

LA ESTRUCTURA PRODUCTIVA DESEQUILIBRADA  
Y LA DOBLE BRECHA

Por Marcelo Diamand  
Norberto Crovetto

(Versión abreviada. Sin anexo)

Este trabajo ha sido realizado como parte integrante del proyecto de investigación y desarrollo "Desequilibrio estructural externo y estancamiento productivo en los Países subdesarrollados: el caso Argentino", PID 3-066000/85 del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET), institución a la que se agradece profundamente el apoyo prestado.

El presente constituye una ramificación del trabajo "Hacia la superación de las restricciones al crecimiento económico argentino" de Marcelo Diamand, realizado en el mismo marco, y encara con mayor profundidad uno de los aspectos centrales de aquel.

Se agradece la ayuda y valiosas sugerencias de los Ingenieros Mario L. Paternostro y Enrique H. Ventura, ambos integrantes del Centro de Estudios de la Realidad Económica (CERE), ámbito en el cual se han desarrollado estas investigaciones.

Asimismo se agradece la colaboración en la confección técnica del trabajo a la Sra. Nelly Carrizo, como así también el apoyo técnico brindado por el Estudio Emilio O. Colombo.

Buenos Aires, Agosto de 1988.

## INTRODUCCION

El objetivo de este trabajo es analizar el funcionamiento de las economías de los países exportadores primarios en proceso de industrialización, sujetos a la restricción externa, con acento particular en el caso argentino. Mostraremos, en primer lugar, que esta restricción externa es inicialmente de carácter estructural, ya que constituye una característica de crecimiento de aquellos países que emprenden su industrialización en el contexto de desventajas comparativas para la industria, frente a un sector exportado primario favorecido por una alta productividad por la naturaleza.

En segundo lugar veremos cómo esta restricción se ve potenciada por el efecto gradual y acumulativo del endeudamiento externo, originado en la necesidad de compensar la insuficiencia de divisas propias a causa del desequilibrio estructural que se acaba de mencionar 1/.

En tercer lugar, exploraremos las características del modelo económico sujeto a la restricción externa y en particular las repercusiones indirectas de dicha restricción sobre la distribución de ingresos, sus consecuencias inflacionarias y su vinculación con políticas monetarias restrictivas. Uno de los objetivos centrales será distinguir y delimitar los dos efectos principales de la restricción externa que se suelen confundir y que son la limitación por insuficiencia de ahorros y la limitación por insuficiencia de divisas, poniendo de relieve las diferencias entre ambas y las relaciones causales que las vinculan.

El objetivo final será demostrar que el esclarecimiento de la confusión conceptual que rodea al tema de las dos restricciones abre paso en forma casi automática a medidas de política económica que permiten eliminar la limitación por insuficiencia de divisas. En otras palabras, el objetivo final es mostrar que los problemas de balanza de pagos pueden ser enfrentados mediante un ajuste expansivo, muy diferente del ajuste recesivo habitualmente preconizado por la "subduría tradicional" dominante tanto en nuestros países como a nivel internacional.

## CAPITULO I

### LA ESTRUCTURA PRODUCTIVA DESEQUILIBRADA

#### 1) El Origen y las Características

La premisa central de la cual se parte es la existencia de lo que Marcelo Diamand, uno de los autores de este trabajo, ha definido hace unas dos décadas como Estructura Productiva Desequilibrada (EPD). O sea, se trata de una estructura caracterizada por la presencia de un sector primario -en el caso argentino el agropecuario- de alta productividad, que trabaja a precios internacionales y un sector industrial de una productividad sustancialmente menor, que trabaja a precios superiores a los internacionales y cuyo nacimiento fue posible gracias a la aplicación de un cierto grado de protección 2/.

La primera propiedad de las EPD es la imposibilidad de la mayor parte del sector industrial de exportar sus productos a causa de sus precios no competitivos internacionalmente, a menos que exista un régimen especial de incentivos que compense la desventaja. La segunda, que a su vez surge como resultante de la anterior, es la divergencia de las necesidades rápidamente crecientes de divisas, asociadas con el desarrollo de la industria y de los servicios, y la provisión de divisas, preponderantemente a cargo del sector primario, de un crecimiento más lento.

