes, y en el 2, en el que la economía enfrenta un problema fiscal.²⁷

Dados los parámetros supuestos anteriormente, el impacto que un alza de la tasa de interés provoca sobre la inversión es negativo en el caso I (modelo sin restricciones). En presencia de restricción fiscal (caso II) se hace aún más negativo, puesto que al impacto directo del alza del tipo de interés sobre la inversión privada se suma el descenso de la inversión pública, derivado del aumento del peso del servicio de la deuda interna pública.

También el efecto del alza del tipo de interés sobre el ahorro es negativo en ambos casos, siendo mayor el impacto cuando existe restricción fiscal. La caída en el ahorro obedece a que el descenso de la inversión induce una disminución mayor en el producto que en el consumo.

26. O, alternativamente, a través de la tasa de redescuento.

27. El déficit fiscal puede presionar una expansión del dinero, si se materializa en un aumento del crédito al sector público. Sin embargo, aun en estas condiciones la autoridad monetaria puede afectar la cantidad de dinero y la demanda agregada, vía compra y venta de bonos del Banco Central, cambios en la tasa de redescuento o contracción del crédito al sector privado. Es decir, la presencia de restricción fiscal no implica que la autoridad monetaria pierda el control sobre la tasa de interés y la demanda agregada. No obstante, un elevado y persistente déficit público implicará, finalmente, el descontrol monetario.

Se deduce entonces que es posible aumentar el ahorro reduciendo la tasa de interés; la eficiencia de la medida dependerá del grado de holgura externa y de capacidad instalada ociosa. El cuadro 4 presenta las elasticidades obtenidas en cada caso.

Cuadro 4
ELASTICIDADES AHORRO
INTERNO (S) E INVERSIÓN (I)

Variable	Régimen			
	Caso I (RFND- REND)	Caso II (RFD- REND)	Caso III (RFND- RED)	Caso IV (RFD- RED)
S	-0,13	-0,46	a/	a/
Tasa de interés				
I	-0,36	-1,20	a/	a/

a/ En estos casos la tasa de interés es endógena.

2.3 El impacto de las variables de política fiscal sobre el nivel de ahorro interno e inversión

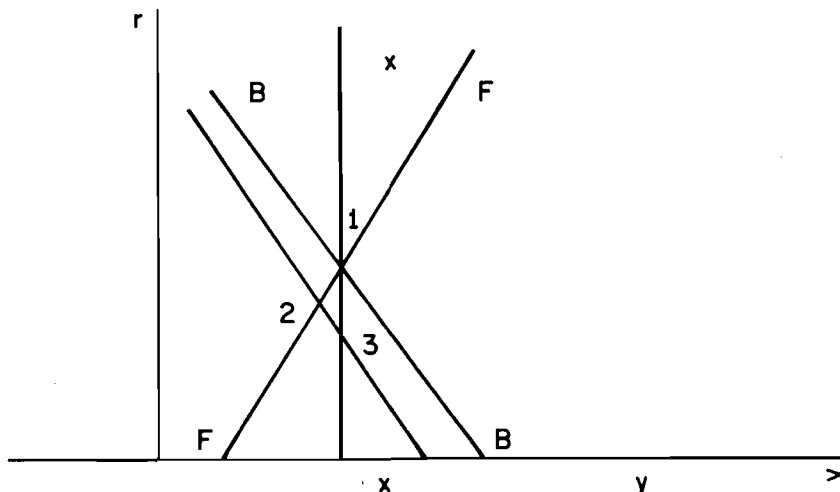
a) El consumo del gobierno

En el modelo sin restricciones, el impacto del consumo del gobierno sobre el nivel de inversión de la economía es positivo. La razón estriba en el argumento keynesiano tradicional del efecto multiplicador de la política fiscal sobre el producto y el aumento de la inversión inducido por la expansión de la demanda. Sin embargo, en presencia de restricción externa (caso III) se verifica el llamado "efecto desplazamiento", esto es una sustitución parcial de gasto público por inversión. El incremento de la demanda efectiva derivado de la ampliación del consumo del gobierno incentiva las importaciones y, por ende, deteriora la balanza de pagos; la autoridad económica se ve obligada entonces a intervenir, elevando el tipo de interés, lo que desalienta la inversión privada. Si la economía presenta además problemas fiscales (caso IV), el efecto desplazamiento es aún mayor, por cuanto la expansión del consumo del gobierno se efectúa a expensas de un replie-

que de la inversión pública. Finalmente, el impacto negativo del consumo del gobierno alcanza su máximo valor cuando sólo hay restricción fiscal (caso II). Al haber restricción fiscal se produce una sustitución completa de consumo público por inversión pública, en tanto que el menor nivel de inversión pública desincentiva la inversión privada, por lo que en el agregado la demanda efectiva se contrae y el producto cae. Sin embargo, en este caso es posible evitar el componente recesivo mediante una reducción de la tasa de interés.

Lo anterior puede ser explicado en mejor forma con la ayuda de un diagrama (gráfico 1). En el espacio (y,r) , el equilibrio del mercado de bienes (BB) exhibe una pendiente negativa, atribuible al efecto negativo de un alza en la tasa de interés sobre el consumo privado y la inversión privada. El equilibrio externo (XX) es inelástico, por cuanto el balance de pagos no se ve afectado directamente por la tasa de interés doméstica (en todo el modelo hemos supuesto que el flujo de capitales externos F constituye una variable exógena). Finalmente, el equilibrio fiscal (FF) acusa una pendiente positiva, por cuanto un alza del tipo de interés aumenta el peso del servicio de la deuda interna pública y una expansión del producto incrementa la recaudación tributaria.

Gráfico 1
EFECTOS DE UNA EXPANSION
DEL CONSUMO DEL GOBIERNO



Dado que en presencia de restricción fiscal la expansión del consumo del gobierno sustituye por completo la inversión pública y deprime la inversión privada, el equilibrio BB se desplaza hacia abajo. En el caso II la economía queda en el punto 2; y en el caso IV, en el punto 3, caso este último en el que el nivel de inversión total es más alto.

También el efecto de una expansión del consumo del gobierno sobre el ahorro interno es, en general, adverso.²⁸ La argumentación es muy similar a la expuesta respecto de la inversión. Para los casos III y IV el efecto sobre el ahorro es el mismo que sobre la inversión. Dado que en presencia de restricción externa el cambio en el consumo del gobierno no puede afectar la balanza comercial, cuyo saldo viene determinado por la transferencia neta de recursos desde el exterior, el ahorro y la inversión se mueven en paralelo.²⁹ En el caso I, la economía sin restricciones, el incremento del consumo del gobierno promueve el ahorro interno, vía el efecto multiplicador. Finalmente, en el caso II, el impacto negativo del consumo del gobierno sobre el ahorro interno es máximo, dado el efecto recesivo comentado anteriormente.

El cuadro 5 presenta el signo del efecto del consumo del gobierno sobre la inversión y el ahorro en los distintos casos, así como la estimación de las elasticidades envueltas.³⁰

b) El impacto de los impuestos

El efecto que una modificación de la tasa impositiva (y/o del grado de evasión tributaria) induce sobre la inversión y el ahorro reconoce también importantes diferencias según cual sea el régimen de brechas dominante.

En el modelo sin restricciones el incremento de la carga tributaria contraerá la inversión. El alza impositiva reduce el ingreso disponible de las personas y el consumo privado, deprimiendo así el producto y la inversión. Sin

28. El tipo de relación que se establece en este modelo entre ahorro público y ahorro privado es, en general, contradictorio con la hipótesis de equivalencia ricardiana (Barro, 1974).

29. Las cuentas nacionales indican que la inversión es igual al ahorro interno más el saldo de la balanza comercial.

30. Téngase en cuenta que el valor de las elasticidades está influido por los supuestos efectuados acerca de algunos de los parámetros del modelo estructural.

Cuadro 5
**ELASTICIDADES AHORRO
 INTERNO (S) E INVERSION (I)**

Variable	Régimen			
	Caso I (RFND- REND)	Caso II (RFD- REND)	Caso III (RFND- RED)	Caso IV (RFD- RED)
Consumo del gobierno				
S	-0,18	-0,94	-0,43	-0,51
O	0,11	-1,84	-0,57	-0,67
Impuestos				
S	0,09	0,46	0,24	0,35
I	-0,05	1,51	0,32	0,47
Déficit empresas públicas (moneda nacional)				
S	0,0	-0,19	0,0	a/
I	0,0	-0,48	0,0	a/
Déficit empresas públicas (moneda extranjera)				
S	0,0	-0,31	0,0	a/
I	0,0	-0,80	0,0	a/

a/ El efecto es ambiguo.

embargo, si la brecha externa es dominante (caso III), la merma del consumo genera holgura externa, permitiendo una reducción del tipo de interés y un aumento de la inversión. Si adicionalmente existe restricción fiscal (caso IV), el efecto positivo sobre la inversión es aún mayor por cuanto el aumento de la recaudación fiscal hace posible expandir la inversión pública e incentivar la inversión privada. Si sólo hay restricción fiscal, el impacto es máximo, dado que el repunte de la inversión pública y privada permite una expansión tanto de la demanda agregada como del producto, lo que a su vez retroalimenta la inversión.

El comportamiento del ahorro frente a la tributación difiere ligeramente de lo observado respecto de la inversión. A diferencia de ésta, empero, en el modelo sin restricciones el ahorro interno se expande ante un aumento de la carga tributaria. Esto se debe a que el consumo se reduce más que el producto; la balanza comercial mejora, ya que la inversión decrece; y el ahorro interno sube, por lo que el balance de pagos mejora. En todos los demás casos el efecto de un alza en la tributación sobre el ahorro es positivo y el impacto, aún mayor. La elasticidad del ahorro frente a los tributos es particularmente sensible a la estrechez del presupuesto fiscal (cuadro 5).

c) El déficit de las empresas públicas

Las variaciones en los resultados de las empresas del sector público influyen poco en el ahorro y la inversión si el Estado tiene margen de endeudamiento u holgura fiscal, es decir si puede inducir una transferencia interna de recursos. Sin embargo, cuando existe restricción fiscal, una mejoría en el balance de las empresas públicas permite recuperar la inversión pública y con ello la inversión privada y el ahorro (este último sube en el caso II, por cuanto al recuperarse la inversión pública, el producto crece inicialmente más que el consumo).

Si además existe restricción externa (caso IV), el impacto sobre el ahorro y la inversión es ambiguo. El incremento de la inversión pública, que permitiría la mejoría financiera de las empresas del Estado, ejerce presión sobre la demanda agregada y el balance de pagos. Al haber restricción externa, la autoridad económica se vería obligada a "frenar" el ritmo de actividad mediante un alza en el tipo de interés.

2.4 El impacto del sector externo

a) Incremento de la demanda externa

En el marco de este modelo, el efecto de una expansión de la demanda externa por el producto doméstico (y/o una mejoría de la relación de los términos del intercambio) es en todos los casos positivo para la formación de ahorro y el nivel de inversión. La magnitud del impacto crece cuanto más restringida esté la economía.

Veamos primero el efecto sobre la inversión. En el modelo sin restricciones, el crecimiento de las exportaciones induce una expansión del producto y la inversión, vía efecto multiplicador. En presencia de restricción fiscal, el incremento de las exportaciones y el producto expande la recaudación fiscal y, de esta forma, la inversión pública y privada. A su turno, incrementa directamente el ingreso en divisas, por lo que, cuando la restricción externa es dominante, hace posible una expansión financiada de la demanda interna.

Similar es el efecto sobre el ahorro interno. En el modelo sin restricciones el producto crece más que el consumo, debido a lo cual el ahorro sube y la balanza comercial mejora. El ahorro se expande en todos los demás casos y la elasticidad alcanza su valor máximo en el caso IV (cuadro 6).

Cuadro 6
ELASTICIDADES AHORRO
INTERNO (S) E INVERSION (I)

Variable	Régimen			
	Caso I (RFND- REND)	Caso II (RFD- REND)	Caso III (RFND- RED)	Caso IV (RFD- RED)
Demanda externa				
S	0,51	0,82	0,94	0,99
I	0,07	0,83	1,25	1,33
Tipo cambio real				
S	0,44	0,43	a/	0,24
I	a/	a/	a/	a/
Flujo externo de capitales				
S	0,0	0,31	0,23	0,28
I	0,0	0,80	0,65	0,70
Tasa de interés externa				
S	0,0	-0,30	-0,69	-0,30
I	0,0	-0,80	-0,90	-0,87

a/ El efecto es ambiguo.

b) *La política cambiaria*

Las consecuencias de una devaluación real de la moneda sobre la formación de ahorro y el nivel de inversión revisten en general un carácter ambiguo. Las devaluaciones desencadenan un conjunto de efectos, cuyo peso relativo varía según el régimen de brechas dominante.

Una devaluación real fomenta las exportaciones, al tiempo que inhibe la demanda por importaciones y encarece, en términos reales, cada unidad del bien importado. La incidencia neta de los cambios anteriores sobre la balanza comercial se estudia en las llamadas condiciones de Marshall-Lerner. Por otro lado, la devaluación real provoca un impacto sobre los salarios reales y la carga del servicio de la deuda externa privada, lo que redundará en un menor consumo privado.

Al escoger los parámetros, se supuso igual a uno la suma de las elasticidades precio de exportaciones e importaciones; sin embargo, dado que el coeficiente de exportaciones es mayor que el coeficiente de importaciones, el impacto neto que la devaluación real genera sobre la balanza comercial es ligeramente positivo. Como la devaluación contrae el consumo privado, en el modelo sin restricciones el impacto total sobre la demanda agregada es ambiguo. También en el caso I, el efecto sobre el ahorro es positivo, por cuanto el consumo privado declina.

Al existir restricción fiscal se añade otro efecto; la devaluación afecta el presupuesto fiscal, favorable o desfavorablemente, según el signo de la posición fiscal en moneda extranjera ($F - r^* BGX - DEPME$). Países con alta deuda externa fiscal (BGX) y bajos ingresos públicos directos en moneda extranjera (es decir DEPME ligeramente negativos o cercanos a cero) se verán afectados en términos desfavorables, y viceversa. Por lo anterior, el impacto de la devaluación sobre el producto y la inversión sigue siendo ambiguo. El efecto sobre el ahorro es positivo, toda vez que el consumo privado disminuye.

En presencia de restricción externa, el producto crece si la devaluación la relaja. Ello depende de la condición de Marshall-Lerner, que para este caso se supuso nula; por lo tanto, el efecto sobre la inversión continúa siendo ambiguo, al igual que en el caso IV.

En suma, la devaluación tenderá a favorecer la inversión cuanto mayores la elasticidad precio de importaciones y exportaciones y los ingresos del Estado en moneda extranjera; cuanto menor el endeudamiento privado en el exterior, y

cuanto más pareja la propensión de trabajadores y capitalistas a consumir. Estos dos últimos factores actúan de modo inverso sobre el ahorro.

c) El flujo neto de capitales y la tasa de interés

El efecto de estas dos variables -que junto al volumen de deuda interna determinan la transferencia neta de recursos desde el exterior (TNRE)- es muy significativo si la economía está enfrentada a algún tipo de restricción. Un alza en el flujo neto de capitales y/o una reducción en el costo internacional del crédito -lo que equivale a un aumento de TNRE- permite aflojar, al mismo tiempo, la restricción externa y la restricción fiscal. El ahorro aumenta en todos los casos con restricción (II, III y IV) y otro tanto sucede con la inversión.

El aumento de TNRE permite recuperar la inversión fiscal y la privada en los casos II y IV; en el caso III, donde sólo hay restricción externa, la generación inicial de holgura de divisas permite una política económica más expansiva. Si ello se traduce en bajas del tipo de interés, la inversión privada repunta a consecuencia tanto del abaratamiento del costo del crédito como de la ampliación de la demanda interna.

Las elasticidades correspondientes son presentadas en el cuadro 6. Cabe destacar que en la economía sin restricciones (caso I), el impacto de TNRE es nulo en el contexto de este modelo. Ello porque se supone que la política económica regula los cambios en TNRE a través de su volumen de reservas internacionales (y los eventuales efectos monetarios se esterilizan, dado que r no cambia). Es posible -de hecho así ocurrió en América Latina hacia fines de los años setenta- que el efecto de un alza de TNRE sea en el caso I adverso para el ahorro, si dichos recursos adicionales se destinan a financiar planes de consumo privados o del gobierno. En tal situación, el financiamiento externo se torna sustitutivo del ahorro interno.

2.5 Conclusiones

La evidencia empírica sobre la evolución reciente del consumo, el ahorro tanto interno como externo, y la tasa de inversión en los países latinoamericanos introduce algunos interrogantes fundamentales acerca de las causas que la explican. La espectacular caída del financiamiento externo provocada por la crisis de la deuda ha asestado un duro golpe

a la disponibilidad de recursos para la inversión; por su parte, durante el proceso de ajuste el consumo por habitante se ha contraído dramáticamente. Sin embargo, la reducción del consumo no se ha traducido en mayores disponibilidades de ahorro interno, lo que hubiera evitado que la caída del financiamiento externo se ajustara, como ha sucedido, a través de un deterioro equivalente de la tasa de inversión. Por el contrario, el consumo y el producto por habitante han disminuido en paralelo, la tasa de ahorro interno ha permanecido inalterada y la inversión se ha resentido en el mismo monto en que se ha deprimido el financiamiento externo neto o la transferencia financiera de recursos. Es lo que hemos llamado austeridad inútil.

La hipótesis central que hemos levantado en este trabajo es que la reducción del financiamiento externo ha introducido, en adición a la merma del ahorro disponible, severas restricciones en el presupuesto en divisas (brecha externa) y en el presupuesto del sector público (brecha fiscal). Ello habría producido una alteración en la naturaleza del funcionamiento macroeconómico; en particular, pusimos de relieve la forma en que tales brechas contraen los gastos en inversión y, por tanto, frustran la materialización de los esfuerzos por elevar el ahorro privado. La racionalización adopta un enfoque nítidamente keynesiano: la escasez de inversión produce un ajuste recesivo, en tanto que el exceso potencial de ahorro desaparece al caer el ingreso.

Es ciertamente paradójal que una crisis provocada por la disminución del ahorro (en este caso, externo) conduzca a una situación caracterizada por un excedente de ahorro. Cabe, entonces, formular algunas precisiones sobre la materia. La merma o el cese del financiamiento externo provocan una contracción del ahorro público y, finalmente, de la inversión pública, efecto asimilable a falta de ahorro. Sin embargo, al nivel del sector privado la caída en la inversión pública y la recesión provocada por el ajuste a la brecha externa desestimulan la inversión. Es en este nivel donde se esteriliza el mayor potencial de ahorro.

Del análisis del funcionamiento macroeconómico bajo los distintos regímenes de brechas -externa, fiscal, ambas o ninguna- fluyen las políticas capaces de viabilizar un aumento de la inversión y del ahorro interno. También se analiza el impacto que cambios en variables fuera del control de la política económica ejercen sobre el ahorro y la inversión.

Una ampliación del consumo del gobierno y/o un alivio de la carga tributaria tienden a ser expansivos en una econo-

mía que no encare restricciones presupuestarias importantes, sean ellas fiscales o de balanza de pagos. Ambas políticas favorecen la inversión, aunque la segunda perjudica ligeramente el ahorro interno (véanse las elasticidades en el cuadro 2). Sin embargo, en presencia de restricción fiscal y/o externa, el consumo del gobierno desplaza a la inversión y perjudica la formación de ahorro, en tanto que la tributación la favorece e incentiva la inversión.³¹ Si existe restricción externa y, por tanto, el nivel de producto queda supeditado al saldo del balance de pagos, la austeridad fiscal permite recuperar inversión; si existe restricción fiscal, la sustitución es indirecta. Aquí se da el caso de austeridad útil.

El efecto de un alza en la tasa de interés tiende a ser negativo para la formación de ahorro y el nivel de los gastos de inversión aun en el caso de que se produzca *ex ante* una merma en el consumo. El impacto adverso de la tasa de interés real es mucho más fuerte cuando existe restricción fiscal.

También el efecto de la política cambiaria depende del régimen de brechas. En ausencia de restricciones, fiscal y externa, el impacto de una devaluación dependerá de las elasticidades precio de exportaciones e importaciones y del nivel de deuda externa privada, así como del efecto de dicha devaluación sobre el salario real y de este último sobre el consumo privado. Sin embargo, en presencia de restricción fiscal la devaluación repercutirá igualmente sobre la inversión pública, en un sentido que dependerá de la posición de flujo que exhiba el sector público en moneda extranjera. Este último efecto tenderá a ser positivo cuanto más altos los ingresos directos del Estado en moneda extranjera (actividades de exportación en manos del Estado) y cuanto menor el servicio efectivo ($r^* \times BGX - F$) de la deuda pública. La existencia de restricción externa altera ligeramente las condiciones para una devaluación expansiva del modelo sin restricciones; lo que importa, en este último caso, es el efecto sobre la balanza comercial en moneda nacional, mientras que en el primero la clave es el impacto sobre dicha balanza en moneda extranjera, lo que es más restrictivo.

Un choque positivo en la demanda externa es en todos los casos favorable al ahorro y la inversión, pero su impacto

31. En este modelo la tributación es genérica. Obviamente, un desglose de los impuestos permitiría inferir conclusiones más precisas; no es dable suponer, por ejemplo, que la carga tributaria a las utilidades suscite el mismo efecto que la tributación indirecta.

es mucho mayor cuando la economía se encuentra restringida. Mejora la balanza de pagos y el presupuesto fiscal, impacto, este último, que es mayor si el choque tiene lugar en exportaciones que controla el Estado.

Por último, el financiamiento externo aparece claramente complementario del ahorro interno y la inversión cuando la economía se encuentra restringida. En consecuencia, el énfasis actual en el mejoramiento de la transferencia neta de recursos apunta en la dirección correcta. Cabe destacar que el efecto del financiamiento externo sobre el ahorro y la inversión no es claro -e incluso puede ser adverso- si la economía se encuentra libre de restricciones.

En suma, dado que la crisis de la deuda externa ha redundado en problemas externos y fiscales en la mayoría de los países de la región, podemos extraer algunas conclusiones de política relativamente generales. En primer término, limitar la transferencia negativa de recursos al exterior es claramente favorable al esfuerzo de recuperación del ahorro interno y la inversión. Segundo, moderar el consumo del gobierno y elevar la carga tributaria -ya sea mediante aumentos en las tasas impositivas o mejoras en la eficiencia de la recolección que apunten a disminuir la evasión- constituyen políticas inevitables si se aspira a reanudar el crecimiento. De lo contrario, la inversión fiscal hará el ajuste, desincentivando de paso la inversión privada. Por último, la política cambiaria debe ser manejada con enorme cautela, atendiendo a las especificidades de cada experiencia. Si el Estado concentra parte importante de las actividades de exportación y sus pagos efectivos por endeudamiento externo no alcanzan a tornar negativo el presupuesto público en moneda extranjera, la devaluación real -supuesto que exportaciones e importaciones cumplen con las elasticidades adecuadas- apuntará en la dirección correcta. En caso contrario, la devaluación, por sí sola, puede ser contra-productente.

SECCION 3

AHORRO E INVERSION EN CHILE
EN LOS AÑOS OCHENTA

Tal como se destacó en la introducción de este trabajo, la formación de ahorro y el nivel de inversión, privada y pública, ha seguido en Chile una trayectoria que difiere de la observada en la generalidad de los países latinoamericanos. En efecto, en el contexto de una tasa de ahorro interno virtualmente estancada a nivel regional, el coeficiente respectivo ha subido sistemáticamente en Chile en el transcurso de la década (cuadro 2).

