

Comentario al trabajo de José M. Fanelli

**“AHORRO, INVERSION Y FINANCIAMIENTO.
UNA VISION MACROECONOMICA
DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA”**

Por Joaquín A. Cottani

¿Debe obligarse a una economía a producir un ajuste importante en su gasto cuando el ahorro externo crece exógenamente debido no a un aumento en la absorción interna sino a una caída en el ingreso disponible? Este interrogante aparece planteado varias veces en el trabajo de Fanelli al punto que parecería constituir su leitmotiv.

En principio, no existe una razón contundente que nos lleve a concluir que el ajuste tiene sentido en un caso pero no en el otro. El ejemplo típico que describe una situación como la planteada es el de un aumento en la tasa de interés externa o una caída en los términos del intercambio. Ambos shocks se diferencian de un aumento en el stock deseado de deuda externa pues en el primer caso no existe la posibilidad de control por parte de una economía pequeña y abierta. Cuando la tasa de interés a la que se presta en el mercado internacional de capitales sube, los servicios de la deuda se incrementan. El stock deseado de deuda disminuye creando la conveniencia de cancelar pasivos en el exterior pero la posibilidad de hacer

lo está limitada para el país como un todo por la disponibilidad de reservas. Si el aumento en el costo del crédito es percibido como permanente, o al menos duradero, se podrá cancelar deuda acumulando superávit en cuenta corriente. Esto obliga a comprimir temporariamente la absorción interna no sólo para hacer frente a los mayores intereses, sino también para generar excedentes de reservas. Algunas componentes del gasto se ajustan automáticamente: así por ejemplo, el consumo privado baja en una proporción que depende del carácter permanente o temporario de la reducción del ingreso disponible. Otras variables como el gasto público requieren decisión política. En todo caso, el país sufre una pérdida en el corto plazo que se materializa en una transferencia de recursos hacia el exterior.

Este típico shock externo no es, sin embargo, el que el autor de este trabajo desea enfatizar cuando pone en duda la eficacia de los "métodos tradicionales de ajuste" para equilibrar los pagos internacionales. Lo que allí se plantea es una situación en la que el endeudamiento externo financia salidas de capital y atesoramiento de divisas por parte de los propios residentes domésticos dando lugar a la coexistencia de abultados pasivos y activos en el exterior. Así definido, el problema aparece como demasiado específico para merecer tratamiento en libros de texto sobre economía internacional. ¿Hasta qué punto la experiencia argentina, pródiga en hechos insólitos, puede ayudar a clarificarlo?

La política de dólar barato aplicada durante la gestión de Martínez de Hoz y el preanuncio cambiario en presencia de tasas nominales de interés domésticas e inflación no demasiado flexibles a la baja provocaron un aumento significativo en la deuda externa privada entre 1978 y 1981. Esto fue favorecido por la apertura de la economía al movimiento de capitales en el marco de una elevada liquidez internacional. Es probable que el endeudamiento privado haya financiado directamente incrementos en el gasto no específicamente destinados a ampliar la capaci-

dad de generación de bienes internacionalmente transables además de haber sustituido fuentes de financiamiento internas cuyo costo se encareció relativamente. Pero, en todo caso, la entrada de capitales del exterior también permitió importantes flujos de absorción indirectamente vía la apreciación real del tipo de cambio. Por razones que explicaré más adelante, puede que los excesos de absorción sobre el ingreso disponible aparezcan subestimados en las cifras del Balance de Pagos y que, correctamente medidos, los déficits en cuenta corriente alcancen para explicar gran parte de los incrementos en la deuda externa neta de reservas observados en este período. La pregunta que surge es: ¿cómo se explica la parte restante?

El atesoramiento de divisas y las inversiones en el exterior por parte del público provocan un aumento en la deuda externa neta de reservas sin que la deuda bruta se modifique. Naturalmente, el endeudamiento neto de activos externos disminuye. Una reacción de los agentes privados en este sentido es consistente, entre otras cosas, con un aumento en las expectativas de depreciación pero debe notarse que, en ese caso, el ajuste de portafolios también debería incluir la cancelación de pasivos externos por parte de los residentes domésticos y su reemplazo por fuentes de financiamiento internas. En este sentido, resulta conveniente señalar que la internalización del riesgo cambiario por parte de los deudores además de poner límite a su endeudamiento los obliga a mostrarse tan ágiles para refinanciar su deuda ante cambios en las condiciones del crédito como los inversores que deciden ajustes en la composición de sus carteras entre activos internos y externos. Los problemas aparecen cuando esa internalización no se produce ya sea porque la deuda de los organismos privados está explícita o implícitamente avalada por el gobierno o porque el que se endeuda es éste. Quizás no sea desatinado afirmar que la falta de una correcta apreciación del riesgo cambiario constituye una imperfección que justifica la intervención del Estado mediante la imposición de controles tanto a las entradas como a las salidas de capital. De igual manera, el control político de la

deuda pública externa resulta necesario ante la falta de un mecanismo de ajuste equilibrador que tienda a disciplinar fiscalmente al Estado.