En los comienzos del proceso de industrialización la sustitución progresa rápidamente y el ahorro de divisas dado por aquellos productos que se dejan de importar -inicialmente bienes finales y progresivamente una cantidad creciente de insumos y bienes de capital- compensa el crecimiento de las importaciones de los demás insumos y bienes de capital que siguen siendo necesarios para dicha sustitución de importaciones. Pero a medida que el proceso de sustitución se ahonda, por un lado las limitaciones de escala, de ciertos recursos naturales y de capitales de inversión y, por el otro, los rápidos cambios tecnológicos mundiales hacen que el proceso de sustitución se vuelva cada vez más lento y la compensación choque con crecientes dificultades.

Como resultado, la provisión de divisas, fundamentalmente a cargo del sector primario, se atrasa en forma permanente con respecto a las necesidades de medios de pago internacionales que aumentan rápidamente a medida que crece el producto. Aparece así una crónica insuficiencia de divisas que restringe la

actividad económica en un nivel inferior al límite que marca la capacidad productiva. Obviamente esta restricción por divisas, mientras rige, impide que el producto crezca por encima del nivel señalado, aún cuando la capacidad productiva haya crecido 3/.

## 2 El Problema del Modelo y su Presunta Patología

Para analizar esa situación se hace necesario distinguir con claridad entre la insuficiencia de ahorros y la insuficiencia de divisas. O sea, hace falta un modelo teórico de una economía limitada por la disponibilidad de divisas y por ello diferente tanto del modelo neoclásico, limitado por la disponibilidad de recursos reales en general, como del modelo keynesiano, limitado por la demanda.

Desafortunadamente, modelos de este tipo están poco desarrollados y ante todo poco difundidos. Sus antecedentes pueden encontrarse en el famoso trabajo de Keynes sobre las reparaciones alemanas en el que establecía las limitaciones a la posibilidad de pagos en aquel país debido a que para realizarlos no bastaba con que contara con los recursos internos sino también era necesario que dispusiera de las divisas para poder transferirlos al exterior, de las que Alemania no disponía 4/. Los trabajos de Kalecki proveen otro amplio antecedente al respecto de la diferencia entre recursos internos y divisas 5/. Posteriormente el tema volvió a reaparecer como consecuencia de la disputa entre EEUU y Europa durante la década de 1950, en el período que se conoce como el de "escasez de dólares".

Hubiera sido de esperar que el surgimiento masivo de las EPD, todas ellas con su problemática del sector externo, sirviera de un poderoso estímulo a la elaboración y a la difusión de los modelos en cuestión. Sin embargo esto sucedió nada más que parcialmente. Hubo una gran cantidad de trabajos de la CEPAL y de algunos economistas estructuralistas sobre la existencia de la restricción externa y sobre algunas de sus consecuencias, pero sin llegar a formalizar un modelo completo 6/. Un adelanto en este sentido ha sido el modelo de doble brecha que surgió como un resultado de los trabajos de Bruno y Chenery sobre la economía israelí, que planteó claramente la diferencia entre la limitación por ahorros y la limitación por divisas. Sin embargo, el modelo se quedó en la exploración de este concepto en relación con la ayuda externa y no incursiona en sus implicancias en materia de política económica.

El retraso del pensamiento con respecto a la realidad se debe a que en los países industriales, que son los que más influyen en la formación de las teorías económicas, la restricción externa suele ser de carácter pasajero y por lo tanto suele interpretarse como un mero disturbio de la "normalidad" económica. Por otra parte, aunque aparece en forma crónica en las EPD, estas estructuras productivas, por los altos precios industriales que las caracterizan, son percibidas como un fenómeno patológico, carente de una legitimidad que las haría acreedoras de un estudio sistemático a nivel académico 7/.

A nivel político, el de los grandes medios de difusión y el de la opinión pública en general, los precios industriales más altos que los del mercado internacional se atribuyen a la presunta ineficiencia operativa (ineficiencia X) de la industria, con lo cual la EPD queda convertida en una deformación transitoria, fruto de la incapacidad o de la desidia de los empresarios, e indigna de un análisis sistemático.