Durante la segunda mitad de los 70, años de fuerte liquidez internacional, la economía chilena observó un comportamiento muy poco frugal; el coeficiente de ahorro se situó por debajo del 15% del PIB, inferior al detectado en el resto de los países de la región. El financiamiento externo abundante de la época tendió a sustituir el ahorro interno, ubicándolo en niveles inferiores al promedio observado en la década de los años sesenta. A partir de la crisis de la deuda externa el coeficiente de ahorro interno se deprime inicialmente (1981-1982) para después recuperarse con vigor. De hecho, medido en precios constantes de 1980, ese coeficiente alcanza en 1987 a 26,4 puntos del producto, cifra sin precedentes en las últimas dos décadas.

El comportamiento de la inversión ha sido análogo (cuadro 1). La tasa de inversión -tradicionalmente baja en Chile, hasta donde las cifras permitan comparaciones entre países- que promedió los 16 puntos del producto en la segunda mitad de los años setenta, descendió a sólo diez puntos en el trienio 1982-1984. Posteriormente se recupera de modo sistemático, alcanza un promedio cercano a 14 puntos del producto en el trienio 1985-1987, registrando algo menos de 16 puntos en 1987. Aunque todavía el coeficiente de inversión es inferior al de fines de los años setenta, pero pronto lo equipará, de continuar esta tendencia.³²

32. Cifras preliminares entregadas por el Ministro de Hacienda permiten estimar en alrededor de 17 puntos del producto el coeficiente de inversión en 1988.

La evolución descrita se ha dado en condiciones de un elevado nivel de endeudamiento externo e interno. En efecto, el coeficiente deuda externa/PIB promedió el 90% en el período 1982-1987, el más alto de América Latina, con la excepción de Costa Rica.³³ Por su parte, el impacto de la crisis de la deuda externa sobre las finanzas públicas ha sido también de magnitud importante. En primer lugar, repercutió en una crisis financiera doméstica profunda, ante la cual el Estado decidió subsidiar al sistema financiero, a los ahorrantes y a los deudores por intermedio del Banco Central.³⁴ En segundo lugar, el gobierno de Chile avaló gran parte de la deuda privada; así, la deuda pública y privada con garantía oficial constituye casi el 86% de la deuda externa de mediano y largo plazo. Por último, la caída del producto y de las importaciones, a consecuencia del ajuste introducido en la economía con posterioridad a la crisis, redundó en un deterioro inicial de los ingresos tributarios. El apoyo al sistema financiero, la entrega del aval oficial a la deuda privada y el deterioro de los ingresos fiscales determinaron en conjunto una fuerte restricción fiscal en los años inmediatamente posteriores a la crisis.

En este cuadro de agudos problemas externos y fiscales, cabe preguntarse qué eventos explican la significativa recuperación de los niveles de ahorro interno e inversión. No es extraño que las políticas y choques ocurridos con posterioridad a la crisis correspondan exactamente a los que este trabajo ha identificado como positivos para la formación de ahorro e inversión en una economía afecta a restricciones fiscales y externas. A continuación describiremos las principales políticas y cambios ocurridos en tres niveles: la política cambiaria, la política fiscal y los choques externos.

3.1 La política cambiaria

A partir de 1982, como parte principal del llamado programa de ajuste estructural, la política cambiaria se orientó a conseguir un tipo de cambio real alto y estable (cuadro 7).

33. Ver, CEPAL, *Panorama Económico de América Latina 1988*.

34. No existe información pública oficial sobre la magnitud del desembolso de recursos públicos por concepto de apoyo al sistema financiero. Extraoficialmente se manejan cifras de un desembolso total (desde 1983 a 1986) de alrededor de un tercio del PIB.

Cuadro 7
CHILE: EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO

Promedios anuales y trimestrales	Tipos de cambio nominal (pesos por dólar)		Indices del tipo de cambio real efectivo a/ b/			
	Oficial	Paralelo c/	Exportaciones		Importaciones	
			A	B	A	B
1970-1979	11	-	128,2	98,1	123,7	94,8
1980	39	-	100,0	100,0	100,0	100,0
1981	39	-	90,1	82,9	92,9	85,5
1982	51	...	107,2	95,5	112,3	100,0
1983	79	92	113,8	112,9	117,7	116,8
1984	99	113	114,2	116,6	118,6	121,1
1985	161	180	132,1	144,9	138,1	151,4
1986	193	206	146,4	165,5	145,6	164,5
1987	220	231	151,8	173,8	144,8	165,8
1985 I	136	139	120,1	128,6	127,8	136,8
II	152	172	125,6	136,6	132,2	143,8
III	176	200	137,5	153,5	143,1	159,7
IV	181	210	145,1	160,7	149,4	165,4
1986 I	187	202	150,7	164,5	152,2	166,1
II	189	199	147,3	162,2	146,8	161,6
III	195	207	143,5	167,4	141,7	165,3
IV	202	216	144,0	167,8	141,5	165,0
1987 I	206	217	154,3	169,9	146,2	161,0
II	214	227	152,6	172,9	145,3	164,7
III	225	235	146,2	172,6	140,6	166,1
IV	233	246	154,3	179,9	147,0	171,5

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico, sobre la base de informaciones del Banco Central de Chile y del Fondo Monetario Internacional.

Nota: A: En la deflatación se utilizó el subíndice de productos nacionales del índice de precios al por mayor. B: En la deflatación se utilizó el índice de precios al consumidor corregido de J. Yañez desde 1970 a 1973; el índice de precios al consumidor corregido de R. Córdazar y J. Marshall, desde 1975 a 1978; y el índice de precios al consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas, desde 1979 en adelante.

a/ Corresponde al promedio de los índices del tipo de cambio (oficial principal) real del peso con respecto a las monedas de los principales países con que Chile tiene intercambio comercial, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones o las importaciones, según el caso, hacia o desde esos países. Desde 1970 a 1980 estas ponderaciones corresponden al promedio del período 1975-1979; y a partir de 1981, al promedio del período 1982-1985. Para la metodología y fuentes utilizadas, véase el apéndice técnico en el Estudio Económico de América Latina, 1981.

b/ Para un adecuado uso de esta información cabe tener en cuenta que desde comienzos de 1974 el nivel arancelario medio disminuye en forma apreciable, como parte de la estrategia de apertura del país al exterior. Así, el arancel medio, que a fines de 1973 ascendía a 94%, baja a 76% el año siguiente, a 36% en 1976 y llega a sólo 10% en 1980. Sin embargo, debido al severo impacto de la recesión internacional sobre la economía chilena, este proceso se revierte, elevándose a 20% a comienzos de 1983 y hasta un 35% en septiembre de 1985. Posteriormente, esa tasa es objeto de graduales rebajas, hasta llegar a 20% en 1987.

c/ Estimaciones de la CEPAL.

Cuadro 8
CHILE EVOLUCION DE LOS SUELDOS Y SALARIOS REALES

Sueldos y Salarios Medios	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 ^{a/}
Indices (1980 = 100)^{b/}										
Ingreso mínimo ^{c/}	1007	998	100,0	115,7	117,2	942	80,7	76,4	73,6	69,1
Sueldos y salarios medios	84,7	91,8	100,0	108,9	108,6	97,1	97,2	93,5	95,1	94,7
Minería	88,7	97,5	100,0	103,3	94,7	89,7	92,0	90,8	92,8	86,9
Industria manufacturera	83,3	89,9	100,0	109,6	105,4	94,6	93,8	88,7	91,4	96,1
Electricidad, gas y agua	79,1	88,8	100,0	114,6	111,5	101,2	101,0	101,0	105,5	106,8
Servicios comunales y sociales	86,6	93,1	100,0	108,8	116,7	100,2	100,1	95,2	91,7	88,7
Construcción ^{d/}	84,8	91,9	100,0	105,6	100,2	78,3	75,5	63,8	67,0	70,3
Variación porcentual										
Ingreso mínimo ^{c/}	26,4	0,8	0,2	15,6	1,3	-19,6	-14,4	-5,3	-3,6	-6,1
Sueldos y salarios medios	6,4	8,3	9,0	8,9	-0,2	-10,7	0,1	-3,8	1,7	-0,3
Minería	-2,5	9,9	2,6	3,3	-8,3	-5,2	2,6	-1,3	2,1	-6,3
Industria manufacturera	10,5	7,9	11,2	9,6	-3,9	-10,3	-1,1	-5,1	3,0	5,2
Electricidad, gas y agua	11,9	12,3	12,6	14,6	-2,7	-9,2	-0,2	-	4,5	1,2
Servicios comunales y sociales	3,2	7,5	7,4	9,0	7,3	-14,1	0,9	-5,8	-3,7	-3,2
Construcción	4,3	8,4	8,8	5,9	-5,1	-21,9	-3,2	-15,9	5,1	4,8

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Instituto de Estadísticas (INE) y de la Cámara Chilena de la Construcción

a/ Cifras preliminares.

b/ "Deflactado sobre la base del índice de precios al consumidor que aparecen en el cuadro 24, 1975 a 1978 promedio enero, abril, julio y octubre. Luego, promedio de 12 meses.

c/ Vigente para empleados y obreros del sector privado, no sujetos a régimen especial

d/ 1975-1983 sueldos y salarios en las actividades de edificación de tipo medio; 1984 en adelante: remuneraciones medias.

Dicho precio relativo, que se había atrasado en forma notoria en los últimos años de la década de los años setenta y primeros años de los ochenta, subió sistemáticamente a partir de 1982, observando un nivel bastante estable desde 1986. El fomento a las exportaciones y a las actividades sustitutivas de importación efectuado por la vía cambiaria ha redundado en un incremento del coeficiente de exportaciones/PIB y en una disminución del cociente de importaciones/PIB, ambos en moneda constante, de 44 y 20% respectivamente, entre 1980 y 1987. El auge del sector transable ha permitido desplazar sustancialmente la brecha externa de la economía. Sin embargo, la recuperación cambiaria se ha logrado en buena medida a expensas de un deterioro de los salarios reales (cuadro 8).

Cabe destacar que el sector público es propietario de la mayoría de los yacimientos de cobre, producto que genera casi la mitad de los retornos totales por concepto de exportaciones. Esto permite que la posición flujo del sector público en moneda extranjera sea superavitaria, con lo que el alza del tipo de cambio real mejora las finanzas públicas.³⁵

3.2 La política fiscal

Como señalamos anteriormente, la crisis de la deuda suscita intensas repercusiones en las finanzas públicas. El cuadro 9 presenta la magnitud y evolución del problema; como se observa, el déficit del sector público no financiero alcanzó a 4.5 puntos del producto el año 1984. Pero donde el problema adquiere su dimensión más cruda es en el balance del Banco Central; dicha institución ha incurrido en enormes déficit a causa de los subsidios que ha brindado al sistema financiero y al servicio de la deuda que contrajo. Así, el balance consolidado del sector público entrega cifras con déficit en torno al 10% del producto durante cuatro años consecutivos. Las brechas fueron financiadas mediante la colocación de deuda pública, la que a mediados de 1988 bordeaba los US\$ 5.000 millones (25% del PIB).

También contribuyó a financiar los déficit del sector público el proceso de privatización de empresas públicas. Las

35. De acuerdo a los parámetros del modelo, la elasticidad del ahorro y la inversión con respecto al tipo de cambio real para los datos de la economía chilena -anulando el efecto de exportaciones e importaciones- es igual a 0,37 y 0,83, respectivamente.

Cuadro 9
DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO
porcentajes respecto del PIB

	Sector público no financiero a/	Sector público consolidado b/	Inversión pública
1978	1,44	1,44	6,68
1979	4,61	4,61	5,10
1980	5,36	5,36	5,24
1981	0,39	0,39	5,08
1982	-3,92	-9,18	4,68
1983	-3,45	-7,71	4,76
1984	-4,51	-9,26	6,00
1985	-2,86	-10,11	7,07
1986	-1,45	-4,34	7,60 c/
1987	0,25	-1,01	7,30 c/

Fuente: Larrañaga (1989)

(-) indica déficit

a/ No incluye ingresos por ventas de empresas públicas.

b/ Además de las partidas incluidas en (a/), incluye el servicio de la deuda del sector público financiero y el subsidio cuasifiscal, esto es, desembolsos por programas de apoyo del Banco Central al sistema financiero.

c/ Según anuncios hechos en discursos del Ministro de Economía, Sr. Manuel Concha, el día 24 de agosto de 1987 y el Ministro de Hacienda, Sr. Hernán Büchi, en su exposición sobre el estado de la Hacienda Pública, enero, 1988.

ventas de dichas empresas significaron en el corto plazo ingresos públicos adicionales de alrededor de un punto del producto, tanto en 1986 como en 1987. Cabe destacar, no obstante, que dicho proceso implicará menores ingresos públicos en el futuro.

Un aspecto central que contribuye a explicar la capacidad de la política fiscal para acomodar sustanciales déficit sin un descontrol de la emisión está dado por la situación de las finanzas públicas con anterioridad a la crisis. Durante los años setenta, el sector público vivió agudas transformaciones, que incluyeron la reducción de su tamaño y de su personal, así como el deterioro de las remuneraciones de los funcionarios, a lo que se agregó una profunda reforma tributaria que raciona-

Cuadro 10
INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL
porcentajes respecto del PIB

	1984	1985	1986	1987
Ingresos corrientes	25,5	27,2	28,2	29,7
Gasto neto	27,9	29,0	28,2	27,0

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Cuadro 11
RELACION DE PRECIOS
DEL INTERCAMBIO DE BIENES FOB/FOB
1980 = 100

	1985	1986	1987	1988
América Latina	88	78	78	78
Chile	73	79	83	101

Fuente: CEPAL, estimaciones preliminares para 1988.

lizó el sistema y aumentó la recaudación. Adicionalmente, en la segunda mitad de los setenta el gasto público se mantuvo controlado, en el contexto de ingresos tributarios en ascenso provenientes del acentuado dinamismo económico de la época, que se vio facilitado por la liquidez internacional. Esto permitió la generación de importantes superávits fiscales que significaron la virtual desaparición de la deuda pública interna. Estos dos factores, racionalización previa del sector público y bajo endeudamiento interno, contribuyeron definitivamente a la absorción de la crisis fiscal sin importantes desequilibrios macroeconómicos.

La situación presupuestaria del sector público no financiero mejora consistentemente a partir de 1984. En efecto, el déficit de dicho sector se redujo en casi 3,5 puntos del PIB entre 1984 y 1987. Claves en esta mejoría han sido

tanto el aumento de ingresos fiscales³⁶ como la disminución de gastos corrientes del gobierno central (cuadro 10). Cabe destacar que precisamente tal mejoría constituye el factor decisivo en la recuperación de la inversión pública, en montos cercanos a tres puntos del PIB en el último quinquenio.

La mejoría de las cuentas externas, en virtud de la política cambiaria, y de las cuentas del sector público no financiero ha permitido una recuperación de la demanda efectiva, una reducción de la tasa de interés y un repunte de la inversión, tanto pública como privada.

Paralelamente, este proceso ha posibilitado la normalización del sector financiero -aunque algunos bancos permanecen con problemas- y con ello, mediante el proceso de recompra de la cartera vendida por el sistema financiero al Banco Central, la reducción del déficit del sector público financiero.

3.3 La mejoría de los términos del intercambio

Por último, la economía chilena ha disfrutado en el último tiempo de choques positivos en sus términos de intercambio. Dicha recuperación obedece tanto a la disminución del precio del petróleo como a la ostensible mejoría en el precio de sus principales exportaciones (cobre, celulosa, harina de pescado, entre otras).

Particular importancia adquiere el alza espectacular del precio del cobre ocurrida a partir de 1987, en tanto la mayor parte de las exportaciones de dicho metal son realizadas por el Estado. Así, la mejoría del precio del cobre -que sólo en 1988 reportó cerca de mil millones de dólares adicionales- ha desplazado tanto la brecha externa como la fiscal, permitiendo un círculo virtuoso cuyos efectos se han hecho sentir sobre la formación de ahorro y el nivel de la inversión.

36. El aumento de los ingresos fiscales ha sido consecuencia de la recuperación de la actividad económica, de una mayor eficiencia en la recolección y, principalmente, de la mejoría de los términos del intercambio. De hecho, las tasas impositivas incluso han bajado.

Bibliografía

- Bacha, Edmar**, "Crecimiento como oferta limitada de divisas: una reavaliación del modelo de dos hitos", *Pesquisa e Planejamento Economico*, agosto de 1982.
- Barro, R.**, "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82, noviembre-diciembre de 1974, pp. 1095-1117.
- Blinder, A.**, "Distribution Effects and the Aggregate Consumption Function", *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, Chicago, junio de 1975.
- Boskin, M. y L. Lau**, "Taxation, Saving and the Rate of Interest", *Journal of Political Economy*, Parte 2, The University of Chicago Press, Chicago, abril de 1978.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)**, *Restricciones al desarrollo sostenido en América Latina y el Caribe y requisitos para su superación (LC/G.1488-(SES.22/3)/Rev.1)*, Vigésimosegundo Período de Sesiones, Rio de Janeiro, Brasil, 1988a, abril.
- _____, *Panorama económico de América Latina 1988*, LC/G.1531, 1988b, septiembre.
- _____, *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 1987*, Chile (LC/L.463/Add.6), 1988c, septiembre.
- _____, *Balance preliminar de la economía latinoamericana 1988 (Nº 470/471)*, 1988d, diciembre.
- Cooper, Richard N.**, *Currency Devaluation in Developing Countries*, Universidad de Princeton, Princeton, N. J., 1971.
- Chenery, H. B.**, "Comparative Advantage and Development Policy", *American Economic Review*, Nº 51, 1961.
- Chenery, H. B. y A. Strout**, "Foreign Assistance and Economic Development", *American Economic Review*, Nº 56, 1966.
- Diamand, Marcelo**, "Towards a Change in the Economic Paradigm through the Experience of Developing Countries", *Journal of Development Economics*, 1978.
- Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer**, *Macroeconomics*, McGraw-Hill, Nueva York, 1977.
- Eyzaguirre, Nicolás y M. Valdivia**, "Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina", *Revista de la CEPAL*, Nº 32, Santiago de Chile, agosto de 1987.
- Foxley, Alejandro**, "Desequilibrios estructurales y alternativas de crecimiento económico para la economía chilena en el

- periodo 1970-1980", Ph. D tesis, Universidad de Wisconsin.
- Foxley, Juan, "Ahorro interno y ahorro privado: realidad y perspectivas 1985-1990", *Ahorro, inversión y desarrollo nacional*, Centro de Estudios del Desarrollo (CED), 1986.
- Fry, M., "Saving, Investment Growth and the Cost of Financial Repression", *World Development*, Pergamon Press Ltd., Oxford, abril de 1980.
- Giovannini, A., "The Interest Elasticity of Saving in Developing Countries: The Existing Evidence", *World Development*, julio de 1983.
- Gutiérrez, M., "Ahorro y crecimiento económico en Chile", *Serie de Estudios Económicos*, N° 18, Banco Central, 1983.
- Herrera, J. E., "El ahorro externo en una estrategia alternativa de desarrollo", *Ahorro, inversión y desarrollo nacional*, CED, 1986
- Kalecki, Michael, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1930-1970*, Cambridge University Press, Cambridge, Inglaterra, 1971.
- Krugman, Paul y Lance Taylor, "Contractionary Effects of Devaluation", *Journal of International Economics*, 1978.
- Larrañaga, Osvaldo, "El déficit del sector público y la política fiscal en Chile, 1978-1987", CEPAL, mimeo, Santiago de Chile, abril de 1989.
- Marshall R., Jorge y Klaus Schmidt-Hebbel, "Un marco analítico- contable para el análisis de la política fiscal en América Latina", mimeo, CEPAL, Santiago de Chile, 1988.
- Massad, Carlos, "El alivio del peso de la deuda externa", *Revista de la CEPAL*, N° 30, Santiago de Chile, diciembre de 1986.
- McKinnon, R. I., "Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation", *Economic Journal*, N° 74, 1964.
- _____, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, 1973.
- Meller, P. y A. Solimano, "Reactivación interna ante una severa restricción externa: análisis de distintas políticas económicas", *Colección Estudios CIEPLAN*, N° 16, Santiago de Chile, junio de 1985.
- Ramos, Joseph, "Lo central de la transferencia de recursos en los procesos de ajuste, estabilización y desarrollo", mimeo, CEPAL, Santiago de Chile, noviembre de 1987.

- Schmidt-Hebbel, Klaus**, "El impacto de escenarios externos alternativos sobre la economía chilena en un modelo CGE bajo restricción externa", mimeo, 1988.
- Tanzi, V., M. J. Blejer y M. O. Teijeiro**, "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits", *IMF Staff Papers*, vol. 34, N° 4, diciembre 1987, pp. 711-738.
- Taylor, Lance**, *Modelos macroeconómicos para los países en desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, D. F., 1986.

**ESTUDIO
SOBRE EL AHORRO NACIONAL
PARA EL CASO DE
EL SALVADOR**

Oscar Menjivar

INDICE

SECCION 1

RASGOS CARACTERISTICOS DE LA ECONOMIA SALVADOREÑA	156
1.1 Dinámica del período 1958-1978	157
1.2 La crisis y sus consecuencias	159

SECCION 2

DESARROLLO DE LA INTERMEDIACION Y EL AHORRO FINANCIERO	160
2.1 Crecimiento de la intermediación financiera	161
2.2 Institucionalidad y evolución del sistema financiero	163
2.3 Instrumentos de ahorro financiero	166
2.4 La evolución de las tasas de interés	169
2.5 Comportamiento del ahorro de los sectores público y privado	171
2.6 Autofinanciamiento	176

SECCION 3

DETERMINANTES DEL AHORRO REAL	178
3.1 Incidencia del producto interno bruto	178
3.2 Incidencia de Las exportaciones	182
3.3 Incidencia de los niveles de tributación	185
3.4 Incidencia de las tasas reales de interés	186

SECCION 4

REFLEXIONES FINALES	187
4.1 Condicionantes de una política de ahorro	187
4.2 Papel de los sectores público y privado	187
4.3 Sugerencias para elevar el ahorro	188

ESTUDIO SOBRE EL AHORRO NACIONAL PARA EL CASO DE EL SALVADOR*

Oscar Menjivar

El propósito fundamental de este trabajo es exponer la evolución del ahorro nacional y sus determinantes para el caso de El Salvador. A pesar de que se utilizan a título referencial diversos trabajos sobre la materia, la mayor preocupación de este estudio no radica en la comprobación o rechazo de planteamientos teóricos, sino más bien en el desentrañamiento de la dinámica del ahorro interno.

El estudio considera el período 1958-1985, haciendo una clara distinción entre las etapas anterior y posterior a 1979. La primera es considerada como de funcionamiento normal y la segunda recoge la crisis que vive El Salvador a partir de ese año. La diferencia entre ambas se manifiesta claramente en el comportamiento de los agregados económicos y de las relaciones entre ellos. La misma confiabilidad en las cifras permite llegar a conclusiones más sólidas sobre esa dinámica para los primeros veinte años que para el período más reciente. No obstante, hemos creído apropiado exponer los cambios que se producen en el comportamiento del ahorro en una situación como la que vive El Salvador después de 1979, por lo que no se constriñó la serie temporal al período de estabilidad en el comportamiento social.

Con el objeto de darle un marco referencial al análisis en la sección 1, se exponen algunas características de la economía salvadoreña, las principales transformaciones operadas durante el período de referencia y la situación de crisis que tuvo lugar.