En la Argentina de fines de los setenta y principios de los ochenta el gobierno no solamente evitó controlar los movimientos de capital privado sino que incluso recurrió en forma considerable al endeudamiento externo como forma de financiar su cuantioso déficit. En un trabajo reciente, 1/ Parino y Peña han observado que mientras se generalizaba la desconfianza del público sobre el funcionamiento del sistema financiero argentino y a medida que crecían las expectativas de devaluación, la deuda externa del gobierno se incrementaba significativamente. Entre fines de 1979 y marzo de 1981 el sector público se endeudó en una cifra cercana a los 13 mil millones de dólares, monto que no difiere en mucho de las transferencias de capital no especificadas observadas desde nuestro país al exterior en el mismo período. Los autores mencionados concluyen que el gobierno "se endeudaba como medio para sostener una política de sobrevaluación del peso que a esa altura de los acontecimientos nadie creía que pudiera mantenerse en el tiempo" y que "la salida de capitales se financió con un aumento del endeudamiento del sector público". Fue precisamente esta política la que permitió al Estado cobrar durante los años 1981 y 1982 un impuesto inflacionario bastante menor al que hubiera correspondido si todo el déficit fiscal se hubiese financiado con emisión monetaria. Claramente, el sector público tendría que haber reducido su déficit o haber dejado que la economía soportara tasas de inflación mucho mayores. El endeudamiento del gobierno con el exterior no fue sino el costo que debió pagar la sociedad por la falta de disciplina fiscal consistente con la inflación deseada. Para comprender esto mejor basta con imaginar qué ocurriría ahora si las autoridades decidieran adquirir los activos externos en manos privadas para cancelar su deuda. La operación resultaría en un fantástico aumento de los medios de pago que tendría obvias consecuencias inflacionarias. 2/

Un comentario de segundo orden de importancia es que cuando se trata de estimar la magnitud de las salidas de capital no especificadas a través de la discrepancia entre los saldos de la cuenta corriente y las variaciones de la deuda neta de reservas, se incurre en una sobrestimación derivada del hecho de que, junto con el atesoramiento de divisas, inversiones en el exterior y cancelaciones de deuda no registradas en el Balance de Pagos, la discrepancia también incluye transacciones corrientes no contabilizadas tales como gastos en turismo y algunas importaciones de material bélico omitidas por razones políticas. Estos ítems reflejan absorción y no salidas de capital.

Ante un aumento en el pago de los servicios de la deuda, el ingreso nacional disponible disminuye con respecto al PBI. Cabe esperar, en consecuencia, una reducción en la proporción que el consumo representa en el PBI, si es que se desea mantener constante la propensión media a consumir calculada a partir del ingreso disponible. Pero si la riqueza de la economía también baja como consecuencia del aumento de la deuda, es de suponer que dicha propensión media además debe bajar. Según lo señala Fanelli, la relación Consumo/PBI habría crecido ligeramente durante los años considerados en vez de bajar. Al ajustar se las importaciones y los saldos exportables para reducir el déficit corriente, fue la tasa de inversión la variable que debió soportar una caída muy significativa. Naturalmente que si no se desea que i baje a largo plazo, entonces debe hacerlo c. La decisión debería resultar de un problema de elección intertemporal entre consumo presente y futuro. Pero para ver claramente por qué c no se redujo conviene analizar separadamente el comportamiento del ahorro del sector privado y del gobierno.

En ese sentido, Fanelli argumenta que "la incidencia del ahorro externo en relación al PBI aumenta porque la del sector privado disminuye al tiempo que la conducta financiera del Estado se mantiene sin variantes". Esto es debatible ya que depende de cómo se mida el ahorro priva

do y el del gobierno. Si los déficit del sector público se calculan por el lado de las fuentes de financiamiento, como sugieren Cavallo y Peña, 3/ y no por diferencia entre egresos e ingresos de la Tesorería, como es habitual, se concluye que el desahorro del Estado entre 1975 y 1982 ha distado mucho de estar a "niveles históricos". En el primer caso se computan los pagos en concepto de intereses que devenga la deuda pública interna y externa, así como el desequilibrio financiero del Banco Central. Ambos rubros han llegado a representar magnitudes muy importantes en ese período. Según los autores mencionados, "la gran diferencia entre el nivel de los déficit fiscales en la última década con el que predominó en promedio durante las décadas anteriores se explica en gran parte por el efecto del endeudamiento acumulado que va incrementando el déficit en los años siguientes". Esto puesto en otros términos significa que para calcular el ahorro del gobierno en cada año debe hacerse:

$$a_g = t - g - z_g - v$$

en donde a_g : ahorro del gobierno

t : impuestos

g : gasto público (incluido el déficit del BCRA)

z_g : servicios de la deuda pública externa

v : servicios de la deuda pública interna

En la expresión anterior todas las variables aparecen deflactadas por el PBI como lo hace Fanelli. De igual modo, el ahorro privado debe corregirse por el efecto del cobro de intereses de la deuda pública interna y el pago de los servicios de la deuda externa privada.