La interpretación es totalmente falaz ya que la competitividad internacional tiene poco que ver con la eficiencia en términos físicos. Los precios en dólares de la producción de un país resultan de la traducción de sus precios internos al terreno internacional a través del tipo de cambio vigente. A su vez, si no se tratara de una EPD, el tipo de cambio, sea por obra del mercado o del gobierno, debería ubicarse en un nivel tal que igualase los precios en dólares de la producción local con los internacionales. O sea, de funcionar adecuadamente su régimen cambiario, los precios de un país siempre serían competitivos internacionalmente, cualquiera fuera su eficiencia.

El problema de las EPD como la argentina es que, habiendo dos sectores con productividades diferentes, el tipo de cambio no puede reflejar al mismo tiempo a los dos. Dado que en Argentina este tipo de cambio se sitúa habitualmente al nivel que corresponde al sector agropecuario, de una productividad más alta que el industrial, cuando se lo utiliza para la industria se traduce en precios industriales superiores a los internacionales. En otras palabras, en Argentina el precio del dólar al que podemos llamar "pampeano" resulta demasiado bajo para reflejar los costos y precios de las máquinas, automóviles o sus insumos. Por ello el alto precio en dólares de estos últimos se debe a que su productividad, independientemente de si es alta o baja en términos físicos, resulta baja en términos relativos, cuando se la compara con la del sector primario 8/.

En consecuencia, dado que en los países exportadores primarios que empiezan su proceso de in-

industrialización la industria siempre tiene desventajas comparativas iniciales frente al sector primario. Los precios industriales superiores a los internacionales quedan determinados por la misma decisión de industrializar.

La actitud de la comunidad académica es mucho más sofisticada. A este nivel queda claro que la EPD no surge a raíz de una baja productividad absoluta de la industria, sino debido a su menor productividad relativa en comparación con la del sector primario, y tiene poco que ver con la ineficiencia empresarial. Lo que se objetiva es haber adoptado mecanismos de protección y haber violado el principio de ventajas comparativas para inducir la industrialización, en trasgresión a los preceptos de la economía clásica. Este sería el "pecado original" que justificaría la calificación de patológica que se le da a nuestra industrialización sustitutiva y el rechazo intelectual del modelo de EPD en la que ésta desemboca 9/.

### 3) Los Antecedentes

En los trabajos anteriormente citados se han expuesto las razones que han impulsado a los países exportadores primarios - entre ellos el nuestro - a esta "pecaminosa" industrialización: por un lado el deseo de dar empleo a toda la población; por el otro los altos riesgos de hacer depender a toda la economía de una monoproducción primaria, sujeta a fuertes oscilaciones de demanda y de precios en el mercado mundial. Pero más importante todavía ha sido la percepción del carácter dinámico de la productividad industrial por el cual a las ventajas comparativas industriales se llega únicamente a través de un proceso de industrialización el que, por lo tanto, para realizarse alguna vez no puede evitar de pasar por una etapa inicial de desventajas comparativas industriales o sea por una EPD. Desde esta óptica la EPD, lejos de ser un fenómeno patológico, se convierte en una etapa legítima e inevitable del tránsito hacia la industrialización.

Sin embargo, no es nuestra intención profundizar aquí este debate. Las EPD hoy son un dato de la realidad en una gran parte del mundo y este hecho por sí solo debe convertirlos en un objeto legítimo de análisis, independientemente de la aprobación o desaprobación del camino que llevó a su aparición. Únicamente reconociéndolas expresamente como tales y dándole una entidad intelectual al modelo teórico resultante es posible entender sus propiedades atípicas, reconocer las restricciones que las traban, comprender las deformaciones en las que desembocan y evaluar las opciones que se presentan en su tratamiento 10/.

La fuerte deuda externa contraída en la década del 70 por las EPD puso más claramente de manifiesto el carácter limitante del sector externo y motivó un cambio de actitud. El resultado fue la aparición de una cantidad cada vez mayor de trabajos que reconocen la limitación por divisas y exploran algunas de sus implicancias 11/, aunque a menudo sin vincularlas con el modelo de las EPD, sino aceptando su existencia como dada y sin analizar su origen.

Nuestra intención es aprovechar el modelo gráfico de una economía con limitación por divisas o, si se prefiere, de doble brecha, de Edmar Bacha 12/, que nos parece de un gran valor didáctico y expositivo, para volcar a través de él algunos de los principales conceptos referentes a las EPD y a la restricción externa contenidos en los trabajos ya citados de Marcelo Diamand.