A continuación se analiza la evolución del ahorro financiero, vinculándolo con el desarrollo de la intermediación financiera a través del examen específico de su crecimiento, estructura institucional y los instrumentos que le fueron propios. Al hacerlo se ha tratado de definir el comportamiento

*. Este trabajo fue preparado por el consultor señor Oscar Menjivar, en el marco del proyecto conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo".

de los agentes económicos en el transcurso del tiempo, además de sus reacciones frente a los cambios institucionales, a la inestabilidad sociopolítica y a las variaciones en las tasas de interés sobre sus activos. La evaluación del desempeño de la intermediación, sirvió de base para sugerir medidas de política orientadas a elevar su eficacia en la movilización y canalización de recursos de ahorro.

La sección 2 se dedica al análisis del ahorro real y sus principales determinantes. En la experiencia de El Salvador tienen mayor importancia las relaciones del ahorro con el producto interno, con los ingresos provenientes de exportaciones y con el comportamiento del sector público, principalmente en cuanto a la tributación, que con variables tales como la inflación, el ahorro externo y la distribución del ingreso. Considerando el carácter atípico de la evolución de estas variables en el contexto latinoamericano, se estimó que su análisis poco aportaría a esclarecer la larga discusión sobre su influencia en los niveles de ahorro, que se encuentra aún vigente para el conjunto de países en desarrollo.¹

En una reflexión final se recogen las principales conclusiones y se formulan algunas sugerencias de política.

SECCION 1

RASGOS CARACTERISTICOS DE LA ECONOMIA SALVADOREÑA

Constituyen características básicas de la estructura económica del país el reducido tamaño de la base productiva, el alto grado de apertura al exterior y el peso preponderante del sector agrícola. Dentro de ese marco tuvo lugar, a partir de la postguerra, un intenso proceso de modernización socio-económica que transformó, a diferentes niveles, el grado de urbanización, la amplitud de los sectores medios, la participación del sector industrial y la productividad del sector agrícola. Este proceso se interrumpió hacia 1978, con el inicio

1. Ver Mikesell, R. y Zinser, J., "The Nature of the Savings Function in Developing Countries: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", The Journal of Economic Literature. Vol. XI, N° 1.

de una profunda crisis política que se trasladó con toda su intensidad al ámbito económico.

1.1 Dinámica del período 1958-1978

El empuje modernizador de la economía salvadoreña se tradujo en una tasa anual media de crecimiento del PIB de 5% para los treinta años que culminan en 1978. Ello permitió que el producto *per capita* pasara de 203 dólares en 1950 a 347 en 1978, a pesar de las elevadas tasas de crecimiento poblacional. En el siguiente sexenio se acumula una caída del 20% del producto, con lo que el valor real de éste en 1985 es similar al de diez años antes.

Durante ese período de crecimiento sostenido se operaron transformaciones sustanciales en la estructura de la producción, capaces de dar base y requerir una ampliación y profundización de la intermediación financiera. La participación del sector primario, en el total de la producción se redujo del 41,9 al 27,7% entre 1950 y 1980, en tanto que la de la manufactura se elevaba de 15 a 21%.

El proceso de industrialización fue posible dentro de un marco de sustitución de importaciones, que implicó transformaciones sustanciales en el grado de apertura de la economía y en la estructura del comercio exterior. Entre 1950 y 1980 la significación de los dos productos agrícolas principales en el total de las exportaciones disminuye del 92,5 al 63,4%. Durante igual período el peso de las exportaciones al resto de Centroamérica subió de 3,8 a 24,3%, de manera que su relación con el PIB creció de 1 a 7%, mientras que el coeficiente de las dirigidas al resto del mundo se elevaba de 17,7 a sólo 21,6%. El carácter regional que asume el proceso de sustitución de importaciones determina una mayor apertura de la economía nacional.

Este proceso se quedó, sin embargo, en su primera etapa. Ello se refleja claramente en el descenso (35,2 a 13,8%) que para el conjunto de la Región Centroamericana experimenta entre 1960 y 1980, la participación de las importaciones de bienes de consumo no-duraderos, en contraste con el incremento de la de bienes intermedios y de capital.

La expansión de las actividades secundarias y terciarias indujo un fuerte proceso de urbanización, que entre 1950 y 1980 elevó de 18 a 44 el porcentaje de habitantes que vive en ciudades y condujo al surgimiento de sectores medios "modernos".

Esas transformaciones socioeconómicas se dieron en un contexto prácticamente libre de inflación, como que en el periodo 1958-1972 la variación media anual del Índice de Precios al Consumidor fue de apenas 1%. Recién en 1973 se experimentaron las primeras alzas significativas en los precios, atribuibles a la confluencia del primer choque petrolero con tendencias deficitarias en la oferta de alimentos básicos.

La estabilidad de los precios estuvo vinculada a políticas expresas que lograron mantener fijo el tipo de cambio a partir de 1934, sobre la base de un esfuerzo permanente por equilibrar los balances interno y externo de la economía.

En el plano interno, hasta 1978 el déficit fiscal no superó nunca el 2% del PIB. Como resultado de las transacciones con el exterior, el total de la deuda externa desembolsada alcanzaba al 7% de las exportaciones en 1979 y su servicio al 5,7% de las mismas.²

El apego a esta conducción ortodoxa de la política económica debe ser interpretado como una reacción a verdaderos traumas económicos colectivos producto de un prolongado periodo de inestabilidad cambiaria, inseguridad financiera, déficit fiscales y endeudamiento externo, en que se sumió el país antes de la crisis de los años treinta.³

Algunos observadores se manifiestan gratamente sorprendidos al constatar que las autoridades económicas salvadoreñas aplicaron el enfoque monetario de la balanza de pagos aún antes de que éste fuese formulado. No cabe acometer aquí una discusión, que sería bastante amplia, acerca de la funcionalidad de tales principios de política económica para las necesidades propias del modelo de desarrollo vigente hasta 1978 ni sobre la consecuencia de sus metas con objetivos de estabilidad social en el largo plazo. Intentaremos tan sólo aportar algunos antecedentes históricos que parecen haber contribuido a la rígida observancia de tales postulados.

-
2. De los países latinoamericanos, solamente Guatemala presentó ese año coeficientes inferiores. Ver CEPAL, "Balance preliminar de la economía latinoamericana", años 1985 y subsiguientes.
 3. El déficit fiscal redundó en considerables atrasos en el pago de los sueldos de los empleados públicos; el endeudamiento externo, en atentados a la soberanía nacional por parte de los acreedores; y la inestabilidad cambiaria, en caídas de los salarios reales y quiebras de empresarios, con altos costos políticos. Ver Luna, David, "Manual de historia económica de El Salvador" y Rochac, Alfonso, "Evolución monetaria de El Salvador".

1.2 La crisis y sus consecuencias

El funcionamiento descrito se altera profundamente a partir de 1978. La fuerte caída del producto se combina con un repliegue aún más drástico de la inversión privada y pública a lo que se suman fenómenos de inestabilidad cambiaria e incrementos del déficit fiscal, de la inflación y del desequilibrio externo.

Por otra parte, el cambio en la conducción política del país, que tiene lugar en octubre de 1979, trajo consigo la implantación de reformas sustanciales en la distribución de la riqueza y del papel del Estado en el proceso económico. La Reforma Agraria significó el traspaso del 21% de la tierra cultivable a trabajadores rurales, en su mayoría organizados en cooperativas, y la estatización de las exportaciones de café y azúcar. La Reforma del Sistema Financiero, a su turno, consistió en la expropiación compensada de las acciones de las instituciones del sector, proceso en virtud del cual el Estado se quedaría con al menos el 51%, los Empleados de las instituciones con el 20% y ningún particular con más del 1% del total.

Dentro del clima general de incertidumbre se produjo una retracción del coeficiente de inversión fija del 19 al 11,7% entre 1978 y 1975. En términos absolutos, la inversión privada experimentó una caída real del 53% en los mismos años.⁴

Por el lado del sector público, la gravitación de los niveles de gasto fiscal respecto del PIB subió de entre 10 a 15% en los años setenta a entre 20 y 25% a partir de 1980. Tal incremento se orientó fundamentalmente al consumo, en especial en el ramo de Defensa, por lo que, de todas formas, la inversión real del sector se contrajo en 46,1% entre 1979 y 1985. Al no tener este proceso una contrapartida por el lado de los ingresos, el déficit fiscal, que nunca había pasado del 2% del PIB, a partir de 1980 se ubica de manera sistemática entre el 5 y 7%.

La merma de la producción de bienes exportables, especialmente los manufacturados con destino a la Región Centroamericana, y la abrupta caída de los términos de intercambio, a partir de 1979, generaron los mayores déficit en cuenta corriente, después de los años treinta. Ello dio

4. "Presupuesto Monetario de 1986". Banco Central de Reserva.

lugar a que la relación deuda externa/exportaciones subiera 179 puntos entre 1979 y 1985.⁵

Dadas las restricciones al acceso a préstamos privados, esos recursos provinieron fundamentalmente de instituciones oficiales y fueron canalizados hacia el sector público.

Todo lo anterior se tradujo en presiones sin precedentes sobre el tipo de cambio que en algunos momentos ubicaron por encima del 100% el diferencial entre el mercado negro y el oficial. Ello obligó a las autoridades a adoptar un proceso de devaluación por etapas, que consistió en dejar de atender pagos por importaciones con "divisas oficiales", permitiendo que se pagaran con "fondos propios".

Los desequilibrios y el proceso de devaluación provocaron un fuerte incremento en las tasas inflacionarias, que a partir de 1989 se ubicaron en rangos de entre 25 y 30%, en circunstancias de que en la década anterior, en la que el país había registrado los mayores incrementos históricos en el nivel de precios, las variaciones anuales habían, a partir de 1973, fluctuado entre el 10 y el 15%. En este marco, el congelamiento de salarios que rigió desde 1981 hasta 1985 provocó caídas de alrededor del 50% en los salarios mínimos reales, en tanto que el desempleo abierto subía del 8 al 38%, según cifras oficiales.

SECCION 2

DESARROLLO DE LA INTERMEDIACION Y EL AHORRO FINANCIERO

Asumimos, para propósitos de este estudio, que un mayor nivel de desarrollo financiero implica mayor capacidad de movilización de recursos y más eficiencia en su canalización hacia las necesidades de inversión. Por tanto, a medida que se amplian el volumen y el papel de la intermediación financiera, se espera que existan mayores incentivos para ahorrar y que los recursos de los agentes excedentarios sean efectivamente atraídos al sistema financiero, para ser asignados a las alter-

5. Durante los mismos años esa relación aumentó en sólo 116 para el conjunto de América Latina. Fuente, *idem*, CEPAL.

nativas de inversión que el mercado señale o bien que contribuyan con mayor eficacia al logro de objetivos establecidos de desarrollo.

Bajo ese enfoque, en este estudio el ahorro financiero se vincula estrechamente al desarrollo de la intermediación, con la intención de que el análisis permita presentar sugerencias sobre medidas de política económica que logren elevar la movilización de ahorros, garantizando mayores niveles de acumulación de capital y de crecimiento económico.

2.1 Crecimiento de la intermediación financiera

El empuje modernizador que caracteriza el desarrollo salvadoreño durante los años previos a 1979 dio base a una fuerte ampliación tanto de los oferentes como de los demandantes de recursos financieros, creando así el espacio para un crecimiento sostenido de la intermediación. Los activos financieros del sector privado, como proporción del PIB, pasaron de un promedio para los primeros cinco años del periodo de 0,19 a 0,31 para los años 1981-1984.⁶ De igual interés, como indicador de la ampliación de la intermediación financiera, resulta la tendencia del público, que se afirma a través del tiempo, a mantener una parte cada vez menor de sus activos financieros en forma de circulante (cuadro 1). En el caso del crédito otorgado al sector privado por el sistema bancario, esos mismos promedios crecieron de 0,20 a 0,31. El gráfico 1 muestra que se dio un proceso de crecimiento sostenido de largo plazo de ambas variables en relación al PIB, y no solamente cambios coyunturales.

La ampliación de las operaciones de intermediación determinó que la participación de las actividades financieras en el PIB pasara del 0,02% en los años 1958-62 a 3,2% después de 1980, constituyéndose así en el sector de mayor crecimiento en ese lapso.

6. Como total de activos financieros se ha tomado M2. Ello ha permitido un parámetro comparable con otros países de América Latina. De esos países, solamente cuatro mostraron una relación M2/PIB mayor que El Salvador en 1983. Para trabajos al respecto ver Solís, Raúl, "Evolución reciente y perspectivas del ahorro en México" y Arellano, José Pablo, "Políticas para promover el ahorro en América Latina", ambos en "El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe en 1985", Instituto Interamericano de Mercados de Capital.

Cuadro 1
COEFICIENTES DE LA MASA MONETARIA

Años	M1/PIB	Q/PIB	M2/PIB	N/M2	M1/M2	Q/M2
1958-62	0,13	0,06	0,19	0,34	0,69	0,31
1963-67	0,12	0,10	0,22	0,26	0,54	0,46
1968-72	0,12	0,12	0,24	0,23	0,50	0,50
1973-77	0,14	0,15	0,29	0,21	0,50	0,50
1979-80	0,16	0,13	0,27	0,29	0,55	0,45
1981-84	0,17	0,19	0,36	0,21	0,48	0,52

Fuente: Revista Mensual del Banco Central de Reserva de El Salvador y Estadísticas Financieras Internacionales.

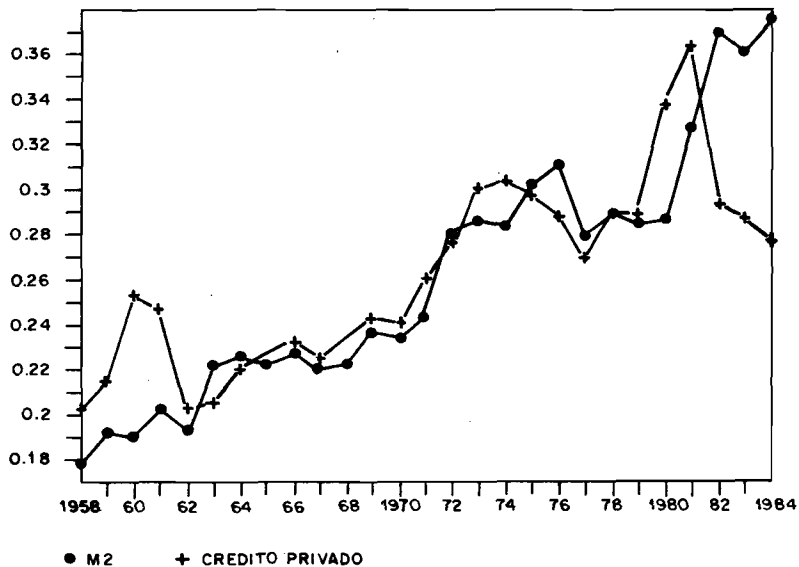
N Numerario

M1 Dinero = Numerario + Depósitos a la Vista

Q Quasi-Dinero = Depósitos de Ahorro y a Plazo.

M2 Masa Monetaria = M1 + Q

Gráfico 1
CREDITO PRIVADO Y M2
proporciones del PIB



Además de los indicadores expuestos sobre el crecimiento de la intermediación financiera, se suele sostener que, como parte de ese mismo proceso, pierde peso el ahorro en bienes tangibles.⁷

Solamente con el propósito de ilustrar este proceso se analizó la relación entre consumo de bienes durables e ingreso disponible, como ejemplo de una posible forma de ahorro en tangibles. Entre 1958 y 1978, esta relación tiende claramente a estabilizarse en el tiempo, lo que sugiere que los bienes tangibles fueron perdiendo la función de absorber los ahorros de la sociedad y pasaron a jugar su propio papel como bienes de consumo durables en una proporción "histórica" del ingreso.

El crecimiento del sector financiero y la evolución de las formas de canalización del ahorro estarían caracterizando un proceso *sui-generis* de "profundización financiera". En efecto, en este caso la ampliación del papel de la intermediación financiera en la movilización y canalización de recursos no va acompañada de incrementos en las tasas reales de interés mide las políticas de liberalización que la han definido teóricamente y que han caracterizado su desempeño en otros países.⁸

2.2 Institucionalidad y evolución del sistema financiero

Las instituciones monetarias que formaron parte del sistema financiero durante el período anterior a 1985 fueron el Banco Central de Reserva y trece bancos comerciales, en los que se incluyen uno extranjero y el Banco Hipotecario, de carácter semi-oficial. Como instituciones no monetarias, captadoras de depósitos existen ocho asociaciones de ahorro y préstamo, dedicadas a financiar la construcción de vivienda.

7. Para un análisis amplio sobre este concepto ver Wiseman, J. "The Mobilization of Savings in Developing Countries-A Position Paper", International Symposium on the Mobilization of Personal Savings in Developing Countries, Kingaton, 4-9 February 1980. Working Paper N° 7.

8. El planteamiento teórico básico se expone en McInnon, Ronald, I. "Money and Capital in Economic Development" y Shaw, Edward S. "Financial Deepening in Economic Development". Análisis sobre procesos de profundización y liberalización financiera en varios países latinoamericanos se encuentran en Arellano, José Pablo op. cit. y Díaz Alejandro, Carlos: "Good-bye financial repression, hello financial crash", Journal of Development Economics Vol. 19, N°s 1/2.

Con fines de financiamiento específico, pero con mínimas y esporádicas captaciones de depósitos se crearon varias empresas estatales. Entre ellas las más importantes fueron el Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, el Banco de Fomento Agropecuario, el Fondo Social para la Vivienda y la Financiera Nacional de la Vivienda. Finalmente, existen otras siete instituciones que otorgan financiamiento pero sin derecho a captar recursos del público, entre las cuales se agrupan las sucursales de dos bancos extranjeros, una financiera privada y cuatro cooperativas de crédito.

Se advierte, dentro de la estructura institucional, la ausencia de una Bolsa de Valores, y por ende de instituciones dedicadas al corretaje. Su creación se ha visto obstaculizada por la estrechez de las posibles transacciones accionarias, especialmente de mercado secundario.

Sucesivos proyectos de crear un mercado abierto de capitales a nivel nacional y regional se frustraron, dadas las rigideces del esquema centroamericano de integración con respecto al movimiento de factores.⁹

El análisis de los principales cambios que se registraron en la estructura del sector financiero durante el período bajo estudio deja de manifiesto cierta continuidad entre ellos, que apunta hacia un mayor control del Estado sobre la intermediación. Esta tendencia surge en una situación en que todas las instituciones financieras, incluyendo el Banco Central, pertenecían al Sector Privado y finaliza con la estatización del Sistema. El primer paso se dio en 1961, cuando el Gobierno se adjudica la propiedad de las acciones del Banco Central, lo que le confiere el control sólo parcial de este organismo, ya que en forma simultánea se otorgó al sector privado derecho a mantener representantes en la Junta Directiva.

El siguiente cambio institucional de significación tiene lugar en 1966, al promulgarse la "Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares", que entre otros objetivos busca "la estimulación y canalización del ahorro, la protección de los intereses del público y la orientación de los fondos en poder del Sistema hacia el Desarrollo Económico". Las medidas de mayor trascendencia contenidas en esta ley fueron: la eliminación del tope máximo existente para los depósitos de ahorro, el establecimiento de regulaciones sobre la relación

9. Para un estudio de este aspecto ver Wycsalconski, M. "Medidas propuestas en relación con el mercado de capitales y las tasas de interés en El Salvador", 1972.

activos/capital de los organismos bancarios y la creación de las asociaciones de ahorro y préstamo.

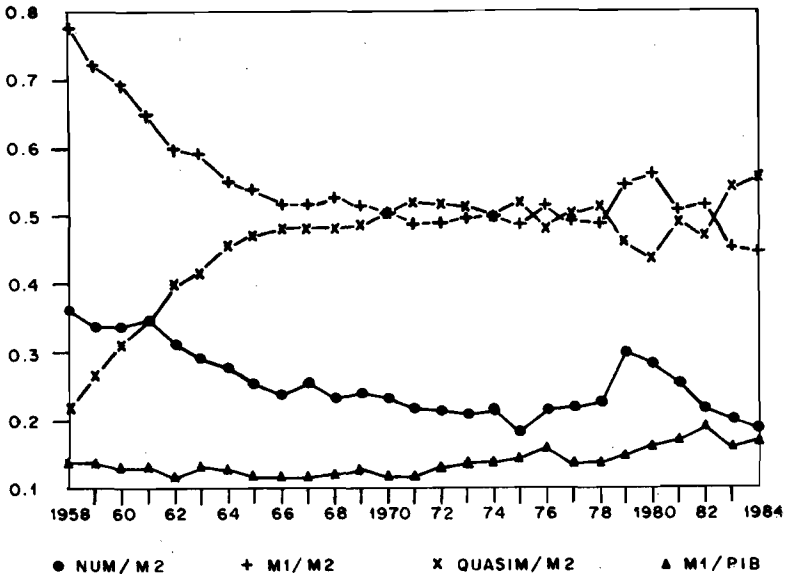
En 1973, la creación de la Junta Monetaria transfirió legalmente a este organismo, compuesto en su totalidad por miembros del Gabinete de Gobierno, las decisiones más importantes de política monetaria, cambiaria y crediticia, incluyendo la fijación del tipo de cambio y las tasas de interés bancarias, las condiciones de las líneas de redescuento del Banco Central y la aprobación de préstamos externos. Se dejó a la Junta Directiva del Banco Central, en la que mantenía participación el sector privado, la gestión propiamente administrativa de este organismo.

Finalmente, en 1980, por efecto de la reforma del sistema financiero pasaron transitoriamente a propiedad del Estado las acciones de todas las entidades del sector. De las cuatro transformaciones institucionales, sólo ésta es coincidente con los cambios observados en los activos financieros privados, en los cuales seguramente también tuvo fuerte incidencia la inestabilidad sociopolítica imperante. En efecto, durante los años 1979-80 se incrementa la participación del dinero (M1) en la masa monetaria total, al tiempo que cae la del cuasidinero. Mientras en 1979 las preferencias por dinero se inclinan mayormente por el numerario, al año siguiente la participación de éste en la masa monetaria comienza a bajar, manteniéndose todavía creciente el coeficiente M1/M2. Este comienza a declinar a su vez en 1981, en favor de las preferencias por depósitos de ahorro y a plazo, de forma que el promedio Q/M2 para 1981-84 se sitúa incluso un poco por encima del promedio para los diez años de 1968 a 1977 (cuadro 1 y gráfico 2).

En resumen, la preferencia inicial por activos líquidos resultó ser de carácter transitorio, ya que posteriormente se regresa a una composición de activos similar a la "histórica".¹⁰ Si a ello se agrega que las medidas "estatizantes" de 1961 y 1973 no provocan cambios en la composición de activos financieros es dable afirmar que, en este caso el mayor control del Estado sobre el sector financiero no constituyó un desincentivo para las captaciones de ahorros.

10. En un análisis sobre el comportamiento de los coeficientes monetarios en 17 experiencias de nacionalización bancaria se constatan también preferencias transitorias por numerario. Ver Fuentes, Juan Alberto, "Nacionalización bancaria: aspectos históricos, estructurales y monetarios", Cuadernos de Investigación del CEMLA, N° 2, 1984.

Gráfico 2
COMPOSICION DE M2
en base a cifras corrientes



2.3 Instrumentos de ahorro financiero

En el marco institucional expuesto, la inversión en activos financieros del sector privado se concentró en depósitos de ahorro y a plazo, colocados principalmente en los bancos comerciales y en las asociaciones de ahorro y préstamo.