$$a_p = l + v - z_p - t - c_p$$

donde z_p : servicios de la deuda externa privada netos de ingresos por inversiones en el exterior

c_p : consumo privado

Aún admitiendo que t y g hayan mantenido niveles parecidos a los históricos, el aumento en z_g y v amplió el tamaño de los déficits fiscales que pasaron de un promedio de 4,4 puntos porcentuales del PBI en 1964-74 a 12,9 en 1975-82. Por supuesto que no todo el aumento se debió a los intereses ya que también hubo desequilibrios financieros en las cuentas del Banco Central que constituyen el déficit cuasi fiscal en el sentido de Piekarz 4/. Con respecto al ahorro privado, no creo que puedan haberse producido cambios muy significativos debidos al endeudamiento externo ya que, como se dijo anteriormente, también hubo atesoramiento de divisas e inversiones en el exterior que han compensado el efecto sobre la riqueza privada y sobre z_p .

Lo anterior demuestra que, para recuperar sus niveles históricos, el desahorro total del gobierno debe disminuir, lo que ciertamente implica reducciones en g y/o aumentos en t . La decisión con respecto a la variable de ajuste no es trivial ya que en un caso no baja el consumo privado y en el otro sí. Aquella depende en consecuencia de la valuación que dé la sociedad a ambas componentes del gasto: si un peso gastado por el gobierno incrementa más el bienestar del habitante promedio que un peso gastado por él mismo, entonces convendrá agrandar el tamaño del Estado en la economía. Pero si esto no ocurre, la reducción en el consumo público y su reemplazo por consumo privado implicará una situación superior.

Para finalizar, quisiera señalar que cuando se piensa en el costo de los métodos tradicionales de ajuste (reducción en la absorción y aumento en el tipo de cambio real) a menudo se omite tener en cuenta algunos de sus

efectos favorables en el mediano y largo plazo, aspecto éste que resulta fundamental a la hora de discutir cursos futuros de acción. Una enumeración no exhaustiva de estos efectos incluye a los siguientes:

1. La reducción del gasto público genera un aumento permanente del tipo de cambio real cuando la propensión media a gastar en bienes no comercializables es mayor que la del sector privado 5/. Si además la productividad de la industria que produce bienes internacionalmente transables crece a un ritmo superior que la de no transables, el cambio en la composición de la oferta inducido por el aumento en el precio relativo de los primeros contribuirá a un mayor crecimiento y, por lo tanto, la reducción de z en el tiempo. 6/

2. La reducción del déficit fiscal permite aumentar la disponibilidad de crédito al sector privado, provocando la reducción de las tasas de interés y asegurando así mayor inversión y crecimiento.

3. Si bien un tipo de cambio real más alto puede significar salarios reales más bajos, esto se compensa a mediano plazo cuando el reajuste de la economía produce aumentos en los índices de productividad. A corto plazo existen mecanismos fiscales directos que, a través de la redistribución de ingresos, son capaces de neutralizar efectos adversos sobre el salario real.

¿Existen alternativas viables a los métodos de ajuste tradicionales? ¿Es políticamente viable la reducción del déficit fiscal? Estas son preguntas tal vez más relevantes en la práctica que todo lo expuesto anteriormente. Sin embargo, escapan al alcance del trabajo y al de mi propio comentario.

- 1/ Parino, G. y A. Peña, Evolución del endeudamiento externo neto y su relación con la política cambiaria, Novedades Económicas No. 24, noviembre 1982.
- 2/ Una operación de mercado abierto en activos externos sería concebible bajo un sistema de tipo de cambio flotante. El efecto de impacto sería un aumento en el tipo de cambio y una reducción en la tasa de interés interna. Alternativamente puede pensarse en la adquisición de divisas a cambio de BONEX. Esto sólo cambiaría la titularidad de los acreedores del Estado que pasarían a ser residentes domésticos en lugar de bancos extranjeros y podría generar desconfianza en el sector privado.
- 3/ Cavallo, D. y A. Peña, Déficit fiscal, endeudamiento del Gobierno y tasa de inflación: Argentina 1940-1982, Estudios No. 26, abril/junio 1983.
- 4/ Ver artículo de ese autor a publicarse en Ensayos Económicos No. 31 - 2a. Parte.
- 5/ Véase al respecto Rodríguez, C., Gasto público, déficit y tipo real de cambio: un análisis de sus interrelaciones de largo plazo, CEMA, Serie Documentos de trabajo No. 18, octubre 1980.
- 6/ La hipótesis de que el crecimiento de la productividad es generalmente más alto en el sector de bienes transables es estudiada en Cavallo, D. y Y. Mundlak, Agriculture and Economic Growth in an Open Economy: The Case of Argentina, Washington: International Food Policy Research Institute, 1982.