Cabe aclarar que, a pesar de haber adoptado la formalización de Bacha, nuestro análisis muestra algunas importantes diferencias con su trabajo. La primera se refiere al concepto mismo de la EPD. En el artículo de Bacha el tema de precios relativos diferentes a los internacionales, propios de esta estructura productiva, no aparece. Por ello, tampoco está presente la dificultad de exportar industria, no queda explicada la divergencia entre el crecimiento económico y las exportaciones y como causa de la restricción externa aparece exclusivamente la problemática de la demanda mundial. A diferencia de este carácter exógeno o circunstancial de la restricción externa, en nuestro análisis ésta aparece como una característica estructural del modelo económico que tenemos. Es probable que esta diferencia se explique por el hecho de que el trabajo de Bacha tiende a reflejar más bien las características de la economía de Brasil, país que, mediante un amplio régimen de incentivos a las exportaciones industriales, en gran medida logró neutralizar el sesgo anti-exportador industrial de las EPD.

La segunda diferencia se refiere a los coeficientes de importación. En este sentido Bacha empieza trabajando con dos coeficientes distintos: el de los insumos y el de los bienes de capital. Posteriormente, para simplificar el tratamiento algebraico, despreja y abandona el primero de ellos, con lo cual elimina una variable a nuestro juicio esencial y el modelo pierde una parte importante del valor explicativo de las periódicas recesiones de las EPD.

Nosotros, en cambio, partimos de entrada de una simplificación, postulando un coeficiente totalizador único. Esta simplificación, que mantenemos casi hasta el final del trabajo, por un lado nos hace más fácil el álgebra y por el otro nos permite retener el coeficiente de importaciones de insumos. Se pone así de relieve no sólo el aumento de importaciones que se produce por el efecto de crecimiento económico mientras éste se opera, sino también un aumento de importaciones de carácter más permanente, asociado con el nuevo nivel de actividad y, en el caso de imposibilidad de financiarlo en divisas, la necesidad obligada de una recesión.

Finalmente, aunque compartimos plenamente con Bacha la apreciación de que el endeudamiento externo al que recurren nuestros países para superar la restricción externa tiene un carácter limitado, no compartimos el modelo analítico propuesto por él que hace depender esta limitación del stock de capital acumulado. Tal como se puede ver en trabajos de Marcelo Diamand, postulamos en cambio un modelo explicativo mucho más complejo que, en primer lugar, pone la limitación del endeudamiento en la capacidad del país de repago en divisas, tal como la perciben los acreedores. Esto no es lo mismo que hacerla depender del stock de capital instalado, precisamente debido a la brecha autónoma limitante de divisas cuya existencia se está demostrando. O bien no existe esta brecha autónoma, en cuyo caso sería lógico relacionar la capacidad de repago con stock de capital, o existe y entonces no es lógico postular una relación causal directa entre estos dos conceptos.

En segundo lugar, y en una mayor medida todavía, en nuestro enfoque la finalización de los ciclos basados en la entrada de capitales extranjeros se debe a las tensiones provocadas por las frecuentes políticas de atraso cambiario, utilizadas para atraer a dichos capitales, las que finalmente, al hacerse insostenibles, hacen explotar el esquema. En suma, creemos que el modelo es más dinámico, está más ligado a factores institucionales y políticos y por ello es más inestable e impredecible de lo que aparece en el trabajo de Bacha. 13/

## CAPÍTULO II

### CRECIMIENTO Y RESTRICCIÓN EXTERNA

En este capítulo se elabora el modelo central de crecimiento con restricción externa, suponiendo que el balance de pagos se compone exclusivamente de importaciones y exportaciones de bienes y servicios reales, o sea no se consideran ni los movimientos de capitales ni tampoco los efectos de una deuda externa, los que serán tomados en consideración en el próximo capítulo.

#### 1. La utilización de la capacidad instalada

Desde una perspectiva keynesiana 14/, la determinación del producto doméstico para una economía abierta está definida por:

$$Y = C + I + X - M \quad (1)$$

Donde C es el consumo, I la inversión, X las exportaciones y M las importaciones.