En tanto instrumentos de renta fija, los bonos emitidos por organismos estatales se transaron generalmente entre el Gobierno Central, las empresas públicas, el Banco Central y los bancos comerciales y estuvieron constituidos fundamentalmente por bonos de la deuda pública y de empresas estatales para financiar proyectos de desarrollo. A partir de 1973 se registran sólo en dos oportunidades adquisiciones considerables de bonos estatales por parte del sector privado no financiero. La primera tuvo lugar en 1977, cuando el Banco Central emitió Bonos de Estabilización Monetaria, en condiciones particularmente atractivas de plazo y retribución, para absorber excesos de liquidez provenientes del alza de los precios del café. La segunda adquisición fue de carácter involuntario,

cuando en 1981 el Instituto Salvadoreño de Transformación Agraria compensó con bonos las expropiaciones de predios agrícolas, como parte del proceso de Reforma Agraria iniciado en marzo de 1980.¹¹

Más atractivos para el sector privado parecen haber resultado las Cédulas Hipotecarias y los Títulos de Capitalización. Las primeras son obligaciones emitidas por el Banco Hipotecario y respaldadas por la garantía de la cartera de sus créditos hipotecarios. Los títulos de capitalización los emitía el banco capitalizador, generalmente para financiar sus incrementos de capital, en una especie de práctica de "capitalismo popular". La participación de éstos y otros instrumentos de menor importancia en el flujo de activos financieros totales se mantuvo por debajo del 5% entre 1973 y 1981.¹²

Al no existir un mercado secundario de valores abierto, las transacciones de acciones se limitaron generalmente a las situaciones siguientes: fundación de sociedades anónimas, (a menudo empresas familiares); incrementos de capital de instituciones financieras; incorporación de capital extranjero; y compras forzosas por parte del Estado, como parte del proceso de nacionalización del sistema financiero.

Los instrumentos descritos estuvieron denominados en unidades monetarias corrientes, sin ningún tipo de corrección monetaria. La estabilidad histórica de los precios determinó que no se considerara necesario instaurar esquemas de defensa del valor del dinero ni siquiera cuando se acelera la inflación, a partir de 1973.

La ausencia de expectativas de inflación, el mantenimiento del tipo de cambio fijo y las reducidas diferencias entre las tasas de interés nacionales e internacionales (cuadro 2) contribuyeron de manera determinante para que hasta 1978 las posiciones en dólares no fuesen demasiado significativas en los activos financieros privados, a pesar del alto nivel de apertura de la economía salvadoreña. El hecho de que el tipo de cambio "negro", que se genera al instituirse la Ley de Control de Cambios en 1961, no haya exhibido, respecto del tipo oficial diferencias mayores del 10% hasta 1978, revela que no existieron presiones significativas de demanda de divisas para "posición propia", legalmente prohibidas. Como se analizará más adelante, y en el contexto de la crisis, a partir de

-
11. Tomados de "Sistema de flujo de fondos de la economía salvadoreña 1973-1981", Banco Central de Reserva de El Salvador, agosto de 1984.
 12. *Idem*, Banco Central de Reserva.

Cuadro 2
TASAS DE INTERES (1958-1984)

Años	Nominal a/	Real b/	Mercado de dinero c/	Diferencia d/
1958	4,000	-1,794	1,840	-2,160
1959	4,000	4,610	3,420	-0,580
1960	5,500	5,810	2,940	-2,560
1961	6,000	8,882	2,380	-3,620
1962	6,000	6,000	2,780	-3,220
1963	6,000	4,423	3,160	-2,840
1964	4,000	2,175	3,550	-0,450
1965	4,000	3,395	3,950	-0,050
1966	4,000	5,224	4,880	0,880
1967	4,000	2,493	4,330	0,330
1968	4,000	1,356	5,350	1,350
1969	4,000	4,295	6,690	2,690
1970	4,000	1,135	6,440	2,440
1971	4,000	3,714	4,340	0,340
1972	4,000	2,314	4,070	0,070
1973	4,000	-2,335	7,030	3,030
1974	5,125	-9,958	7,870	2,745
1975	6,250	-10,812	5,820	-0,430
1976	6,250	-0,809	5,050	-1,200
1977	6,250	-4,926	5,540	-0,710
1978	7,575	-5,021	7,930	0,355
1979	10,000	-4,073	11,200	1,200
1980	10,000	-6,280	13,360	3,360
1981	10,000	-4,181	16,380	6,380
1982	12,500	0,663	12,260	-0,240
1983	12,500	-0,662	9,090	-3,410
1984	12,500	0,841	10,230	-2,270

a/ Tasas medias de cada año. De 1958 a 1973 se tomó la tasa de interés sobre depósitos de Ahorro; y de 1974 en adelante, la de Depósitos a 180 días. Fuentes: Documentos del Banco Central de Reserva y de la Junta Monetaria de El Salvador.

b/ Calculada a base del Índice de Precios al Consumidor. Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. y op. cit. de Vicente Galvis.

c/ Tasa pagada en el "Mercado de dinero" de Estados Unidos por depósitos a 180 días. Fuente: ídem, FMI.

d/ Tasa nominal de Estados Unidos-Tasa nominal de El Salvador.

1978-79 la ampliación del circulante en manos del público coincide con un crecimiento desmesurado del saldo negativo del rubro "Errores y Omisiones" de la balanza de pagos, atribuible a la fuga de capitales que tuvo lugar desde ese momento.

Además de la inestabilidad política, dicho fenómeno pudo haber estado incentivado por la ampliación de la diferencia entre las tasas de interés nacionales e internacionales que tuvo lugar entre 1979 y 1981, fenómeno que fue retroalimentado por las expectativas de mayores devaluaciones cambiarias que el mismo proceso inducía.

2.4 La evolución de las tasas de interés

Hasta 1971, las tasas de interés fueron controladas de manera sólo indirecta por las autoridades monetarias. Las pasivas se normaban por acuerdo entre los cinco bancos comerciales existentes, mediante la fijación de un tope máximo a las pagadas por depósitos de ahorro. Las activas quedaban a discreción de cada banco y se fijaban *ad hoc*, dentro de cierto rango, de acuerdo a los antecedentes con que contaran sus clientes. Se procuraba que los costos para los bancos de las líneas de redescuento del Banco Central se igualasen a las tasas pasivas, en tanto que los márgenes de esas líneas eran fijados por los propios bancos, en forma similar que las activas. Bajo ese sistema, las tasas de interés permanecieron prácticamente inalteradas hasta 1974.¹³

El incremento en el nivel de precios que se presenta a partir de 1973 determinó la erosión de las tasas reales. Ni las modificaciones que introdujo la autoridad monetaria en 1974 y 1978 de las tasas nominales, ni el aumento de los márgenes entre tasas activas y pasivas, las cuales suben de entre 2 a 3 puntos en 1974 a un promedio de 5 en 1975-78, logran restablecer los valores positivos de las tasas reales.

De hecho, a partir del brote inflacionario, se optó por una política deliberada de contención de los costos del crédito, aun a riesgo de inducir una caída de los niveles de ahorro. Esta posibilidad parece, sin embargo, no haber existido en ese momento, ya que los activos financieros privados no muestran ningún cambio claramente atribuible a la caída de las tasas

13. Ver: Galvis, Vicente "Inflation and Interest Rate Policies in Latin America, 1967-76", Staff Papers, I. M. F., Vol. 26 N° 2, June 1979.

reales. El incremento en la tasa de inflación elevó el nivel de monetización de la economía, lo que se refleja en el crecimiento de las relaciones entre M1 y M2 con el PIB para 1973-77 (cuadro 1). Sin embargo, al comparar los promedios de estos años con los de 1968-72, periodo en que no hubo inflación, se constata que las preferencias del público entre activos que devengaban intereses (cuasidivertido) y los que no tienen retribución (M₁) permanecieron inalteradas, al tiempo que las tasas de interés reales pasaban de un promedio de 2,6 a -5,9% anual.

Un intento mínimo de defensa consciente, por parte del público, del valor del dinero tendría que haberse reflejado en la alteración de las preferencias por los activos financieros, los cuales al devengar intereses, habrían aminorado las pérdidas derivadas del proceso inflacionario.

La ausencia de reacciones frente a los efectos de la inflación sobre el valor de los activos financieros constituyó una de las bases que sostuvo la política de traslado de excedentes implícitos en el mantenimiento de tasas de interés reales negativas en favor de los tomadores de crédito.

En un mercado financiero libre y competitivo, el crédito subsidiado debiera haber redundado en una notable expansión de los tomadores de recursos relativamente baratos, con la presión consiguiente sobre las tasas de interés. Esa posibilidad se vio contrarrestada por la estructura oligopólica del sector, la cual permitió limitar el acceso abierto al crédito y garantizar el otorgamiento selectivo de recursos. La conformación de la propiedad de los organismos financieros resultó aún más eficaz en el control selectivo de la canalización de fondos prestables, en la medida que dichas instituciones pertenecían a conglomerados económicos, que a su vez controlaban grandes empresas productivas.¹⁴

Otros factores que coadyuvaron a mantener controlada la demanda de créditos fueron la política de austeridad fiscal, que evitó la competencia del Estado como demandante de

14. Información sobre la estructura de la propiedad empresarial se encuentra en Colindres, Eduardo, "Fundamentos económicos de la burguesía salvadoreña", 1975, y Sevilla, Manuel, "Visión global sobre la concentración económica en El Salvador", Boletín de Ciencias Económicas y Sociales, mayo-junio, 1984. En *opus cit.* Galvis, citando el ejemplo de El Salvador, cuestiona la operatividad del mercado en la determinación de tasas de interés de equilibrio "en países con sistemas financieros concentrados y poco sofisticados" (sic).

recursos baratos, y la falta de alternativas atractivas de colocación de recursos financieros para los sectores excedentarios. En este sentido, se ha señalado la ausencia de un mercado de valores y de una amplia gama de instrumentos de ahorro, que habrían podido erigirse en destinos alternativos para los recursos que a partir de 1973 comenzaron a encarar tasas reales negativas.

En un clima sin expectativas de devaluación ni de inflación como el que imperaba por entonces, es muy probable que el cotejo entre tasas de interés nacionales e internacionales se haya basado en los valores nominales. Durante el quinquenio 1973-77, sólo en 1973 y 1974 la tasa del *Money market* de Estados Unidos se ubicó por encima de la nacional. Ello explica que tampoco se produjeran tomas masivas de posiciones en dólares al caer la tasas reales pasivas (cuadro 2).

A partir de 1979, en cambio, se amplía el diferencial entre las tasas nacionales e internacionales y surgen expectativas de devaluación e inflación. Aunque la fuga de capitales que se detecta a partir de la crisis haya estado fundamentalmente ligada a motivos de incertidumbre, no es del todo descartable entonces cierta incidencia de los bajos niveles de la tasas de interés. Sobre todo si se considera que el alza de las tasas reales observada entre 1981 y 1984 coincidió con un incremento por las preferencias de depósitos de ahorro y a plazo, en detrimento de la liquidez.

2.5 Comportamiento del ahorro de los sectores público y privado

El análisis del financiamiento neto recibido y otorgado por los distintos agentes, agrupados por sectores, contribuye a determinar cuáles presentaron excedentes financieros. En este contexto, el financiamiento neto con que cuenta un sector se obtiene al restar su propio ahorro a lo que invierte. Un signo positivo implica que la posición deudora (fuentes de fondos) de un sector es mayor que su posición acreedora (usos de fondos) para el año de referencia.

Los datos de que se ha dispuesto para este análisis cubren solamente el período 1973-81, por lo que, más que determinar claras tendencias, se trata de lograr una cierta imagen del comportamiento de los distintos sectores en materia

de ahorro financiero.¹⁸ No obstante, la información permite distinguir claramente el cambio de comportamiento de los agentes ahorrantes.

En el sexenio 1973-78 los agentes observan un comportamiento más o menos previsible (cuadro 3). Por el lado del sector público, el Banco Central, las empresas financieras estatales y la seguridad social resultaron otorgantes netos de financiamiento. Los aportes netos de los organismos gubernamentales de seguridad social fueron, en todo caso, bastante exiguos, en especial si se tiene en cuenta que durante los años 1975 y 1976 los incrementos sustanciales se debieron a fuertes alzas en las cotizaciones obligatorias del Fondo Social para la Vivienda. Aun así, El Salvador se ubicaba por entonces entre los cinco países de América Latina con menores ingresos por seguridad social como proporción del PIB.¹⁹

Los flujos de fondos del Gobierno Central están, en buena medida, determinados por el déficit de cada ejercicio. Hasta 1978 el financiamiento neto recibido fue moderado, arrojando incluso superávit en 1973 y 1977. El sector de "Instituciones descentralizadas" agrupa los organismos de servicio público que son receptores netos de transferencias del gobierno central; al descontar éstas de la inversión que realizan, como si se tratara de su ahorro, se observa que sus activos financieros crecen más que sus pasivos.

Como es previsible dentro del sector gubernamental, las empresas no financieras resultaron ser las principales receptoras netas de recursos, dadas sus inversiones productivas. Al agregar sus flujos financieros con los del resto de las instituciones públicas, el conjunto del sector aparece otorgando fondos durante tres años, y recibéndolos durante igual número.

A partir de 1979 cambia radicalmente el comportamiento de los agentes del sector público. Durante 1980 y 1981 las empresas financieras del Estado y la seguridad social se

-
18. Los datos obtenidos del trabajo "Sistema de flujo de fondos de la economía salvadoreña", elaborado por el Banco Central, agregan el ahorro de familias y empresas bajo el rubro sector privado no financiero, por lo que los alcances en este sentido se elaboran a base de otras informaciones parciales de carácter interno obtenidas del Ministerio de Planificación.
 19. "El costo de la Seguridad Social", OIT, Décima Encuesta Internacional 1975-1977, citado por Arellano, José Pablo en "Políticas para promover el ahorro en América Latina", El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe, 1985, Instituto Interamericano de Mercados de Capital.

convierten en receptores netos de fondos. Por otra parte los fuertes incrementos en el déficit fiscal se reflejan con nitidez en los flujos netos recibidos por el Gobierno Central a partir de 1979.

Además de lo anterior, las empresas públicas productivas aumentan considerablemente los recursos netos recibidos. Ello fue producto principalmente del comportamiento del Instituto Nacional del Café, que se añade a este grupo a partir de su fundación en 1980, para instrumentar la nacionalización de las

Cuadro 3
FLUJOS NETOS
DE FINANCIAMIENTO 1973-1981

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
I. Sector Público									
Banco Central	9,3	(4,3)	(16,2)	(20,4)	(46,0)	(45,5)	(42,8)	(22,1)	2,0
Empresas financieras	(8,1)	(4,6)	26,0	(22,8)	51,1	(49,1)	(40,6)	14,0	6,9
Empresas no financieras	19,6	37,1	169,0	81,3	71,1	93,4	171,5	220,5	198,7
Seguridad social	(2,1)	0,5	(12,6)	(39,0)	(4,5)	(30,7)	(23,1)	40,8	18,5
Gobierno central	(5,0)	7,6	32,9	2,3	(176,7)	167,0	64,3	454,2	588,7
Gobiernos locales	0,1	10,8	1,5	(1,7)	(3,0)	(6,3)	(6,1)	1,5	8,4
Institutos descentralizados	(14,6)	(14,1)	(10,5)	(40,3)	0,6	(1,5)	(6,9)	14,8	(23,3)
total	(0,8)	33,0	190,1	(40,6)	(107,4)	127,3	116,3	723,7	799,9

(continuación cuadro 3)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
II. Sector privado									
Bancos comerciales									
	(6,7)	(10,9)	(10,2)	(15,0)	(18,6)	(28,8)	(18,9)	(11,4)	(76,0)
Asociaciones de ahorro									
	(0,5)	2,3	(2,0)	(2,0)	(2,7)	(7,8)	(1,3)	7,7	0,3
Compañías de seguros									
	(1,8)	(0,2)	(3,1)	(4,5)	(9,2)	(3,4)	(0,6)	10,9	(5,6)
Otras financieras									
	14,1	72,6	125,8	(109,6)	65,9	(14,8)	(59,5)	(4,0)	38,4
No-financiero									
	87,2	221,8	(43,9)	112,6	(5,1)	631,7	(89,5)	(803,4)	(130,9)
total	92,3	285,6	66,6	(18,5)	30,3	576,9	(169,8)	(800,2)	(173,8)
III. Sector externo									
total	(91,6)	(318,6)	(256,6)	59,0	77,1	(714,5)	53,6	76,5	(626,2)
IV. Sectores I, II y III									
total	(0,1)	0,0	0,1	(0,1)	0,0	(10,3)	0,1	0,0	(0,1)

exportaciones del grano. Sus necesidades de financiamiento estuvieron determinadas por la caída de los precios internacionales del café y el manejo de sus *stocks*. Se debe señalar que existen provisiones legales que facultan al instituto para establecer un fondo de estabilización de precios, el cual, sin embargo, no llegó a materializarse.

En cuanto al sector privado, durante 1973-78 los bancos comerciales, las asociaciones de ahorro y las compañías de seguros se comportaron como otorgantes netos de financiamiento. Aunque con diferentes implicaciones, por tratarse de ahorro voluntario, también en este caso los aportes netos de financiamiento de las compañías de seguros privadas son de escasa significación.

Para los años previos a 1980, el comportamiento del grupo "Otras financieras privadas", se encuentra principalmente determinado por la Compañía Salvadoreña de Café y la Cooperativa Algodonera Salvadoreña, las cuales exportaban, compraban internamente y daban crédito a los productores de sus rubros. Las posiciones netas de financiamiento de esas empresas se vinculan muy de cerca a la dimensión de los *stocks* que mantuvieron durante cada año.

Por otra parte, el sector privado no financiero, que comprende familias y empresas, aparece como el gran receptor de fondos, reflejando que la inversión efectuada por estos agentes superó sus ahorros en casi todos los años entre 1973 y 1978.

También el flujo de fondos de este sector experimenta un cambio radical de comportamiento. A partir de 1979 se convierte en otorgante neto de recursos, por lo que sus activos financieros comienzan a crecer más que sus pasivos. Tales excedentes son fruto de la fuerte retracción de la inversión real y de incrementos en las utilidades no distribuidas (cuadro 4).

El análisis de la partida Usos de Fondos muestra la forma en que las familias y empresas fueron canalizando esas fuertes sumas de recursos financieros excedentarios. En 1979 se produce el mayor incremento del rubro Caja, junto con la única caída en Depósitos de ahorro y a plazo de toda la serie. Los demás Usos mostraron un comportamiento normal. Al año siguiente el movimiento más notorio fue el inusitado auge del rubro Otros activos, y en menor medida el de los Depósitos a la vista. En 1981 tiene lugar un vuelco en favor de los Depósitos de ahorro y a plazo, a costa de Caja y de Depósitos a la vista, registrándose el mayor incremento de los primeros y la mayor caída de los otros durante todo el período 1973-81. Este manejo de los cuantiosos fondos excedentarios del sector es congruente con el análisis realizado sobre la evolución de los coeficientes monetarios. Como se ha señalado ese proceso coincidió también con la expansión de las necesidades de liquidez de los mercados extraoficiales de dólares y el incremento en las tasas reales de interés a partir de 1981.

Cuadro 4
INDICE DE INVERSION NETA
Y UTILIDADES NO DISTRIBUIDAS
SECTOR PRIVADO NO-FINANCIERO

Años	Inversión neta	Excedentes y utilidades no distribuidas a/
1973	100,00	100,00
1974	128,07	72,72
1975	150,87	158,51
1976	202,06	181,74
1977	244,39	245,15
1978	272,32	272,21
1979	231,22	335,79
1980	147,57	461,36
1981	112,47	77,74

Fuente: Idem.

a/ Excedentes de Ingresos menos Gastos de las familias y Utilidades no-distribuidas de las empresas.

2.6 Autofinanciamiento

Debido a la forma de agrupación de los datos sobre el sector privado, no es posible distinguir en el flujo de fondos las transferencias de excedentes entre las empresas y las familias, lo que impide analizar en forma separada la conducta de esos subsectores con respecto al autofinanciamiento. El análisis del alcance de dicha práctica ha debido hacerse pues en forma agregada, utilizándose como indicadores las relaciones entre inversión neta, realizada por todo el sector, y las utilidades no distribuidas, el financiamiento neto y los flujos de créditos de largo plazo.

Los flujos netos de financiamiento recibidos por el sector nunca excedieron del 50% de su inversión, salvo en 1978 (cuadro 5). Por otra parte, en seis de los nueve años analizados los ahorros del sector cubren más del 60% de sus gastos netos de inversión. Los créditos de largo plazo se definen por tener plazos mayores de un año; los destinados a capital de trabajo se otorgan a un máximo de 360 días y se orientan a financiar los gastos en construcciones y maquinaria y equipos. Los montos de tales recursos recibidos por este sector se

Cuadro 5
INDICADORES DE AUTOFINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PRIVADO

Años	a/	b/	c/	d/
1973	384,10	0,23	0,61	0,36
1974	491,90	0,45	0,35	0,34
1975	579,50	0,08	0,64	0,24
1976	776,10	0,15	0,55	0,27
1977	938,70	0,01	0,61	0,29
1978	1046,00	0,60	0,61	0,41
1979	888,10	-0,10	0,89	0,31
1980	566,80	-1,42	1,91	0,20
1981	432,00	-0,30	0,42	0,41

Fuente: Idem, Banco Central.

- a/ Inversión neta
- b/ Financiamiento neto/inversión neta
- c/ Excedentes y utilidades nodistribuidas/inversión neta
- d/ Créditos de largo plazo (un año o más)/inversión neta.

ubicaron entre el 20 y 40% de los gastos en dichos rubros. Ello implicaría que entre 1973 y 1981 el sector privado financió del 60 al 80% de su inversión neta.

Cabe concluir entonces que el período 1973-81 las unidades empresariales y familiares se autofinanciaron en términos globales, lo que involucra la canalización de recursos excedentarios al margen del sistema financiero. Ello puede haberse debido a que las retribuciones pagadas por instrumentos financieros fueron notoriamente inferiores a los beneficios obtenidos en inversiones en activos reales. Este fenómeno persistió a causa de la selectividad en el otorgamiento de créditos a bajo costo, atribuible a la concentrada estructura de propiedad de los organismos financieros.

SECCION 3

DETERMINANTES DEL AHORRO REAL

En este apartado se procura identificar las variables que ejercieron una mayor incidencia sobre los niveles y la tasa de ahorro interno real, esto es, según se define en las Cuentas Nacionales, la parte del ingreso no consumida y dedicada, por tanto, a la formación de capital. A diferencia del ahorro financiero, que puede existir en unos sectores y ser consumido por otros, mayores niveles de ahorro real significan mayores aportes a la acumulación de capital. El ahorro interno se extrae como un residuo al descontar el ahorro externo, que es el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, de inversión realizada. Al financiamiento de la formación bruta de capital concurren, por tanto, el ahorro interno neto, la depreciación y el ahorro externo.

En el caso de El Salvador, los esfuerzos por mantener el equilibrio externo de la economía determinaron una alta participación del ahorro interno en el financiamiento de la inversión hasta 1978. Entre 1972 y 1978, período de fuerte endeudamiento para el conjunto de América Latina, el ahorro interno cubrió el 62% de la inversión, tasa que en el sexenio siguiente declina al 48%, a pesar de la fuerte caída que sufre en esos años la formación de capital (cuadro 6).

3.1 Incidencia del producto interno bruto

Para establecer la relación empírica con el Ahorro Interno se adoptó el Producto Interno Bruto como la variable representativa de la actividad interna, por ser la que permite establecer comparaciones con trabajos sobre el mismo tema realizados en otros países en desarrollo.²⁰

Como se ha señalado, entre 1958 y 1978 el producto experimentó un sostenido crecimiento, capaz de ejercer una incidencia definida sobre los niveles y las tasas de ahorro. En consecuencia, se advierte un claro incremento en la tasa media de ahorro, que sube de 0,07 durante el primer quinquen-

20. Ver op. cit. de Ocampo, Arellano, Solís y Mikesell.

Cuadro 6
FINANCIAMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL
colonos corrientes

Años	Inversión bruta	Depreciación	Ahorro externo	Ahorro interno
1958	164	66	-4,75	102,75
1959	128	68	-1,50	61,50
1960	219	72	69,25	77,75
1961	192	72	1,25	118,75
1962	194	78	-6,25	122,25
1963	215	84	25,25	105,75
1964	317	95	58,25	163,75
1965	308	99	31,50	177,50
1966	361	104	101,25	155,75
1967	327	110	52,50	164,50
1968	255	113	37,75	104,25
1969	281	119	49,50	112,50
1970	341	125	-21,75	237,75
1971	422	134	35,50	252,50
1972	408	137	-31,00	302,00
1973	609	148	109,75	351,25
1974	892	176	335,50	380,50
1975	991	198	232,25	560,75
1976	1119	230	-59,00	948,00
1977	1679	269	-77,00	1487,00
1978	1834	318	714,50	801,50
1979	1556	356	-53,50	1253,50
1980	1183	369	-76,50	890,50
1981	1231	358	626,00	247,00
1982	1185	371	381,00	433,00
1983	1224	417	162,50	644,50
1984	1394	472	611,00	311,00

nio a 0,14 entre 1974 y 1978. Así, el tránsito a un nivel superior del producto fue acompañado no sólo de mayores volúmenes de ahorro, sino también de un aumento de la pensión a ahorrar.²¹

21. No se han constatado procesos similares en los demás países latinoamericanos en general. Se aduce como posible explicación que el alza del ingreso hace tomar conciencia de las oportunidades de consumo. Ver

Durante el período crítico la caída del ahorro interno fue considerablemente mayor que la del producto, lo que provocó que la tasa media de ahorro cayera en 1981 al nivel más bajo de los 27 años observados (cuadro 7).

Esa dinámica se constata al asimilar la relación entre ahorro interno y PIB a una función keynesiana típica de la forma:²²

$$A = a + bY + D$$

donde "A" representa el ahorro, "a" es la constante, "b" el coeficiente, "Y" el Producto Interno Bruto y "D" una variable ficticia que permite diferenciar entre el período normal y el crítico. Se obtuvo:

a	b	D	R ₂	DW
-116,3 (-1,11)	0,1483 (4,96) a/	-661,17 (-2,89) a/	0,57	1,59

a/ Niveles de significación por encima del 1%.

Los signos negativo de la constante y positivo del coeficiente "b" indican que con el incremento del ingreso, la tasa marginal superó la tasa media de ahorro. De igual forma, el valor negativo de la variable ficticia indica el desplazamiento "hacia abajo" de la curva de regresión, reflejo de la drástica caída que experimenta la tasa media de ahorro entre 1978 y 1985.

Con el objeto de eliminar la incidencia de las oscilaciones del producto, se ha establecido una relación entre el ahorro interno y la evolución del ingreso "permanente" o "esperado" como variable independiente, calculado éste en función de promedios móviles trianuales. Ello ha permitido

Mikesell, R., op. cit.

22. Para una aplicación similar de esta función a diversos países latinoamericanos, ver Chennery, H. y Eckstein, P. "Development Alternatives for Latin America", *Journal of Political Economy*, July-August 1970.

Cuadro 7
AHORRO INTERNO Y PRODUCTO INTERNO BRUTO
colones corrientes

Años	PIB (1)	Ahorro Interno (2)	(2)/(1)
1958	1401	102,75	0,07
1959	1422	61,50	0,04
1960	1397	77,75	0,06
1961	1405	118,75	0,08
1962	1590	122,25	0,08
1963	1694	105,75	0,06
1964	1867	163,75	0,09
1965	1992	177,50	0,09
1966	2110	155,75	0,07
1967	2216	164,50	0,07
1968	2292	104,25	0,05
1969	2382	112,50	0,05
1970	2571	237,75	0,09
1971	2704	252,50	0,09
1972	2882	302,00	0,10
1973	3332	351,25	0,11
1974	3944	380,50	0,10
1975	4478	560,75	0,13
1976	5706	948,00	0,17
1977	7167	1487,00	0,21
1978	7692	801,50	0,10
1979	8607	1253,50	0,15
1980	8917	890,50	0,10
1981	8647	247,00	0,03
1982	8966	433,00	0,05
1983	10152	644,50	0,06
1984	11657	311,00	0,03

Fuente: Elaborado a base de datos del Banco Central de Reserva, las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y las Estadísticas de Cuentas Nacionales de la ONU.

también diferenciar el efecto de los "ingresos transitorios" que, de acuerdo a algunos postulados teóricos y trabajos empíricos, tendería a ser ahorrado en una proporción sustan-

cialmente mayor que los ingresos esperados.²³ Para ello se ha trabajado con la ecuación:

$$A = a + b_1 Y_p + b_2 Y_t + D$$

donde, Y_t representaría el ingreso transitorio, equivalente a la diferencia entre el "ingreso permanente" y el que realmente se dio para cada año. Se obtuvieron los siguientes resultados:

a1	b1	b2	D	R ²	DW
-133,7 (-2,26)	0,16 (9,55) a/	1,68 (7,94) a/	-621,7 (-4,82)		
				0,87	1,93

a/ Niveles de significación por encima del 1%.

Como se puede apreciar, la tasa marginal de ahorro del ingreso transitorio resulta muy elevada, mientras que la del ingreso esperado es similar a la encontrada para el ingreso corriente en la prueba anterior. Considerando la alta validez estadística de los parámetros, ello implicaría que la tasa de ahorro guarda estrecha relación con las expectativas sobre el ingreso y que los ingresos "no esperados" se dedican preferencialmente al ahorro.

Esa tendencia fue corroborada en otras pruebas en que se encontró que la tasa media de consumo de bienes durables no se incrementaba con la evolución positiva del ingreso. Tal comportamiento del consumo de durables abona la hipótesis de la existencia de una relación "histórica" con el ingreso, excepto en los años de crisis, en la que ésta cae abruptamente.

3.2 Incidencia de Las exportaciones

Gran parte de las oscilaciones del producto y, por tanto, de la magnitud del ingreso transitorio se debieron a los cambios en los ingresos por exportaciones, dada la elevada

23. La propuesta básica pertenece a Friedman, Milton, "A Theory of the Consumption Function", 1957.

participación de éstos en el producto nacional. De ahí que para definir los determinantes del ahorro interno sea necesario distinguir la incidencia específica de esas "bonanzas de divisas" sobre los niveles de ahorro. Se han tomado los valores de las exportaciones como indicador de tales procesos, al constatar que exhiben una asociación más estrecha con el ahorro que el total de ingresos de divisas.²⁴ De suyo ello podría estar implicando que los demás ingresos de la cuenta corriente, entre los cuales el más importante es el conformado por las transferencias oficiales, tienen menor incidencia sobre el ahorro que las exportaciones. Ello es especialmente relevante para los años posteriores a 1978, en que los flujos de ayuda externa se ampliaron notablemente.

A efecto de establecer con mayor claridad la incidencia de las exportaciones sobre el ahorro, evitando la colinearidad entre las variables independientes, se han corrido regresiones entre el ahorro, las exportaciones y la parte no exportada del PIB.²⁵

Para ello se utilizó la función:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + D$$

donde

Y representa el ahorro, X₁ el valor de las exportaciones y X₂ es igual al PIB menos las exportaciones.

Se obtuvieron los valores siguientes:

a	b ₁	b ₂	D	R ²	DW
-88,9 (-1,87)	0,62 (12,32) a/	-0,03 (-1,53)	-362,1 (-3,36)		
				0,92	2,1

a/ Significación superior a 1%.

24. Para un análisis similar ver Ocampo, José Antonio et al., "Ahorro e inversión en Colombia", Coyuntura económica, Vol. XV N° 2, junio 1985.
25. Funciones similares para diferenciar las propensiones marginales al ahorro de las exportaciones y de la parte no exportada del PIB fueron utilizadas por Maizels, A., "Exports and Economic Growth in Developing Countries", 1968, y Lee, J. K., "Exports and the Propensity to Save in LDCs", Economic Journal, June 1971.

Se constata el peso preponderante y la validez estadística que tiene el valor de las exportaciones sobre la determinación del ahorro. A la inversa, la relación entre la parte no exportada del PIB con los niveles de ahorro interno fue prácticamente nula. Por su parte, el valor negativo de la variable ficticia estaría reflejando la incidencia de la crisis sobre esta relación, en el sentido de que los incrementos en el ahorro atribuibles a las exportaciones a partir de 1979 serían inferiores a los registrados en el periodo 1958-1978.

Dadas la apertura de la economía salvadoreña y la estrecha relación entre exportaciones y ahorro, se procedió a separar la incidencia de las no tradicionales de la ejercida por los principales productos agrícolas. Para ello se corrieron regresiones, tomando conjuntamente como variables independientes las agroexportaciones (suma del valor de los dos productos tradicionales más importantes) y el valor del resto de las exportaciones. El resultado de este ejercicio fue que sólo las agroexportaciones exhiben una relación válida con los niveles de ahorro interno, con una disminución de la misma para el periodo crítico. Al tomar los subperiodos separadamente se comprobó que las exportaciones no tradicionales no tuvieron incidencia clara sobre los niveles de ahorro. Este ejercicio cobra mayor relevancia por haberse dado un proceso de diversificación de las exportaciones, en el que las de tipo "notradicional", en general con mayores niveles de procesamiento industrial, ganaron significación dentro del conjunto.

Si a lo anterior se agrega que se obtuvo un coeficiente positivo y un alto nivel de validez estadística en una regresión entre la tasa media de ahorro y la relación agroexportaciones/PIB, puede plantearse que la propensión a ahorrar o bien a generar beneficios adicionales, es mayor en el caso de las exportaciones agrícolas que en el de los rubros no tradicionales de exportación.

Para adentrarse en el análisis de la mayor inclinación de los exportadores agrícolas hacia el ahorro, se ha intentado distinguir entre el efecto de los ingresos transitorios de las agroexportaciones y de los ingresos permanentes o esperados de las mismas. Este análisis cobra relevancia dado que los valores agroexportados dependen, en gran medida, de las continuas variaciones de los precios internacionales de los productos básicos. Se trata, por tanto, de acercarse a una evaluación del impacto de esa variabilidad sobre los niveles de ahorro nacional. Se ha trabajado con el caso del café debido a que constituye, por amplio margen, el principal producto de exportación y a que su cotización internacional presenta

amplias variaciones, fluctuabilidad que también se observa, aunque en menor grado, respecto de los volúmenes de cosecha.

Al incluir en una misma función los ingresos permanentes y transitorios por exportaciones de café, se obtuvieron para los coeficientes valores de 1,05 y 1,24 respectivamente, ambos con validez por encima del 1%. Llama la atención que la diferencia en las propensiones a ahorrar resulte mucho menor que cuando se tomó el ingreso permanente y transitorio a nivel nacional. Se podría afirmar, sobre esta base que la tendencia encontrada para el conjunto en cuanto a ahorrar una proporción mucho mayor del ingreso transitorio que del ingreso permanente es bastante menos pronunciada con respecto a los ingresos por exportaciones de café, y que, por tanto, en este caso, los ingresos no esperados posiblemente se dedicaron en mayor medida al consumo que a la acumulación de capital.

Una derivación resultante del análisis anterior sería que el establecimiento de mecanismos estabilizadores de los ingresos recibidos por los agro-exportadores no tendría mayor incidencia sobre el comportamiento de los niveles de ahorro.

3.3 Incidencia de los niveles de tributación

En esta parte se examina la relación entre el ahorro interno y los ingresos tributarios. Su aporte sería explorar la respuesta del ahorro interno a incrementos en la tributación, ya que debido al bajo nivel que acusa la carga tributaria durante todo el periodo estudiado podría existir un cierto margen para que se la elevara.

A juzgar por los resultados de las pruebas estadísticas, los incrementos en la carga tributaria no afectarían negativamente la tasa media de ahorro. Dichas variables se han movido más bien en la misma dirección, estableciendo una relación positiva válida. Utilizando la ecuación:²⁶

$$A/PIB = a + b(T/PIB) + D$$

donde A/PIB es la tasa de ahorro y T/PIB es la carga tributaria, se obtuvieron los siguientes valores:

26. Landau, L. encontró similares resultados para esta función. Ver: "Differences in Saving Ratios Among Latin American Countries", 1969.

a	b	D	R2	DW
-0,16 (-3,98)	2,18 (6,54) a/	-0,04 (-3,2)		
			0,66	1,47

a/ Significación por encima del 1%.

Estos resultados podrían no ser suficientes, a pesar de su validez estadística, para afirmar taxativamente que un punto porcentual de incremento en la carga tributaria elevaría la tasa media de ahorro en más de dos puntos.

Permiten, sin embargo, sostener que las alzas en la imposición muestran efectos positivos sobre el ahorro. Ello se vio reafirmado en otras pruebas efectuadas, discerniéndose una relación positiva y válida no sólo entre los volúmenes de ahorro interno y el de los ingresos tributarios, sino también entre éstos y los de ahorro privado.

3.4 Incidencia de las tasas reales de interés

En el análisis econométrico no se encontró ningún tipo de relación entre los volúmenes internos de ahorro y los valores de la tasa de interés real. Resultados similares se obtuvieron al comparar su evolución con la tasa media de ahorro. En el apartado sobre ahorro financiero se comentó la dificultad de los ahorrantes con respecto a la percepción *ex ante* de las tasas reales. La ausencia de relación entre el ahorro real y dichas tasas abunda en los resultados de aquel análisis y coincide con estudios efectuados para un amplio número de países en desarrollo.²⁷

27. Ver op. cit. de Ocampo, José Antonio, Mikesell, R., Solís, R. y Días Alejandro, C.

SECCION 4

REFLEXIONES FINALES

4.1 Condicionantes de una política de ahorro

Cualquier formulación de política económica ha de tomar en cuenta aspectos generales que condicionarán su desempeño, al menos en el mediano plazo. En primer lugar, es preciso considerar que el logro de niveles de estabilidad sociopolítica, que garanticen un clima propicio que dé fluidez a la inversión privada ha probado ser un proceso de largo plazo. Igualmente, los niveles del gasto público a los que se ha llegado como consecuencia del conflicto bélico previsiblemente se mantendrán.

Cabe suponer entonces que la participación del ahorro externo en el financiamiento de la inversión seguirá siendo considerable. Muy probablemente, bajo las circunstancias imperantes, esos recursos deberán provenir de Instituciones Oficiales.

Por último, en términos de funcionamiento, parece infundado esperar que se reviertan los cambios que introdujo la crisis y que el país retorne a una economía sin inflación, de tipo de cambio fijo, fiscalmente austera, con una mínima deuda externa, y en cuya dirección el Estado tenía limitada ingerencia.

4.2 Papel de los sectores público y privado

El repliegue de la inversión privada en activos reales y la acrecentada participación del Estado en áreas estratégicas de la economía asignan a éste la responsabilidad primordial en cualquier esfuerzo de recuperación del dinamismo, la acumulación de capital y la movilización del ahorro.

En cuanto al sector privado, cabe destacar su tendencia a generar excedentes de ahorro para autofinanciar sus inversiones. Ello hace que al disminuir éstas, durante la crisis, el sector genere excesos de recursos financieros, los cuales se mantienen en formas líquidas y posteriormente son colocados en instrumentos de ahorro y a plazo en el sistema financiero, para entonces ya estatizado.

Al examinar ese proceso más de cerca, en relación cronológica con los acontecimientos nacionales, se encuentra que el momento de mayor preferencia por dinero en billetes, 1979, que incluso genera la circunstancia más asimilable a una "corrida de depósitos", coincide con el arribo de un nuevo Gobierno, cuyos objetivos programáticos demoran en esclarecerse. Al año siguiente, cuando se inician las reformas agraria, financiera, y de comercio exterior, no obstante la oposición expresa de los organismos gremiales privados, la tenencia de dinero en billetes disminuye en favor de las cuentas corrientes colocadas en los organismos financieros recién estatizados. La aguda inestabilidad política de 1981, que fue el año de mayor actividad bélica de los grupos irregulares, no impidió que las tenencias en dinero fuesen trocadas por depósitos de ahorro y a plazo.

Las actitudes de cautela del sector, reflejadas en su preferencia por mayor liquidez, estuvieron más vinculadas pues a la incertidumbre sobre posibles cambios en las "reglas del juego", que a la ejecución de reformas por parte del Estado, -aun cuando éstas mereciesen el tajante rechazo de los gremios empresariales- e incluso que a la inestabilidad política, en sentido amplio. Sin extrapolar estas reflexiones, podría plantearse que las medidas en el ámbito financiero deberán evitar la estimulación de la incertidumbre sobre las "reglas del juego", al menos en la situación actual.

4.3 Sugerencias para elevar el ahorro

Frente a los condicionantes expuestos, cabría plantear también una premisa de tipo general, en el sentido que para elevar los niveles de ahorro es imprescindible recobrar la estabilidad sociopolítica. Tal postura dejaría, sin embargo, un vacío en cuanto a propuestas de política económica para una situación en la que persista la situación crítica. Se ha preferido entonces formular algunas propuestas a la luz de las relaciones económicas encontradas, los vacíos de la política económica la evolución de la conducta de los agentes.

Con respecto a medidas para elevar el ahorro financiero, hace falta comprobar en un análisis para los años posteriores a 1984 si el surgimiento de expectativas de inflación y devaluación y la mayor familiaridad con los mercados financieros internacionales, que trajo consigo la crisis, han transformado la actitud de los ahorrantes frente a las tasas de interés real. De ser así, el mantenimiento prolongado de valores negativos

de las mismas podría acarrear graves consecuencias para la movilización y canalización del ahorro. La corrección de esa tendencia adquiere mayor importancia si se considera que en las condiciones actuales sería casi imposible combinar un necesario y serio impulso reactivador con un descenso de la inflación.

Al esfuerzo por impedir que las tasas reales de interés caigan a niveles fuertemente negativos podría coadyuvar la ampliación de la gama de instrumentos de inversión financiera. Se ha llamado la atención sobre la falta de dinamismo en este campo de la política financiera, que durante el período analizado se orientó fundamentalmente a mantener la "santidad" de las finanzas y a encontrar mecanismos de priorización para asignar recursos crediticios.

Con la corrección de los valores fuertemente negativos de la tasas reales de interés y con la ampliación de la gama de instrumentos financieros se trata de fortalecer la intermediación, teniendo en cuenta que el actual sistema financiero no posee ni los antiguos vínculos con el resto de actividades económicas ni mecanismos de control sobre la demanda de crédito. La no adopción de medidas de este tipo podría estarse arriesgando su sobreexpansión o una asignación poco eficiente del mismo, con severas repercusiones para la solvencia de las instituciones financieras. Similares consecuencias para la viabilidad de esos organismos podría acarrear la decisión de evadir ese tipo de medidas, y la vuelta entonces a la alternativa de estrechar los márgenes de intermediación, como comenzó a ocurrir en 1982.

En el proceso de ampliación de la participación del Estado en la economía se generaron una serie de instrumentos que, junto con obligaciones y acciones de algunas de las empresas públicas, podrían engrosar la oferta de instrumentos para captar excedentes financieros, incluso en un mercado abierto de valores, cuya creación ha sido largamente postergada.

A una bolsa de valores podrían concurrir también los organismos de la previsión social, en un esfuerzo por mantener su viabilidad, sin tener que recurrir continuamente a los recursos del Estado ni obligar a que se los privatice.

En cuanto al "ahorro institucional", pareciera existir un amplio margen para elevar las recaudaciones de los organismos de Seguridad Social, mediante la ampliación tanto de los participantes como del tipo de cobertura, cuyos niveles fueron tradicionalmente muy bajos. Las bases estarían dadas por el crecimiento del número de empleados públicos y por la mayor

tuición que adquirió el Estado sobre algunos sectores sociales, especialmente en el área rural.

En este mismo aspecto, cabe agregar que el mecanismo de estabilización de precios internos del café podría utilizarse para forzar ahorros en ese sector, provenientes de alzas transitorias en los precios internacionales, capaces de cubrir, cuando menos, las operaciones de comercialización.

En términos de medidas más amplias de política económica, se debe tener en cuenta la relación positiva encontrada entre el ahorro real y la carga tributaria. Ello sugiere que las medidas fiscales orientadas a elevar esa carga constituyen otra forma de forzar un incremento de los recursos dedicados a la formación de capital.

En la formulación de políticas de incentivos a la producción sería necesario considerar la fuerte incidencia de las exportaciones sobre el ahorro interno, especialmente en el caso de las de productos agrícolas tradicionales.

Finalmente se quiere enfatizar la estrecha relación comprobada entre ahorro real y el producto interno bruto. Se encontró que mayores niveles de producción generaban incrementos no sólo en los volúmenes ahorrados, sino también en la tasa media de ahorro. Podemos plantear, para concluir, que la recuperación y posterior crecimiento de esta última supone una política que otorgue máxima prioridad al crecimiento, dentro de las condiciones señaladas. Frente al deterioro de la base productiva, derivada de la caída de la inversión a partir de 1979, la ausencia de un esfuerzo expansivo implicaría prolongar las actuales condiciones críticas y postergar indefinidamente la recuperación de los niveles de acumulación de capital, empleo y crecimiento económico.

**LOS
DETERMINANTES
DEL AHORRO EN
MEXICO**

Ariel Buira

INDICE

SECCION 1

ALGUNAS CONSIDERACIONES TEORICAS 196

SECCION 2

**EL AHORRO INTERNO, EL INGRESO Y TASAS
DE INTERES REAL EN MEXICO 199**

SECCION 3

**DETERMINACION DEL AHORRO INTERNO
EN UNA ECONOMIA ABIERTA 203**

**3.1 Efecto del ahorro externo
sobre el ahorro interno 205**

3.2 Ahorro externo complementario 206

3.3 Ahorro externo sustitutivo 207

**3.4 Interrelación entre ahorro interno,
ahorro externo e inversión
en México 1966-1986 209**

SECCION 4

**EFFECTOS DE LA POLITICA PRESUPUESTAL
SOBRE EL AHORRO 212**

4.1 El ahorro público 213

4.2 El caso de México en 1965-1986 217

SECCION 5

**AHORRO Y DISTRIBUCION
DEL INGRESO 1966-1986 219**

SECCION 6

EL AHORRO FINANCIERO 221

SECCION 7

CONCLUSIONES 229

LOS DETERMINANTES DEL AHORRO EN MEXICO*

Ariel Buirá Seira ✓

El objetivo de este trabajo es analizar las principales variables que afectan el nivel de ahorro en México, tales como el ingreso nacional y las tasas de interés reales. Se busca determinar la influencia que tienen la distribución factorial de ingreso, los flujos de ahorro externo y las finanzas públicas sobre el ahorro interno de México. Asimismo, se evalúa la importancia de las políticas económicas en la promoción del ahorro financiero, y su contribución a que el ahorro se use de forma productiva.

En la primera sección se hace un análisis de la relación entre el ahorro, el ingreso y la tasa de interés. Se resalta el impacto ambiguo de los incrementos en las tasas de interés sobre el ahorro, atendiendo a que el efecto ingreso y el efecto sustitución operan en direcciones contrarias. Se estima una función de ahorro para el período 1965-1986, con base en dichas variables explicativas.