Postulamos que el consumo global de la economía es una función lineal que depende del ingreso doméstico y de la propensión a consumir media (igual a la marginal), es decir:

$$C = cY \quad (2)$$

El ahorro en consecuencia vendrá definido por:

$$S = Y - C$$

y por lo tanto

$$S = (1 - c)Y = sY \quad (3)$$

donde s significa la propensión media a ahorrar, a la que salvo el cambio expreso de este supuesto al final del trabajo, se considerará igual a la propensión marginal.

A lo largo de todo el trabajo no haremos ninguna distinción entre el comportamiento del sector público

y el sector privado. Es decir supondremos que la variable consumo incluye el consumo público y privado, igual que la variable inversión incluye la inversión pública y privada.

En materia de importaciones partiremos inicialmente de dos supuestos:

- 1) Las importaciones son proporcionales al producto y la propensión media a importar es igual a la marginal.
- 2) La propensión media a importar está uniformemente distribuida a lo largo de toda la actividad económica.

Estos supuestos serán flexibilizados al final del trabajo, indicándose en cada caso las consecuencias de los respectivos cambios.

A partir de los supuestos citados obtenemos:

$$M = mY \quad (4)$$

donde  $m$  es el coeficiente de importaciones.

Reemplazando (3) y (4) en (1) puede definirse el nivel del producto en función de la propensión a ahorrar e importar, de la siguiente forma:

$$Y = \frac{I + X}{s + m} \quad (5)$$

Sin embargo, la ecuación (5) no nos informa sobre el grado de utilización de la capacidad productiva; simplemente define la forma en la cual se obtiene un determinado nivel de ingreso doméstico en función de los dos parámetros ( $s$  y  $m$ ) y de las dos variables exógenas ( $I$  y  $X$ ).

Para obtener una medida del grado de utilización de la capacidad productiva es necesario introducir el concepto de producto potencial  $Y_0$  definido como el máximo producto que es posible obtener con el pleno empleo de los recursos productivos disponibles, para un cierto nivel de productividad del capital supuesto constante.

A su vez, el grado de utilización de la capacidad productiva estará definido por:

$$u = \frac{Y}{Y_0}$$

puediendo variar  $u$  entre 0 y 1.

Hagamos  $\frac{I}{Y_0} = i$  llamándolo coeficiente de inversión referido al producto potencial. Hagamos  $\frac{X}{Y_0} = x$  llamándolo coeficiente de exportación referido al producto potencial. En lo sucesivo los llamaremos respectivamente coeficiente de inversión y coeficiente de exportación a secas, pero sin olvidar que, a diferencia de  $s$  y de  $m$  referidos a  $Y$ , estos últimos coeficientes se deben aplicar a  $Y_0$ .

Por simplicidad le daremos un valor arbitrario al producto potencial haciéndolo igual a la unidad ( $Y_0 = 1$ ). De esta forma será:

$$x = \frac{X}{Y_0} = X \quad \text{e} \quad i = \frac{I}{Y_0} = I$$

Con este supuesto en vez de referirnos a los coeficientes de exportación y de inversión, de aquí en adelante, cuando nos resulte más cómodo, hablaremos de exportación y de inversión respectivamente.

Retomemos la ecuación (5). Dividiéndola por  $Y_0$ , obtendremos:

$$u = \frac{i + x}{s + m} \quad (6)$$

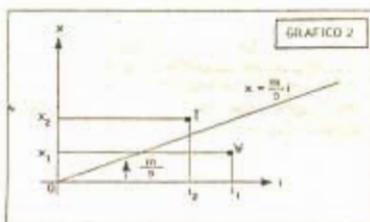
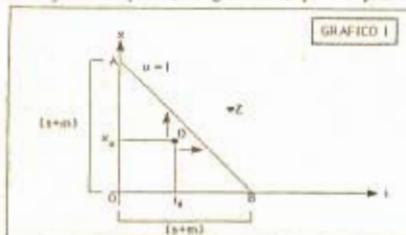
En consecuencia, la condición por la que se obtiene plena utilización de la capacidad productiva  $u = 1$  que corresponde a  $Y = Y_0$  será:

$$i + x = s + m$$

es decir:

$$i = s + m - x \quad (7)$$

Geométricamente la ecuación (7) es una recta, de pendiente negativa e igual a  $45^\circ$ , la que nos informa sobre todas las combinaciones posibles entre el nivel de exportaciones y el nivel de inversiones que permiten alcanzar el pleno empleo (ver gráfico 1) para  $s$  y  $m$  dados.