En la segunda sección se investiga el papel que ha jugado el ahorro externo en el ahorro total de la economía mexicana. Se somete a verificación empírica la hipótesis tradicional de que el ahorro externo complementa al ahorro y que en condiciones de libre movilidad de capital sirve para financiar la brecha entre el ahorro y la inversión a una tasa de interés exógenamente determinada. Asimismo, se investiga para México el supuesto de endogeneidad entre la cuenta corriente de la balanza de pagos, el ahorro externo y el proceso de formación de capital.

En la tercera sección se estudia el comportamiento del ahorro público en México de 1966 a 1986. Se revisa la literatura referente al comportamiento del ahorrador privado frente al ahorro del gobierno. En esta sección, mediante un análisis econométrico, se busca determinar la validez empírica del

*. Este trabajo fue preparado por el consultor señor Ariel Buirá en el marco del proyecto conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo".

llamado Teorema de Equivalencia Ricardiana. Finalmente se comenta para efectos de diseño de política económica la interrelación del ahorro público con el privado.

En la cuarta sección se analiza el efecto de la distribución del ingreso sobre el ahorro. Se busca determinar si existe una relación entre el ahorro y la proporción del pago a los factores en el ingreso nacional. Es decir, si un incremento en la participación del capital en el ingreso nacional aumenta el ahorro interno.

Por último, se evalúan los determinantes del ahorro financiero en México. En este sentido se destaca la importancia no sólo del nivel de ahorro, sino también de su composición para el proceso de desarrollo económico. En esta sección se busca determinar la sensibilidad del ahorro financiero a las tasas de rentabilidad relativa entre ésta y otras formas de ahorro. Asimismo, se analizan los canales mediante los cuales un sector financiero sano contribuye de forma importante al desarrollo económico de un país.

SECCION 1

ALGUNAS CONSIDERACIONES TEORICAS

La sensibilidad del ahorro a la tasa de interés es un parámetro de capital importancia por sus implicaciones para el diseño de la política económica. La cuestión de si un alza en la tasa de interés producirá un incremento o un decremento en el ahorro ha sido debatida durante muchos años en el ámbito académico.¹ La mayoría de los economistas que han estudiado

-
1. Véase Bailey, Martin, "Saving and the Rate of Interest", *Journal of Political Economy*, 65 (1957), 279-305; Boskin, Michael J., "Taxation, Saving and the Rate of Interest", *Journal of Political Economy*, vol. 86 (April 1978, pt. 2) pp. 53-527; Baumol, William, "Economic Theory and Operations Analysis" Prentice Hall, 1977, cuarta edición, pp 653-670; Howrey, E. P. and Hymans, S. H. "The Measurement and Determination of Loanable-Funds Saving", *Brookings Papers on Economic Activity*, 3, 1978, p. 655-685; Giovannini, Alberto, "Saving and the real interest rate in LDS's", en *Journal of Development Economics* Vol. 18, N^o 2 y N^o 3, agosto 1985, pp. 197-217.

el tema llegan a la conclusión que ahorradores racionales pueden producir cualquiera de los dos resultados. Esto se debe a que las variaciones en la tasa de interés afectan a la riqueza de los individuos, a la vez que alteran el precio relativo de consumir ahora frente a hacerlo en el futuro.

Gran parte de la discusión acerca del efecto de las tasas de interés sobre el ahorro se debe a que normalmente no se especifican si las demás variables permanecen constantes. En particular, no se precisa si el ingreso o la riqueza permanecen constantes en términos reales. Para fines analíticos conviene mantener separados los efectos de cambios en la riqueza y en las tasas de interés sobre el ahorro.

El caso más sencillo de analizar es aquel en que la autoridad monetaria cambia exógenamente la tasa de interés, induciendo una desviación arbitraria de su valor de equilibrio en la economía, mientras que la base real de recursos o la posición de riqueza de la economía no se altera por su cambio. En la medida en que los individuos se percaten de que su verdadera riqueza en el largo plazo no se ha modificado, habrá solamente un efecto sustitución puro. Como es conocido, al subir la tasa de interés el efecto sustitución entre el consumo presente y el consumo futuro provoca que el consumo presente disminuya. En consecuencia, la respuesta del ahorro a este cambio hipotético en la tasa de interés, supuesto que la riqueza se mantiene constante, debe ser positiva. Por otro lado, cuando la tasa de interés cambia endógenamente por una modificación de la riqueza de la economía o por un cambio tecnológico sustancial e inesperado, la respuesta del ahorro agregado dependerá del resultado combinado de los efectos sustitución y riqueza presente y esperada, los cuales pueden operar en direcciones opuestas.

Al evaluar el impacto de cambios en la tasa de interés sobre el ahorro agregado se tiene que considerar su efecto sobre los recursos reales de la economía. En cualquier país la tecnología imperante define y determina las posibilidades de inversión. Dentro de este marco de referencia, los individuos formulan sus planes de ahorro con base en su deseo de acumular fondos para su retiro y para dejar como herencia, y eligen la alternativa de consumo y acumulación que más les conviene. En este sentido, sólo puede decirse que cuando se altera la tasa de interés los recursos reales o la riqueza no cambian si las posibilidades de consumo de largo plazo no se ven afectadas en el agregado. Esto es, cualquier cambio representa una mera redistribución intertemporal de las posibilidades de consumo entre los individuos.

Por ejemplo, considérese un aumento exógeno en la tasa de interés en ausencia de una modificación de las productividades actuales y prospectivas del capital físico, la tierra o el trabajo. Para el ahorrador individual, si no se presenta algún cambio que contrarreste el alza, parecería, debido a que su acervo de ahorro genera mayores ingresos, que puede consumir los mismos bienes presentes y más bienes en el futuro. Sin embargo, esto no es posible en el agregado, debido a que no han surgido nuevas fuentes de riqueza que permitan incrementar el consumo en el futuro, es decir la riqueza real de la economía permanece constante.

Ante esta situación el consumidor típico encontrará que las posibilidades de llevar a cabo sus planes no se vieron afectadas por la modificación de la tasa de interés, pero que las alternativas aparentes sí han cambiado. Si antes del alza estaba satisfecho con su elección entre el consumo presente y consumo futuro, ahora tiene un incentivo a reducir su consumo presente, ya que éste se encareció respecto al consumo futuro, mientras que su posición de riqueza neta no ha variado. Por consiguiente, el ahorro agregado aumentará cuando se incrementa la tasa de interés y permanezca constante la riqueza neta.

De lo anterior se desprende que en el caso de ajustes en las tasas de interés determinadas de manera discrecional por la autoridad monetaria y que no tienen que ver con algún cambio tecnológico, cabe esperar una correlación positiva entre el ahorro y las tasas de interés.

En conclusión, un incremento en la tasa de retorno al ahorro tiene dos efectos potenciales. Por un lado, al incrementar el precio del consumo presente hace más atractivo el ahorro. Por el otro, reduce la cantidad que debe ahorrarse para lograr una meta determinada de riqueza. Es decir los efectos ingreso y sustitución entran en conflicto. Asimismo, el incremento en la tasa de interés real reduce el valor de los activos financieros al erosionar el valor presente de los flujos de ingreso que generan. También merma el valor del capital humano ya que disminuye el valor presente del ingreso futuro que el individuo espera recibir. Estos efectos riqueza llevan a que el consumidor contraiga su consumo e incremente su ahorro.

Conviene resaltar también que el ahorrador responderá de distinta manera a variaciones perciba como transitorias de la tasa de interés real frente a cambios de naturaleza más duradera. Estos últimos tienden a suscitar un efecto mucho más notorio sobre el ahorro.

SECCION 2

EL AHORRO INTERNO, EL INGRESO Y TASAS DE INTERES REAL EN MEXICO

Las tasas de interés reales muestran en México gran variabilidad (cuadro 1), sobre todo a partir de 1973, cuando pasan de positivas a negativas. Conviene señalar que el cuadro se refiere a una tasa de interés real *ex post*, es decir la tasa de interés nominal menos la inflación observada en el período. El esfuerzo de ahorro debe claramente ligarse a la tasa de interés real *ex ante*, es decir la tasa de interés nominal menos la inflación esperada en el período. Sin embargo, resulta muy complicado obtener un estimador apropiado de las expectativas de inflación, por lo que su inclusión en una función de ahorro siempre está sujeta a controversia.²

Por su parte, el ahorro interno neto³ (cuadro 2) como proporción del producto interno bruto ha resultado ser una función muy estable. En efecto, sube de cerca del 14% en 1966 a 15,3% en 1986, registrando su valor más alto en 1980.

Para determinar la importancia de la tasa de interés real en el proceso de formación de capital en México, se especificó una función que la que el ahorro interno neto en términos reales se expresa como variable dependiente y el PIB real y la tasa real como variables independientes. Se obtuvo el siguiente resultado:

-
2. El problema básico es que el rendimiento esperado disponible para el ahorrador individual no es observable y es difícil de medir. La combinación de activos y pasivos difiere entre individuos de acuerdo a su situación fiscal, de riqueza y de otras circunstancias. Asimismo, existen graves problemas para medir la inflación esperada. Por lo tanto, obtener un estimador de la tasa de interés real esperada es complicado y es una operación que se halla sujeta a un amplio margen de error.
 3. El ahorro interno neto se define como $AI = PIB - D - C + BF + TEN$ donde: PIB= Producto Interno Bruto, D = Depreciación (Consumo de capital), C = Consumo (Público + Privado) BF = Balanza de factores, TEN = Transferencias externas netas. El ahorro interno neto es igual al ahorro interno bruto menos la depreciación.

Cuadro 1
TASA DE INTERES EN MEXICO 1960-1986

Año	Tasa de interés	
	Nominal a/	Real b/
1960	8,30	2,41
1961	8,30	8,30
1962	9,04	6,81
1963	9,23	8,85
1964	9,38	3,47
1965	9,38	9,38
1966	10,12	7,22
1967	10,55	8,51
1968	10,55	8,16
1969	11,57	7,35
1970	12,68	7,56
1971	12,68	7,16
1972	11,20	5,43
1973	11,05	-8,45
1974	12,17	-7,09
1975	12,68	1,34
1976	12,71	-11,38
1977	15,98	-3,92
1978	17,23	0,91
1979	17,48	-2,13
1980	26,01	-2,91
1981	56,90	-21,61
1983	76,85	-2,17
1984	62,83	2,30
1985	75,74	7,32
1986	106,59	0,43

a/ Rendimiento neto anual capitalizado mensualmente a la tasa de interés máxima sobre depósitos bancarios en moneda nacional.

b/ Descontando la inflación de diciembre a diciembre. De 1960 a 1969 se usa el Índice de Precios al Mayoreo; y de 1970 a 1986, el Índice Nacional de Precios al Consumidor.

Cuadro 2
AHORRO INTERNO EN MEXICO 1966-1986
miles de millones de pesos

	Ahorro Interno neto	% PIB	Ahorro Interno bruto	% PIB
1966	41,3	13,9	56,1	18,9
1967	46,7	14,4	63,3	19,5
1968	46,8	13,0	65,4	18,2
1969	55,5	13,9	76,4	19,2
1970	62,9	14,2	86,7	19,5
1971	72,2	14,7	97,7	19,9
1972	75,0	13,3	104,8	18,5
1973	96,6	14,0	132,0	19,1
1974	129,8	14,4	176,5	19,6
1975	155,1	14,1	214,8	19,5
1976	184,5	13,5	260,4	19,0
1977	279,1	15,1	385,8	20,9
1978	354,3	15,2	490,5	21,0
1979	506,7	16,5	685,1	22,3
1980	815,6	19,1	1.052,2	24,6
1981	1.085,7	18,5	1.413,5	24,1
1982	1.562,8	16,6	2.090,9	22,2
1983	3.214,6	18,8	4.207,5	24,5
1984	5.244,4	18,2	6.936,6	24,1
1985	7.676,1	16,8	10.458,5	22,9
1986	11.882,8	15,3	16.796,5	21,6

$$\text{AITR} = -0,3839 \quad +0,215 \text{ PIBR} \quad +0,0045 \text{ TIR}$$

$$t = (-2,80) \quad (11,217) \quad (1,94)$$

Este resultado, típicamente keynesiano,⁴ muestra una propensión marginal a ahorrar de 0,21, una propensión media

4. Para una comparación de funciones keynesianas de ahorro entre los países de América Latina, véase R. Mikesell y J. Zinser (1973), "The Nature of the Saving Function in Developing Countries: A Survey of a Theoretical and Empirical Literature", *Journal of Economic Literature*, 1973.

creciente y una elasticidad positiva, aunque baja, para la tasa de interés. La elasticidad de AITR con respecto a la TIR evaluada en sus valores medios es igual a 0,178.⁵

Estimando la misma ecuación, pero ahora con el ahorro interno bruto como variable dependiente resulta:

$$\begin{array}{rcccc} \text{AIBR} = & -0,448 & + 0,28 \text{ PIBR} & + 0,005 \text{ TIR} \\ t = & (-4,03) & (17,96) & (2,32) \end{array}$$

La propensión marginal a ahorrar se incrementa de 0,21 a 0,28 y la elasticidad permanece igual.

A pesar de su alto poder explicativo esta formulación se halla sujeta a críticas. Las más importantes se refieren a la simultaneidad entre el PIB real y el ahorro interno real, y a la exclusión de la inversión en el proceso de determinación de la tasa de interés real. No obstante, en México la autoridad monetaria regula las tasas de interés nominales, en tanto que, las políticas fiscal y monetaria determinan en gran medida el proceso inflacionario del país. Por consiguiente, considerar la tasa de interés real como exógena a los agentes ahorrantes en la determinación del ahorro constituye un supuesto bastante plausible. Por otro lado, la definición del ahorro interno tiende a excluir muchos gastos que aparentemente son consumo, pero que en realidad configuran una forma de ahorro, (gastos en salud, educación, obras públicas) produciendo una subestimación del ahorro. Asimismo, la definición elimina quizá algunos de los componentes del ahorro que son más sensibles a la tasa de interés, tales como el gasto en bienes durables.⁶

5. $(d\text{AITR}/dTIR) (\text{TIR media AITR media}) = (,0045) (0,184/1,0576)$

$$= 0,178$$

6. Véase Mankiw, Gregory, "Consumer Spending and The After Tax Real Interest Rate", NBER, Working Paper N° 1991, agosto 1986. Utilizando el alza dramática de las tasas de interés reales en los Estados Unidos durante los años ochenta, Mankiw encuentra que el gasto en bienes durables cayó 8,4%, debido al incremento en las tasas de interés reales.

SECCION 3

DETERMINACION DEL AHORRO INTERNO EN UNA ECONOMIA ABIERTA

En los modelos macroeconómicos tradicionales, que postulan la libre movilidad del capital,⁷ la tasa de interés mundial determina tanto el costo del capital para la inversión como el monto del ahorro de la economía. El país puede incurrir en persistentes déficit o superávit en cuenta corriente, tomando y otorgando préstamos a una tasa de interés mundial exógena. En este contexto, el ahorro interno depende sólo del ingreso, de las preferencias intertemporales, de factores demográficos y de la tasa de interés real mundial determinada exógenamente. Cualquier exceso de inversión a la tasa de interés mundial será financiado por ahorro externo.

En este marco, la adopción de una política de promoción del ahorro interno con el fin de acrecentar la formación de capital logrará únicamente reducir el déficit en cuenta corriente, es decir se sustituye ahorro externo por ahorro interno. Cuando los mercados de capital están integrados, el efecto primordial de incrementos en el ahorro interno es aminorar las entradas de capital o incrementar las salidas, con un impacto mínimo sobre la inversión interna.

Algunos autores han intentado probar empíricamente la hipótesis de integración de los mercados de capital. Consideran que de ser válida dicha hipótesis no debiera existir una correlación entre la inversión y el ahorro interno. En el caso de México, se observa una alta correlación entre ahorro interno e inversión de 1966 a 1981. El coeficiente de correlación entre ahorro interno o inversión como porcentaje del PIB durante el período es de 0,92, que disminuye a 0,43 cuando la muestra se amplía a 1986. En el quinquenio 1982-1986 se observa una correlación negativa de 0,63. Esto indica que gran parte del ahorro interno se ha tenido que destinar al servicio de la deuda. Estos resultados se ven corroborados

7. La movilidad internacional del capital se define como la condición bajo la cual se eliminan los diferenciales en el retorno al capital físico por la vía de flujos netos de ahorro, medidos por los desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

cuando la inversión se estima en función del ahorro interno y la tasa de interés real.

Para el período 1966-1986 se obtiene la siguiente ecuación:

$$\text{INVTR} = -2,458 \quad +81,05 \text{ AIBR} \quad +0,64 \text{ TIR}$$

$$t = (-0,072) \quad (4,097) \quad (1,669)$$

$$R^2 = 0,89$$

$$F = 73,28$$

$$N = 20$$

Para el período 1966-1981 se obtiene:

$$\text{INVTR} = -16,64 \quad +101,6 \text{ AIBR} \quad +0,195 \text{ TIR}$$

$$t = (-2,4) \quad (20,5) \quad (0,74)$$

$$R^2 = 0,987$$

$$F = 477,881$$

$$N = 15$$

Se observa que durante el período 1966-1981 el ajuste de la ecuación de inversión es mucho mejor que si se incluye toda la muestra. El poder explicativo del ahorro interno bruto real es mucho mayor y el coeficiente de la tasa de interés real deja de ser significativo.

Esto indica que los factores que generan una determinada tasa de ahorro en México redundan también en altas tasas de inversión. Es claro que tanto el ahorro interno como la inversión dependen de la tasa de crecimiento del ingreso, determinada por el crecimiento de la población y de la productividad. En realidad el ahorro interno, la inversión y la cuenta corriente son variables endógenas que se determinan simultáneamente, por lo cual existe cierta covarianza entre ellas.

Por ejemplo, en la mayoría de los países el gobierno reacciona ante los desequilibrios en la cuenta corriente que percibe como no sostenibles, procurando comprimirlos. En el caso de un déficit comercial inducido por un incremento en la inversión, la reacción típica del gobierno consiste en recortar

el gasto o elevar los impuestos, es decir aminorando la absorción y aumentando el ahorro público. Este comportamiento configura una correlación entre el ahorro interno y la inversión, independientemente del grado de movilidad internacional del capital.

En las estimaciones de la función de ahorro interno para el caso de México se incorporó la tasa de interés real externa. La tasa de interés real externa se definió como la tasa de interés a doce meses en el mercado del eurodólar, ajustada por la tasa de depreciación y la tasa de inflación.

$$\text{AITR} = -0,566 + 0,236 \text{ PIBR} - 0,008 \text{ Ei}$$

$$t = (-2,66) \quad (6,75) \quad (-3,96)$$

$$R^2 = 0,974$$

$$F = 356,71$$

Se puede observar que la variable determinante del ahorro interno es el PIB real (PIBR) y que la tasa de interés externa (Ei), aunque significativa, exhibe un coeficiente muy pequeño y de signo negativo. Esto quiere decir que al disminuir la demanda por ahorro externo, ante un incremento en su precio, también la oferta de ahorro interno disminuye. Ello sugiere que el ahorro interno y externo son complementarios, o bien que la tasa de interés internacional está recopilando información sobre otras variables. Una explicación podría ser que al subir la tasa de interés real internacional, el ahorro del gobierno disminuye, ya que se incrementan las erogaciones por concepto de pago de intereses sobre la deuda, lo cual forma parte considerable de su gasto corriente.

3.1 Efecto del ahorro externo sobre el ahorro interno

El papel del ahorro externo en el proceso de desarrollo ha sido objeto de múltiples estudios⁸. La discusión se ha centrado en el grado de sustitución entre el ahorro interno y el externo. Algunos autores se sitúan en los extremos del

8. Véase Denis Kessler y Dominique Strauss-Kahn "Domestic Savings and Foreign Capital Flows", en Savings for Development, United Nations, New York, 1984.

espectro, defendiendo lo que se ha llamado la hipótesis de complementareidad y la de sustitución. La primera postula que el capital externo permite efectuar inversiones que el ahorro interno no alcanza a financiar. De acuerdo a la hipótesis de sustitución, de otro lado, el capital foráneo, particularmente los flujos concesionales, sustituye el ahorro interno, por lo cual el nivel de inversión permanece inalterado y sólo cambia la composición de las fuentes de financiamiento.

3.2 Ahorro externo complementario

Este enfoque se basa en la existencia de una brecha entre el ahorro interno y la inversión. Por alguna razón, el mercado de fondos prestables está en desequilibrio, generándose una brecha entre el ahorro y la inversión a la tasa de interés prevaleciente. Es el típico caso marshalliano, donde el lado corto (la oferta de fondos prestables) determina el monto de recursos destinado a la inversión. Dentro de este marco de referencia, cualquier monto de fondos prestables proveniente del exterior contribuirá a reducir dicha brecha.

En los países en desarrollo, el nivel de las tasas nominales de interés nominales en los mercados financieros es determinado por las autoridades monetarias. Si la tasa que se paga a los ahorradores no equilibra el mercado de fondos prestables, se producirá un racionamiento de los fondos para la inversión. Bajo estas condiciones de represión financiera, la asignación de los fondos prestables se hace típicamente con base en la existencia de bienes depositados en garantía, presiones políticas, distribución sectorial del crédito a áreas que el gobierno considera prioritarias, etc. Dentro de este marco de referencia, las empresas que puedan conseguir fondos en el exterior merced a proyectos rentables a la tasa de interés internacional tendrán una fuente alternativa de financiamiento. En tal sentido, el ahorro externo sería complementario del ahorro interno y ayudaría a incrementar la tasa de expansión de la economía.

Este tipo de análisis ha sido usado por teóricos del desarrollo económico en un modelo denominado "modelo de las dos brechas,"⁹ en el cual el crecimiento económico se ve

9. Véase Chenery, Hollis y Strout, Alan, "Foreign Assistance and Economic Development", American Economic Review, vol. 56, septiembre 1966 pp 679-733.

limitado primero por la brecha entre el ahorro interno y la inversión potencial y, segundo, por la insuficiente disponibilidad de divisas para importar insumos intermediarios.

3.3 Ahorro externo sustitutivo

La discusión acerca de si el ahorro externo sustituye o no al ahorro interno cobró importancia con un estudio donde Haavelmo postula que los flujos concesionales de recursos (asistencia externa) provocan una disminución del ahorro interno. Haavelmo considera que un elevado porcentaje de los flujos externos se desvían hacia el consumo y, por tanto, no inciden sobre la tasa de inversión y crecimiento de la economía.

Por otro lado, en la teoría neoclásica se postula la existencia de un alto grado de sustitución entre ahorro interno y externo. Bajo condiciones de libre movilidad de capital y en ausencia de distorsiones en el mercado de fondos prestables, los proyectos rentables a la tasa de interés mundial serán financiados indistintamente con ahorro interno o externo. Si el ahorro interno se contrae por alguna causa exógena, algún flujo de capital externo lo sustituirá. Puede afirmarse entonces que todo el capital externo que ingrese al país por encima de la brecha original entre la inversión y el ahorro doméstico a la tasa de interés mundial exógenamente determinada servirá para financiar consumo, i.e. sustituirá ahorro doméstico.

Más recientemente, a causa del problema de la deuda de los países del Tercer Mundo, diversos estudios han procurado determinar qué proporción del endeudamiento estuvo orientado a financiar la inversión y qué parte se dedicó al consumo y las fugas de capital.

Por ejemplo, Zaidi, investiga el papel que desempeñaron el ahorro interno, la inversión y el déficit fiscal en el agravamiento de los déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo.¹⁰ Indica que cuando un incremento en el déficit en cuenta corriente se debe a una caída del ingreso y el ahorro, la deuda correspondiente a este incremento implica menores niveles futuros de consumo, conforme se vaya pagando la

10. Haavelmo, Trygve, Comentarios al documento de W. Leontief "The Rate of Long-Run Economic Growth and Capital Transfers from Developed to Underdeveloped Areas", presentado en "La semana de estudio sobre el enfoque econométrico a la planificación del desarrollo", Rome, 7-13 octubre 1963.

deuda. Sin embargo, si la causa del déficit en cuenta corriente es un "auge" de la inversión, la economía está cambiando un activo, el instrumento de deuda, por otro, el capital físico. En la medida que los recursos prestados se hayan canalizado hacia inversiones productivas, cabe esperar que mediante un manejo prudente de la economía y el mantenimiento de la competitividad externa se generen ingresos suficientes para pagar el préstamo original.

Con base en una muestra de los 20 países en desarrollo no petroleros con mayores pagos por servicio de la deuda en 1982, el mencionado autor concluye que en los países examinados las entradas de capital no sustituyeron al ahorro interno. En la mayoría de los casos los incrementos en los déficit externos se debieron a aumentos en la inversión respecto del producto total, antes que a un crecimiento del consumo. No obstante, señala que la capacidad de los países para pagar su deuda depende no sólo del destino original de la deuda entre consumo e inversión, sino también de la calidad del gasto en inversión.¹¹ Cabe agregar que las modificaciones imprevistas en los términos de intercambio pueden alterar drásticamente la rentabilidad de las inversiones.

La amplia disponibilidad de ahorro externo para muchos países en desarrollo observada en la década de los setenta y principios de los ochenta permite evaluar empíricamente el efecto de aquél sobre el ahorro interno. En aquel entonces, algunos países que, por ser considerados demasiado riesgosos por la banca internacional, carecían de acceso a los mercados privados de capital, tuvieron por primera vez posibilidad de contratarlo. Asimismo, los países con perspectivas favorables de inversión, ya fuere por sus posibilidades de exportación, su dinamismo interno o su rica dotación de recursos, encontraron que el financiamiento de la inversión no tenía por qué verse limitado por el nivel de ahorro de sus ciudadanos.

De esa manera, el ahorro externo proveniente de la banca y otorgado a tasas de interés flotantes y a plazos intermedios se convirtió en numerosos países en una fuente importante de financiamiento para ambiciosos proyectos de inversión. Sin embargo, en muchos casos la enorme cuantía de los fondos disponibles propició también un relajamiento de la selectividad en los proyectos de inversión, mayor consumo e

11. Zaidi, Iqbal, "Saving, Investment, Budget Deficit and the External Indebtedness of Developing Countries", International Monetary Fund, DM/84/2, enero de 1984.

importaciones, mayor gasto corriente del gobierno y salidas de capital.

3.4 Interrelación entre ahorro interno, ahorro externo e inversión en México 1966-1986

Existen tres etapas en el comportamiento del ahorro interno, el ahorro externo y la inversión en México durante el período 1966-1986. La primera abarca hasta 1978, época en la que la inversión equivale a cerca del 16,6% del PIB, el ahorro interno a 14,1% y el ahorro externo a 2,5%. La segunda corresponde al trienio de 1979 a 1981, cuando la inversión promedio es 22% del PIB; el ahorro interno, 18%; y el ahorro externo, 4%. La tercera, de 1982 a 1986, cuando la inversión llega a 15,5% del PIB, el ahorro interno a 17,1 y el ahorro externo a -1,6%. La tasa media de crecimiento económico es de 6,4, 8,5 y -0,6% respectivamente (cuadros 3 y 4).

En cuanto a los componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos, destacan el gran incremento en el pago por intereses a partir de 1982 y el cambio de signo del saldo de la balanza comercial, transformándose en positivo después que durante más de diecisiete años persistentemente fue negativo.

Los balances sectoriales sirven para evaluar la contribución del ahorro externo al proceso de acumulación de capital en México. En el trienio 1979-1981, cuando a causa del auge petrolero predominaban amplias y favorables perspectivas para la inversión, tanto el ahorro interno como el ahorro externo respondieron favorablemente, mostrando cierta complementaridad y evidenciando la naturaleza simultánea de su determinación. A partir de 1982, cuando surge la crisis internacional de la deuda y comienza a caer el precio del petróleo, se pone de manifiesto el drástico deterioro del ahorro externo que afluye al país y la concomitante caída de la inversión. En este lapso, el ahorro interno cae sólo marginalmente. Conviene aclarar que no se está postulando una relación de causalidad, en el sentido de que la inversión disminuyó a consecuencia de la merma del ahorro externo, sino simplemente que existe una inevitable igualdad entre la inversión y sus fuentes de financiamiento, i. e. el ahorro interno y externo.

La experiencia de México muestra que el grado de sustitución entre el ahorro interno y externo varía conforme varían las condiciones económicas imperantes en el país. Destaca asimismo los grandes cambios registrados en los

Cuadro 3
INVERSION, AHORRO INTERNO
Y AHORRO EXTERNO 1966-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	Inversión	Ahorro interno	Ahorro externo
1966	16,1	13,9	2,2
1967	16,7	14,4	2,3
1968	15,8	13,0	2,8
1969	16,0	13,9	2,1
1970	17,4	14,2	3,2
1971	15,1	14,7	0,3
1972	15,1	13,3	1,8
1973	16,3	14,0	2,3
1974	18,0	14,4	3,6
1975	18,2	14,1	4,1
1976	16,7	13,5	3,3
1977	17,1	15,1	2,0
1978	17,7	15,2	2,6
1979	20,1	16,5	3,6
1980	22,6	19,1	3,5
1981	23,4	18,5	4,9
1982	15,7	16,6	-0,9
1983	14,5	18,8	-4,3
1984	15,7	18,2	-2,5
1985	15,9	16,8	-0,9
1986	15,7	15,3	-0,5

componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos y su efecto sobre la inversión y el crecimiento. Queda en evidencia, en particular, la enorme carga que el servicio de la deuda impone al país.

El drástico cambio en la composición de la cuenta corriente a partir de 1982 ha repercutido severamente en el crecimiento de la economía mexicana. De mantenerse dicha estructura de la balanza de pagos las posibilidades de absorber el crecimiento de la fuerza laboral, estimado en más de 4% anual, y a los actuales desempleados serían muy remotas. Por otro lado, parecen escasos las probabilidades de elevar significativamente el ahorro interno, a causa, en lo fundamental, de

Cuadro 4
CUENTA CORRIENTE
DE LA BALANZA DE PAGOS 1966-1986
porcentajes respecto del PIB

Año	X-M 1/	BF 2/	rD 3/	C.C. 4/
1966	-1,3	-0,3	-0,7	-2,2
1967	-1,2	-0,0	-0,8	-2,3
1968	-2,2	0,2	-1,0	-2,8
1969	-1,5	0,4	-1,0	-2,1
1970	-2,0	-0,0	-1,2	-3,2
1971	-1,2	1,9	-1,1	-0,3
1972	-0,7	-0,0	-1,1	-1,8
1973	-1,0	-0,1	-1,2	-2,3
1974	-2,1	-0,1	-1,4	-3,6
1975	-2,7	0,2	-1,6	-4,1
1976	-1,4	0,0	-1,9	-3,3
1977	0,1	0,3	-2,4	-2,0
1978	-0,6	0,5	-2,5	-2,6
1979	-1,3	0,4	-2,8	-3,6
1980	-1,0	0,3	-2,9	-3,5
1981	-1,6	0,2	-3,5	-4,9
1982	6,2	2,9	-8,2	0,9
1983	10,1	1,6	-7,4	4,3
1984	8,1	1,5	-7,1	2,5
1985	5,2	1,7	-6,0	0,9
1986	3,7	2,8	-6,9	0,5

1/ (X-M) Exportaciones netas de mercancías.

2/ BF Balanza de factores, excluido pago de intereses.

3/ rD Pago de intereses

4/ C.C. Cuenta corriente.

los deprimidos niveles que acusa el consumo privado registrados durante los últimos cinco años.

Como se desprende de los cuadros 3 y 4, una reducción en el servicio de la deuda permitiría aumentar en forma concomitante las importaciones de insumos intermedios y bienes finales, lo cual incrementaría, a su vez, el consumo y promovería la inversión. Por otro lado, las exportaciones mínimas requeridas disminuirían, dándole mayor grado de libertad al manejo de las políticas monetaria y cambiaría y permitiendo abastecer mejor el mercado interno.

El análisis de la Identidad $I = AI + AE$, donde I es la inversión, AI el ahorro interno y AE el ahorro externo (el negativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos) permite formular algunas reflexiones para el crecimiento futuro de la economía mexicana. En 1986, la inversión representó 15,7% del PIB, siendo financiada casi en su totalidad (97,4%) con ahorro interno (2,6% con ahorro externo). El pago de intereses sobre la deuda representó casi 7% del PIB. Puede observarse que existe una relación directa y proporcional entre el pago al servicio de la deuda y la reducción de las importaciones. Por ejemplo, si la tasa media de interés sobre la deuda mexicana de aproximadamente 105 mil millones de dólares cayera un punto porcentual, sería posible financiar importaciones adicionales por el equivalente a 0,8% del PIB, o bien incrementar el ahorro interno en esa misma magnitud.

Considerando que el ahorro externo de que dispondrá la economía durante los próximos años será prácticamente nulo, puede anticiparse que México tendrá que lograr el equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esto quiere decir que el ahorro interno tendrá que financiar toda la inversión. Si se quiere lograr una tasa de expansión del producto del orden de 4,5% anual, con el fin de absorber el crecimiento de la población activa, en presencia de una relación incremental de capital producto de 4,5, la inversión tendría que ser, entonces, no inferior a 20% del PIB. Parece poco probable que en el corto plazo se genere un ahorro interno de esa magnitud, salvo que se redujere a 2,4% del PIB el pago por servicio de la deuda (6,9% en 1986). Como conclusión, el análisis de la identidad $I = AI + AE$ permite visualizar lo difícil que será reanudar un crecimiento satisfactorio.

SECCION 4

EFFECTOS DE LA POLITICA PRESUPUESTAL SOBRE EL AHORRO

El gobierno cuenta con diversos mecanismos para influir sobre el ahorro nacional. La forma más directa es a través del

nivel y la composición del el ahorro público.¹² También gravitar significativamente la estructura tributaria, las reglamentaciones sobre los intermediarios financieros y los programas de seguridad social. Algunas de estas políticas inciden sobre la composición, y otras sobre el nivel del ahorro. Asimismo, existen algunos determinantes potenciales, tales como la estructura de edades de la población y la tasa de cambio tecnológico, sobre los cuales las políticas públicas no tienen efectos notorios en el corto plazo.

4.1 El ahorro público

El ahorro público es uno de los componentes del ahorro total, por lo que cualquier incremento tiende a reflejarse directamente en el ahorro nacional. Sólo en el caso de que un incremento en el ahorro público causare una disminución concomitante del ahorro privado, el ahorro nacional no se vería afectado. El gobierno determina directamente el ahorro público mediante cambios en su nivel de impuestos y gastos. Por este motivo, el gobierno puede, al igual que los otros agentes económicos, fijarse una meta específica de ahorro.

Al diseñar una política de promoción del ahorro, lo primero que debe determinar el gobierno es si los cambios en el ahorro público afectan de manera importante y predecible al ahorro nacional. Asimismo, tiene que evaluar los efectos indirectos derivados de dicha política.

El modelo keynesiano de determinación del ingreso postula un vínculo directo entre el ahorro nacional y el ahorro público. Por ejemplo, un aumento en los impuestos que incrementa los ingresos corrientes del gobierno para un nivel dado de gasto público propiciará un mayor ahorro público. Por su parte, el ahorro privado se reducirá sólo en una fracción de la merma del ingreso disponible. Por consiguiente el ahorro nacional aumentará en un monto equivalente al aumento en los impuestos (dtY_d) por uno menos la propensión marginal al ahorro.¹³

12. Por ahorro público se entiende la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes del sector público.

13. $dS = dt Y_d - s dY_d$ 2) $dY_d = dt Y_d$
3) $dS = dtY_d - s dtY_d$ 4) $dS = dtY_d (1 - s)$
donde:
 dS es el cambio en el ahorro nacional

Sin embargo, esta forma de analizar el impacto de un cambio en el déficit fiscal sobre el ahorro nacional ha sido cuestionada en años recientes, entre otros autores por Barro.¹⁴ En esta corriente de pensamiento, el consumidor es "ultra racional" y visualiza al gobierno como sujeto a una inalterable restricción presupuestal, en la que el valor presente de sus ingresos tiene que ser igual al valor presente de sus gastos. Por lo tanto, un alza en los impuestos en este período provocará necesariamente en presencia de gastos constantes, una reducción de los impuestos en el futuro. Dado que no se altera el valor presente de los gastos, no tiene por qué existir una reducción en el valor presente de los ingresos. Como consecuencia, la riqueza de los individuos queda inalterada; sólo existe una reasignación intertemporal, por lo que las decisiones de consumo no cambian. Bajo la hipótesis de "ultrarracionalidad", un alza en los impuestos que redunde en un mayor ahorro público no afectará el ahorro nacional, ya que habrá una reducción paralela del ahorro privado.

El argumento puede definirse de otra forma. La hipótesis de "ultrarracionalidad" del consumidor tiene sus orígenes en el Teorema de Equivalencia Ricardiana.¹⁵ Este sugiere que el método de financiar el gasto del gobierno no tiene consecuencias sobre la actividad económica real y postula que la deuda del gobierno no es riqueza neta. Los consumidores saben que el valor de los bonos gubernamentales que poseen darán lugar a mayores impuestos en el futuro, ya sea para servir o para

dt es el cambio en la tasa impositiva
 s es la propensión marginal a ahorrar
 dYd es el cambio en el ingreso disponible.

14. Barro, Robert, "Are Government Bonds Net Wealth?", Journal of Political Economy, noviembre-diciembre 1974, p. 1095-1118.
15. David Ricardo, "The Works and Correspondence of David Ricardo", Piero Sraffa ed.; citado en Gerald P. O'Driscoll, "The Ricardian Nonequivalence Theorem", Journal of Political Economy Vol. 85 N° 1, febrero 1977 pp 11-19. El Teorema de Equivalencia de Ricardo sugiere que las políticas que fomentan el ahorro público no suscitan efectos sobre la tasa de ahorro nacional. Este argumento limita severamente la eficacia de la política presupuestal para fomentar el ahorro nacional. Conviene señalar que Ricardo concluía su razonamiento considerando que los contribuyentes subestiman los impuestos futuros requeridos para pagar los intereses y el principal de la deuda pública. En este caso, argüía, el teorema de equivalencia entre deuda e impuestos no sería válido, dando lugar a un tipo de "ilusión fiscal".

amortizar la deuda. Por lo tanto, los cambios en la deuda del gobierno no alteran la riqueza del consumidor, no afectan sus decisiones de consumo y no tienen incidencia sobre el nivel del ahorro nacional. Feldstein y Buchanan, entre otros, han criticado este punto de vista.¹⁶

El debate ha cobrado auge en los últimos años debido a los crecientes déficits fiscales tanto en países en desarrollo como los desarrollados. Los keynesianos arguyen que como los consumidores tienen una vida finita, los "impuestos implícitos" generados por el crecimiento de la deuda nacional se los tendrán que cobrar a las generaciones futuras. Por este motivo, los consumidores que están vivos en este momento gastarán más porque en efecto son más ricos por los bonos del gobierno que poseen. Las personas que aún no nacen, difícilmente pueden ahorrar en anticipación de los impuestos que tendrán que pagar. Como resultado, los incrementos en la deuda del gobierno promoverán el consumo privado y por tanto reducirán el ahorro nacional. Los defensores del teorema ricardiano sostienen que los consumidores ajustarán sus herencias para contrarrestar el legado de mayores impuestos que transfieren a las generaciones futuras.

La evidencia empírica de diversos países¹⁷ sugiere que los cambios en los déficits del gobierno provocan un efecto significativo sobre el ahorro nacional. Afectan el nivel del ahorro nacional porque los consumidores, al parecer, no consideran los efectos de políticas impositivas futuras al adoptar sus decisiones de consumo. Por ejemplo, la experiencia de los Estados Unidos en el trienio 1981-83 indica que no se cumple la hipótesis de "ultrarracionalidad". Más aún, si los consumidores previnieran los cambios de los impuestos no modificarían su comportamiento en anticipación de ellos, debido a consideraciones de liquidez e imperfecciones en los

16. Feldstein, Martin (1982) "Government Deficits and Aggregate Demand", Journal of Monetary Economics, 9: 1-20. Geoffrey Brennan and James M. Buchanan, "The Logic of the Ricardian Equivalence Theorem", Finan-sarshiv, vol. 38 N° 1 (1980), p. 4-6, citado en Denis Kessler y Anne Lavigen, "Public Debt and Household Savings", Savings for Development, United Nations, New York, 1984. Véase también Barro J. Robert, "Reply to Feldstein and Buchanan", Journal of Political Economy, 1976, vol. 84 N° 2.

17. Kessler y Lavigne (1984) señalan "analizando los modelos para los Estados Unidos y Francia se concluye que el efecto de ilusión fiscal prevalece, aunque parece existir cierto grado de anticipación fiscal".

mercados de capital. Muchos consumidores gastan todo su ingreso disponible, por lo que un incremento en su ingreso futuro esperado no alteraría su consumo presente si no pueden pedir prestado.

La caída del ahorro externo ha suscitado en muchos países en desarrollo un interés creciente por analizar las consecuencias económicas del ahorro público. Si se cumple el teorema de equivalencia ricardiana, el ahorro interno, un parámetro de capital importancia para el crecimiento económico, permanecería inalterado ante un incremento en el ahorro público.

En las economías en desarrollo, el endeudamiento externo juega un papel importante en el financiamiento del déficit fiscal. Esto se debe entre otros factores a la dificultad de aumentar los impuestos, a la existencia de un mercado financiero todavía incipiente, y a que el sector público es el único con acceso a los mercados internacionales de capital.

Cabe preguntarse si el ahorro interno responde de la misma manera ante un incremento en la deuda interna o externa. Cuando el gobierno se endeuda con no-residentes, el gasto público puede aumentar sin que ello involucre necesariamente un alza de los impuestos. Los nacionales no necesitan ahorrar para comprar los bonos de deuda pública. Al contrario, tienen a su alcance tanto los recursos que otra forma se hubieran movilizado vía impuestos como la transferencia de recursos financiada con deuda externa.

Sin embargo, independientemente de que la deuda pública sea interna o externa, son los habitantes del país los que tendrán que pagarla y esta obligación absorberá una porción de su ingreso futuro disponible. La pregunta radica en si por el hecho de que no compraron los bonos que representan la deuda pública externa los residentes tienden a ignorar la carga futura del repago de la misma y, por lo tanto, no acumulan ahorros para tal fin.

A pesar de la interrogante que plantea el Teorema de Equivalencia Ricardiana en cuanto a la incidencia del ahorro público sobre el ahorro interno, parecería muy importante el fortalecimiento del ahorro público en los países endeudados como México. Sin embargo, debe cuidarse la forma en que se lleva a cabo, ya que la percepción de que la problemática fiscal llevará a aumentos generalizados en los gravámenes fiscales puede tener consecuencias desfavorables en las economías. Si los agentes económicos consideran que el futuro se ha tornado más adverso, es probable que también ellos incrementen su tasa de ahorro. Ahora bien, en el caso de factores

de producción con movilidad internacional, como el capital, existe el riesgo de que se desplacen al exterior.

4.2 El caso de México en 1965-1986

El ahorro público, definido como la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes del sector público, ha oscilado en México entre un máximo de 3,8% del PIB en 1970 y un mínimo de -7,9% en 1986. De 1965 a 1972 los ingresos públicos corrientes fueron en promedio del 18% del PIB, mientras que el gasto público corriente fue cercano a 15%, lo cual generaba un ahorro corriente cercano al 3%. De 1972 a 1976 los ingresos corrientes aumentaron en 5 puntos porcentuales del PIB, mientras que el gasto corriente aumentó en 7,4 puntos, con lo que el desahorro neto fue cercano a 0,8% del PIB en 1975 y 1976. De 1977 a 1980 los ingresos públicos crecieron, impulsados por los elevados ingresos del petróleo, alcanzando una significación media del 26,2%. Sin embargo, el gasto público significó apenas 23,1% del PIB, generando otra vez un ahorro del orden del 3%. A partir de 1981, el alza en las tasas de interés internacionales indujo un importante aumento en el gasto público corriente, el cual llegó a representar el 38,8% del PIB en 1986. Por su parte, los ingresos públicos alcanzaron sólo el 30,9%, ocasionando un desahorro público de cerca de 8% (cuadro 5).

Para determinar la influencia del ahorro público sobre el ahorro interno en México, se formuló una función de ahorro interno bruto en la cual las variables independientes son el ahorro público real, el PIB real y la tasa de interés real. Se hizo la estimación por medio de mínimos cuadrados ordinarios, obteniéndose el siguiente resultado:

$$\text{AIBR} = - 0,55 + 0,296 \text{ PIBR} + 0,255 \text{ APUBR} + 0,002 \text{ TIR}$$

$$t = (-4,39) \quad (16,95) \quad (3,18) \quad (1,16)$$

$$R^2 = 0,98$$

$$F = 515,033$$

$$N = 20$$

Cuadro 5
AHORRO PUBLICO EN MEXICO
millones de pesos

Año	Monto
1965	7.873
1966	6.266
1967	8.833
1968	11.056
1969	13.577
1970	15.052
1971	14.155
1972	13.161
1973	5.189
1974	2.326
1975	-8.212
1976	-1.196
1977	39.451
1978	72.861
1979	113.209
1980	157.562
1981	13.492
1982	-443.431
1983	-32.793
1984	14.635
1985	-687.926
1986	-6.171.980

Se observa que en el período 1966-86 un aumento en el ahorro público trae consigo una expansión del ahorro interno, en disonancia con lo postulado por la hipótesis ricardiana.¹⁸ Para el período 1966-1981, la ecuación arroja los mismos resultados en términos generales. Por otro lado, el coeficiente de correlación entre el ahorro privado y el ahorro público fue en promedio de 0.138 del PIB, que sube a 0.929 en el

18. Conviene resaltar que el ahorro público se estimó con base en las estadísticas de ingreso-gasto, que en sentido estricto no son comparables con las cuentas nacionales utilizadas para el cálculo del ahorro interno bruto.

quinquenio 1982-1986. En años recientes se detecta pues una alta correlación positiva entre el ahorro público y el ahorro privado.

SECCION 5

AHORRO Y DISTRIBUCION DEL INGRESO 1966-1986

Los economistas clásicos reconocían que la capacidad de ahorro de los asalariados es menor que la de los rentistas o los capitalistas, por lo cual consideraban que el ahorro total de un país depende en gran parte de la distribución del ingreso. Algunos economistas, entre los que destacan Joan Robinson, Nicholas Kaldor y A. Lewis, han utilizado esta hipótesis clásica para incorporarla en sus modelos de crecimiento económico. Estos autores reconocen que tanto el ahorro de los asalariados como el de los rentistas depende de su ingreso. Sin embargo, postulan que la propensión al ahorro de los asalariados es más baja que la de los rentistas. Consecuentemente, un cambio en la distribución factorial del ingreso a favor del capital tendería a incrementar el ahorro de la economía; y uno a favor del trabajo, lo disminuiría.

En México, durante los últimos veinte años se ha observado una importante fluctuación en la participación del factor trabajo (Remuneración de los empleados) y del factor capital (excedente de explotación) en el ingreso nacional. De 1966 a 1976, la significación del ingreso del factor trabajo (T/PIB) osciló entre 33,9 y 40,1% del PIB, para luego disminuir a 27,1% en 1986. Por su parte, el ingreso del factor capital (K/PIB) cayó de 56,2 a 46,5%, incrementándose otra vez hasta 52,7% en 1986.¹⁹ Estas fluctuaciones permiten una evaluación empírica de las propensiones marginales al ahorro de ambos tipos de ingreso. Para este fin, se formuló un modelo en el que el ahorro interno constituye la variable dependiente, en

19. Para un estudio de la distribución factorial del ingreso en México, véase Martínez García, Gerónimo, "México: renta nacional e ingreso de los trabajadores en el período 1970-1980", Serie Análisis Estructural, Banco de México, mimeo, 1982.

tanto que el ingreso dividido por factores y la tasa de interés real son las variables independientes.

Se obtuvo el siguiente resultado:

$$\text{AITR} = -0,128 \text{ FTR} + 0,385 \text{ SIFCR} - 0,026 \text{ TIR} = -0,559$$

$$t = (1,383) \quad (4,17) \quad (0,86) \quad (-1,458)$$

$$R^2 = 0,964$$

$$F = 143,11$$

donde

AITR	Ahorro interno real
IFTR	Ingreso del factor trabajo real
IFCR	Ingreso del factor capital real
TIR	Tasa de interés real

Puede observarse que la propensión marginal al ahorro del ingreso del factor trabajo (0,128) es considerablemente menor que la del ingreso del factor capital (0,385). Esto tiende a confirmar la hipótesis clásica de que el ahorro de los asalariados es considerablemente menor que la de los rentistas en México.

Conviene señalar que las cifras acerca de la participación de los factores en el ingreso pueden estar sobreestimando en cierto grado el deterioro de la parte laboral en los últimos años. Se debe reconocer que el trabajo asalariado es muy heterogéneo. Hay una gran cantidad de grupos y subgrupos de trabajadores, cuyas propensiones al ahorro difieren ampliamente. Asimismo, dentro de los ingresos del capital se computan los ingresos de empresas pequeñas informales, donde el excedente de explotación constituye en realidad un sueldo del administrador, lo cual sesga en cierta medida el análisis de la hipótesis clásica. No obstante, es indudable que el salario real medio de los trabajadores mexicanos ha sufrido una drástica caída durante los últimos años y que el número de empleos por familia también se ha reducido a partir de 1982, erosionándose de esta forma la capacidad de ahorro de una gran proporción de las familias.

SECCION 6

EL AHORRO FINANCIERO

Si bien el ahorro interno de la economía responde lentamente a medidas de política y guarda una relación estable con el producto interno bruto, el ahorro financiero es muy sensible a las variaciones en las tasas de interés entre diversos instrumentos alternativos. En este sentido, la política monetaria y crediticia puede ser un instrumento eficiente para promover el ahorro financiero y, por tanto, lograr la canalización eficiente del ahorro agregado.

La idea de que un sector financiero sano puede contribuir al desarrollo económico de un país la expresó hace tiempo Sir John Hicks en su obra *Capital y crecimiento*: "El comienzo de un proceso de expansión... puede ocurrir debido a factores reales (inventos, avances tecnológicos, etc.) que incrementan la tasa real de ganancias. Pero también puede ocurrir por mejoras que anteriormente no podrían haberse hecho debido al limitado acceso a los fondos prestables. No sólo se requiere del ahorro, sino de un canal de comunicación entre el ahorro potencial y la inversión potencial".

Se ha argumentado que hay tres aspectos en que el sistema financiero contribuye al desarrollo económico: el grado en que los procesos financieros estimulan el ahorro y facilitan la formación de capital; su contribución a la estabilidad de precios y al equilibrio en los pagos internacionales; y el establecimiento de un marco institucional en que los ahorradores y los inversionistas pueden tratar entre sí.

En la primera sección se vio que la tasa de interés real tiene un impacto positivo sobre el ahorro interno, pero que su influencia es poco importante, dado el bajo valor de la elasticidad. Cabe esperar que la tasa de interés tenga un efecto más importante sobre la composición que sobre el nivel del ahorro interno. Dada la constancia del ahorro interno como proporción del PIB ante fluctuaciones erráticas en las tasas de interés reales (cuadro 2), conviene analizar si el ahorro financiero ha fluctuado en forma intensa, lo cual llevaría a concluir que existe una amplia sustitución entre activos físicos y financieros.

La promoción y eficiente canalización del ahorro financiero se facilita notablemente en un ambiente de certidumbre.

Por eso es tan importante que las autoridades financieras adopten medidas conducentes a la estabilidad. Esta, no es una finalidad en sí misma, pero proporciona el clima propicio para el desarrollo económico y social del país y contribuye a aminorar el riesgo inherente en el proceso de ahorro-inversión.

Para estimular la captación financiera del ahorro interno se necesita que el ahorrador obtenga una ganancia que lo induzca a disminuir su consumo corriente y que, a la vez, refleje la productividad del capital en la economía. Al darse estas condiciones se verán incentivados el ahorro financiero y la inversión productiva, ya que los intermediarios financieros conciliarán de manera eficiente la oferta y demanda de fondos prestables.

La estabilidad de precios proporciona la posibilidad de ampliar el tamaño del sistema financiero en relación al producto o la riqueza tangible. Asimismo, contribuye a un alargamiento en los plazos de los activos financieros y a una mayor transparencia en el cobro de los servicios de intermediación. Los productores pueden economizar en el mantenimiento de inventarios excesivos, sustituyéndolos por activos financieros, sin temor a que el valor real de estos últimos sea erosionado por la inflación o la devaluación de la moneda. Los compradores y vendedores de todos los mercados acumularán saldos monetarios, por su eficiencia en el intercambio, en contraste con el trueque que florece en economías con represión financiera.

Por el contrario, en un sistema financiero que no ofrezca rendimientos reales positivos, como frecuentemente se observa en países con altas tasas de inflación, el ahorro necesario para sostener un cierto ritmo de acumulación de capital dependerá en mayor medida de las corrientes de capital y del ahorro del sector público. Asimismo, el riesgo cambiario asociado con un ambiente inflacionario motivará al ahorrador a proteger su riqueza por medio de instrumentos financieros del exterior. Además, el ahorro tenderá a canalizarse hacia activos no financieros, más seguros en términos de rendimiento esperado, tales como joyas, metales preciosos y bienes raíces.

La inflación obstaculiza la canalización eficiente del ahorro en la economía. Entre sus efectos destaca la distorsión que produce el régimen de amortización de los créditos, al acortar drásticamente su plazo medio, ocasionando serios problemas de liquidez aun a empresas rentables. Asimismo, la experiencia en algunos países latinoamericanos muestra que la mayor variabilidad de la inflación, asociada con elevadas tasas de variación en el nivel de precios, redundará en una concen-

tración de la captación financiera en instrumentos de corto plazo.

Los efectos perniciosos de la inflación recaen en mayor grado sobre los pequeños ahorradores, quienes tienen menor acceso a los instrumentos que ofrecen mayor retorno, debido a las imperfecciones de los mercados financieros y a que disponen de menor conocimiento de sus opciones de ahorro.

En muchos países se ha buscado contrarrestar los efectos de la inflación sobre el ahorro financiero utilizando instrumentos indizados de captación. Sin embargo, esta técnica no es totalmente efectiva y, por otra parte, contribuye a mantener la inercia del proceso inflacionario.

La respuesta del ahorro financiero a cambios en los rendimientos reales ofrecidos al ahorrador queda de manifiesto en la experiencia mexicana.

El desarrollo institucional del sistema bancario y de sus instrumentos financieros en México ha sido resultado de modificaciones cualitativas en el entorno interno y externo dentro del cual se ha desenvuelto la economía. Durante los años sesenta el país se caracterizó por estabilidad de precios (inflación de 2,5% anual), un tipo de cambio fijo, elevado ritmo de crecimiento (7% anual), tasas de interés reales positivas (en promedio 4%) y ausencia de perturbaciones originadas en el resto del mundo. Dentro de este marco, el total de los depósitos bancarios²⁰ creció a un ritmo muy saludable, con lo que su significación respecto del PIB subió de 18 a 36% entre 1960 y 1972.

Esta importante expansión de los depósitos se logró sin que se operaran cambios significativos en la gama de instrumentos financieros y en las tasas de interés ofrecidas por el sistema bancario. Entre 1950 y 1970 las tasas de interés permanecieron prácticamente al mismo nivel.²¹ No obstante, las bajas tasas de inflación permitieron que el ahorrador percibiera rendimientos positivos en términos reales.

20. Los depósitos bancarios se definen como M4, concepto que incluye billetes y monedas, cuentas de cheques, instrumentos líquidos de ahorro e instrumentos de ahorro a plazos.

21. La tasa de interés en depósitos de ahorro se mantuvo en 4,5% entre 1950 y 1970. Los bonos financieros pagaron una tasa de interés bruta de 8% entre 1950 y 1961 y de 9% entre 1962 y 1963. El rendimiento de las cédulas hipotecarias fue de 8% entre 1940 y 1973. Los certificados de participación, los títulos financieros, los depósitos a plazo y los pagarés de instituciones de crédito observaron un comportamiento similar.

El período de estabilidad de precios llegó a su fin en 1973, con lo cual surgió la necesidad de modernizar el sistema financiero, de flexibilizar su mecánica operativa, y de diseñar nuevos instrumentos de captación que se adecuaran a los cambios observados tanto en la esfera interna como externa.

En el período 1973-84 la tasa media de inflación anual fue de 35%, acelerándose gradualmente hasta alcanzar 100% en 1983. El ritmo de expansión del producto alcanzó un promedio de 4,9%, elevándose a niveles cercanos al 8% de 1978 a 1981 y registrando una cifra negativa de 5,3% en 1983. En estas circunstancias se hizo necesario modificar las características de los instrumentos de ahorro, a fin de ampliar las opciones en términos de liquidez y elevar los rendimientos nominales para compensar, aunque fuera parcialmente, las alzas de precios. Así, en 1977 y 1978 las tasas de interés se ajustaron al alza y se sustituyeron algunos instrumentos de captación, como los bonos financieros e hipotecarios,²² que se habían convertido prácticamente en depósitos a la vista con interés. Conviene señalar que con estas medidas se suavizó el problema de la composición extremadamente líquida de los pasivos bancarios que desde hacía mucho tiempo venía enfrentando la banca mexicana. A pesar de la mayor flexibilidad para determinar las tasas de interés durante este período, en la mayor parte del mismo la tasa de interés real que obtuvo el ahorrador fue negativa. Comprensiblemente, la importancia de la captación bancaria cayó de 36 a 24.6% en 1986 respecto del PIB.

Para formalizar el análisis de la sensibilidad del ahorro financiero a la tasa de interés real se formuló un modelo en donde la variable dependiente es la captación real adicional como proporción del PIB, en tanto que las variables independientes son la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del producto.

$$\text{CRA} = \text{C} + \text{VA PIB} + \text{TIR}$$

22. En sustitución de los bonos financieros e hipotecarios a la vista se reinstauraron los depósitos retirables en días preestablecidos, con el objeto de seguir cubriendo las necesidades de inversión a muy corto plazo.

donde:

CRA	Captación real adicional
VAPIB	Tasa de crecimiento del PIB real
TIR	Tasa de interés real

Se estimó la relación por medio de una ecuación de regresión, utilizando mínimos cuadrados ordinarios. Se obtuvo:

$$\text{CRA} = 0,44 + 0,37 \text{ VAPIB} + 0,188 \text{ TIR}$$

$$t = (-0,698) \quad (3,643) \quad (3,723)$$

$$R^2 = 0,67$$

$$F = 19,71$$

Tanto la tasa de crecimiento del PIB como la tasa de interés real son altamente significativas para explicar el incremento en el ahorro financiero como proporción del PIB. Un incremento de un punto porcentual en la VAPIB incrementa la captación en 0,37 puntos; y un incremento en la tasa de interés real de un punto la incrementa en 0,19. Conviene destacar que el rango de variación de la tasa de interés real en México ha sido de -21,91% en 1982 a 7,32% en 1985 (cuadro 6).

Un avance importante en el desarrollo del sistema financiero mexicano fue la creación de la banca múltiple en 1976. Después de estudiar las ventajas de que las diversas instituciones financieras especializadas se ligaran operativa y patrimonialmente, el Banco de México promovió la iniciativa de ley que posibilitaba la constitución de los bancos múltiples mediante la fusión de instituciones de las tres principales especialidades: depósitos, financiera e hipotecaria. Esta acción mejoró la estructura organizacional y la eficiencia del sistema bancario, evitó la concentración excesiva de recursos, redujo costos y diversificó riesgos.

La creación de la banca múltiple fue fundamental para adecuar las características de los instrumentos financieros a cambios en el entorno interno y externo. Destaca entre éstos la espectacular elevación de las tasas de interés en los mercados internacionales a partir de mediados de 1979 y la aceleración de la inflación interna. Al mismo tiempo, la banca múltiple evitó que ante la mayor volatilidad de las tasas de interés, muchas de las antiguas sociedades financieras e

Cuadro 6
SIGNIFICACION DE LOS INGRESOS DE LOS FACTORES
porcentajes respecto del PIB

Año	Trabajo	Capital
1966	33,9	56,2
1967	33,5	56,3
1968	35,0	54,5
1969	34,9	54,6
1970	36,0	52,4
1971	35,7	52,9
1972	37,2	51,2
1973	36,2	52,3
1974	37,0	51,6
1975	38,3	48,9
1976	39,2	46,9
1977	40,6	46,5
1978	38,2	47,8
1979	37,9	47,0
1980	36,2	47,3
1981	37,4	45,5
1982	35,9	43,1
1983	29,0	48,9
1984	27,9	50,5
1985	28,1	51,0
1986	27,1	52,7

hipotecarias registraran resultados fuertemente negativos. La diversificación de operaciones lograda a través de la banca múltiple permitió conservar la estabilidad del sistema financiero.

También a mediados de los sesenta, comenzaron a adquirir importancia las operaciones de los intermediarios financieros no bancarios. Estos diversificaron las opciones de inversión y ampliaron su cobertura en el territorio nacional. El mercado de valores expandió sus operaciones y comenzó a captar recursos para financiar al gobierno mediante la colocación de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES: bonos con características análogas a los *Treasury Bills*) y los valores llamados Petrobonos, cuyas características se explican más adelante.

El fenómeno inflacionario ha favorecido a los intermediarios financieros no bancarios en aquellos períodos en que se tornó negativo el rendimiento real de los instrumentos bancarios de captación. Sin embargo, al agudizarse la incertidumbre económica como consecuencia de una inflación alta y variable, también los intermediarios financieros no bancarios se vieron afectados negativamente.

Los CETES, cuyo diseño fue obra del Banco de México, se han convertido en el título más importante en el mercado de valores. Su creación permitió ampliar la gama de instrumentos de captación de recursos financieros y contar con un valor que contribuyera a evitar la monetización del déficit fiscal. A la vez, dotó al Banco de México de un nuevo instrumento de regulación monetaria, cuya importancia irá aumentando con el paso del tiempo. Además, el mecanismo de subastas de los CETES lleva a que el mercado ejerza importancia predominante en la determinación de las tasas de interés.

En 1977 se efectuó la primera emisión de otro título importante del mercado de valores: los petrobonos. Su creación tuvo como objetivo contrarrestar la dolarización del sistema financiero y utilizar el petróleo como respaldo de emisiones de valores que permitieran captar fondos suficientes para financiar el desarrollo nacional. Los petrobonos son valores a tres años plazo emitidos por Nacional Financiera (la banca de fomento industrial). Las características que distinguen a este instrumento de otros de largo plazo son su garantía, constituida por los derechos derivados de un contrato de compraventa de petróleo crudo; la posibilidad de obtener rendimientos adicionales por ganancias de capital conforme suba el precio del petróleo en el mercado internacional; y el hecho de que el precio del barril de petróleo se coticie en dólares, lo cual protege al inversionista contra el riesgo de fluctuaciones en la paridad peso-dólar.

Las aceptaciones bancarias son otro título que el Banco de México promovió en el mercado de valores. Surgen en 1981, con el objeto de proporcionar nuevas alternativas de financiamiento a las empresas y enriquecer la gama de instrumentos de inversión del mercado de dinero. Son operadas en forma extrabursátil, esto es sus transacciones no quedan registradas en la Bolsa y consisten en letras de cambio giradas por empresas constituidas en México y aceptadas por instituciones de crédito mexicanas. Las tasas de descuento sobre este instrumento han sido muy atractivas y el riesgo prácticamente nulo, al tener a una institución bancaria como aceptante y responsable de la garantía de pago a su vencimiento. Las

aceptaciones no están sujetas a las tasas máximas de interés que fija periódicamente el Banco de México. Esto las ha hecho muy atractivas en periodos en que las tasas máximas bancarias son muy bajas o son negativas en términos reales.

Por otra parte, en octubre de 1983 el Banco de México autorizó a los bancos para que recibieran inversiones a través de un nuevo instrumento, el pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento, a plazo de tres, seis, nueve y doce meses. Con este instrumento se obtiene un rendimiento equivalente a la capitalización mensual de los intereses. Esto permite que el inversionista conozca, desde la contratación, el importe total que devengará su inversión y lo compare con el rendimiento que ofrecen otras alternativas, como los CETES, el papel comercial y, las aceptaciones bancarias, así como la mayor parte de los instrumentos internacionales.

En 1982 se registró un cambio de gran trascendencia en el sistema bancario mexicano; el 1º de septiembre el Gobierno de la República nacionalizó la banca, reservando al Estado la prestación del servicio público de banca y crédito. En consecuencia, 35 bancos múltiples y 25 bancos especializados pasaron a ser propiedad de la Nación. Esta medida no modificó las características de los instrumentos financieros ofrecidos por la banca; más bien ha facilitado el proceso de consolidación de la banca en un menor número de unidades de escala eficiente.

Si bien la infraestructura física, humana e institucional del sistema bancario mexicano, así como su gama de instrumentos se ampliaron sustancialmente de 1960 a 1986, la penetración del sistema financiero, medida como el saldo total de los depósitos bancarios a fin de periodo, ha caído con respecto al nivel máximo de 36% alcanzado en 1972. Para 1986, el nivel de penetración era de 26,4%, similar al observado en 1967.

La explicación de esta aparente paradoja radica principalmente en el medio económico en el cual ha operado el sistema financiero a partir de mediados de los setenta. De 1960 a 1973 la tasa de inflación fue baja y estable, el tipo de cambio se mantuvo constante y las tasas de interés reales para los depósitos fueron positivas. A partir de entonces las tasas de inflación han sido más altas y variables, se han realizado varias devaluaciones de la moneda, las tasas de interés reales para los depósitos han sido negativas en muchos años y, en general, se han agudizado los desequilibrios macroeconómicos.

La experiencia mexicana pone de manifiesto la importancia de la estabilidad económica para fomentar el ahorro

financiero. La congruencia entre las políticas financiera, cambiaria y fiscal favorece la promoción del ahorro de un país y su canalización eficiente a través de los intermediarios financieros. Así, a la mera ampliación de la infraestructura, flexibilización de las tasas de interés y diversificación de los instrumentos de captación no bastan si predominan la incertidumbre y la inflación, producto de políticas macroeconómicas contrapuestas, ya que éstas tienden a minar la penetración del sistema financiero. La adecuación de los instrumentos financieros a un ambiente inflacionario y de inestabilidad cambiaria es sin duda necesaria para evitar la total desintermediación del sistema. Sin embargo, las causas últimas del problema de baja captación de ahorro interno por medio del sistema financiero no lograron ser anuladas en plenitud mediante innovaciones en los instrumentos de captación.

SECCION 7

CONCLUSIONES

Durante el período 1966-1986 el ahorro interno en México registró una gran estabilidad. A pesar de los períodos de acentuada inestabilidad económica o fuertes corrientes de capital externo, el coeficiente de variación fue de sólo 0,125.²³ La baja elasticidad del ahorro interno con respecto a la tasa de interés real sugiere que una política de promoción del ahorro interno basada en incrementos en las tasas de interés reales no tendrá un efecto importante. No obstante, la tasa de interés real juega un papel significativo en la determinación del porcentaje del ahorro que se canaliza a través del sistema financiero.

Por otro lado, se observa que el ahorro externo ha jugado un papel importante en el proceso de acumulación de capital de México. La disponibilidad de ahorro externo permitió al país crecer a tasas altas y sostenidas entre los años 1966 y 1981; y su ausencia posterior junto con el gran aumento en

23. El coeficiente de variación es el cociente de la desviación estándar con respecto a la media (AIPI media = 15,47; AIPI desviación estándar 1,93).

el servicio de la deuda, ha provocado una aguda contracción de la economía desde 1983. El aumento del ahorro interno de los últimos años se ha tenido que canalizar al servicio de la deuda, a costa de la inversión interna, con el deterioro consiguiente del potencial de crecimiento de la economía. Ello deja en evidencia la escasa viabilidad de una estrategia de crecer para pagar.

En cuanto al ahorro público, puede concluirse que su participación en el fomento del ahorro interno es de primordial importancia, pese a la duda conceptual derivada del Teorema de Equivalencia Ricardiana. El sector público debe comprimir los gastos corrientes y efectuar los ajustes estructurales necesarios para propiciar un marco macroeconómico de estabilidad, que inspire confianza al ahorrador y al inversionista.

La caída de la participación del factor trabajo en el ingreso nacional en México es un elemento que favorece la generación de un mayor ahorro interno toda vez que la propensión marginal al ahorro del ingreso del factor capital es más elevada. No obstante, se debe proceder con gran cautela al hacer recomendaciones basadas en estos indicadores, debido a que su precisión es dudosa y, por lo tanto, sujeta a controversia.

Por último, conviene enfatizar que el ahorro financiero depende en gran medida de su rentabilidad relativa. La experiencia mexicana demuestra que en épocas de estabilidad cambiaria y de precios la penetración del sistema financiero aumenta a tasas importantes. Durante épocas de represión financiera, el ahorro en instrumentos financieros internos se ha visto seriamente disminuido, canalizándose hacia activos con un rendimiento esperado más seguro, tales como joyas, activos en el exterior y bienes raíces. Por lo tanto, una condición necesaria para que el ahorro se canalice hacia sus usos más productivos a través del sistema financiero es la existencia de un rendimiento real positivo.

**NOTAS
ACERCA DE LOS
AUTORES**

Bodin de Moraes, Pedro - Doctor en Economía M.I.T. Profesor de la Universidad Católica de Rio de Janeiro.

Buira, Ariel - Master en Economía, Universidad de Manchester, Inglaterra. Director Banco de México.

Escudé, Guillermo - Doctor en Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. Investigador del CONICET y del Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires.

Eyzaguirre, Nicolás - Candidato a Doctor en Economía, Universidad de Harvard. Experto en política monetaria Proyecto Financiamiento del Desarrollo de la CEPAL/PNUD.

Guerberoff, Simón - Doctor en Economía, Universidad de Oxford. Gerente de Investigaciones y Estadísticas Económicas, Banco Central de la República Argentina.

Menjivar, Oscar - Candidato Doctor en Economía, Universidad de Glasgow. Coordinador de proyectos del Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social.

**Este libro se terminó de imprimir en los
Talleres EDIGRAF S.A. Delgado 834,
Buenos Aires, República Argentina, en
el mes de abril de 1990.**