Así, la economía representada por el gráfico 1 puede funcionar con cualquier combinación de inversiones y exportaciones siempre que no salga del triángulo OAB. Los puntos sobre la recta AB representan el pleno empleo. Los que caen fuera del triángulo, como el Z, son imposibles de alcanzar y mantener más allá del agotamiento de los stocks ya que sobrepasan la capacidad productiva instalada. Así, la situación que en el modelo está representada por el punto Z corresponde en el mundo real a una posición en la que el exceso de demanda agregada respecto a la oferta agregada desencadena una inflación de demanda.

Si la economía funciona en un punto como el D dentro del triángulo OAB, correspondiente al producto inferior al potencial, es posible reactivarla y llevarla al pleno empleo de varias maneras: aumentando  $x$ , aumentando  $i$  o combinando los dos aumentos hasta llegar a la recta AB ( $u=1$ ). También sería posible en principio lograr esta reactivación bajando  $s$  o  $m$  o ambos, con lo que la recta AB se desplazaría en forma paralela a sí misma acercándose al punto D. (sin embargo esto sería contradictorio con nuestro supuesto de coeficientes  $s$  y  $m$  constantes).

Es necesario destacar que, bajo los supuestos citados, de encontrarse el sistema en un punto como D no hace falta ahorro previo para un aumento de inversiones, ya que este resultado se puede lograr mediante una simple expansión del crédito bancario, procedimiento que en principio no sería inflacionario mientras no se sobrepase la recta AB.

Las palabras "en principio" se deben a que la afirmación se basa en varios supuestos adicionales. El primero es que no existen estrangulamientos o cuellos de botella internos que se saturen antes de alcanzarse la plena utilización de la capacidad productiva. El segundo es que no existe una inflación de costos, desatada por una puja intersectorial por los ingresos. El tercero es que no existe la restricción por divisas.

## 2.) La restricción por divisas

Mantengamos por ahora los primeros dos supuestos y veamos qué pasa si eliminamos el tercero. Para esto, volvamos al gráfico 1. De guiarnos por este gráfico, parecería haber una equivalencia entre una reactivación por medio del aumento de las inversiones  $i$  y la que se obtendría aumentando las exportaciones  $x$ . Sin embargo, el aumento de  $i$  y el aumento de  $x$  producen efectos distintos en la economía. El aumento del coeficiente de inversión no solo eleva la demanda agregada y reactiva la economía sino que también lleva a un aumento de la tasa de crecimiento del producto potencial  $Y_0$ . Efectivamente, la inversión multiplicada por la productividad del capital  $u$  nos da el aumento en valores absolutos del producto potencial. Es decir:

$$\Delta Y_0 = aI$$

donde  $a$  es la productividad del capital; por lo tanto:

$$\frac{\Delta Y_0}{Y_0} = \frac{aI}{Y_0} = ai$$

Dado que

$$\frac{\Delta Y_0}{Y_0} = g$$

donde  $g$  es el crecimiento, resulta:

$$g = ai \quad (8)$$

A diferencia de este efecto, un aumento del coeficiente de exportaciones  $x$  eleva la demanda pero sin aumentar el producto potencial  $Y_0$ . O sea, en vista de este efecto distinto podría parecer que conviene operar siempre sobre las inversiones a expensas de las exportaciones. Sin embargo, por alguna razón los países consideran necesario concentrar importantes esfuerzos en expandir las exportaciones, y no limitarse sólo a las inversiones. Veamos por qué lo hacen.

El modelo que hemos estado construyendo hasta ahora no nos da ninguna respuesta al interrogante planteado. Esto se debe a que la ecuación (1) y las ecuaciones que de ella se derivan describen nada más que una de las condiciones del equilibrio macroeconómico, a saber el equilibrio interno. Se desentienden, en cambio, del equilibrio externo. La omisión no es casual; refleja la convicción imbuída en el pensamiento económico dominante de que el sector externo se equilibra por sí solo mediante una acción del mercado y por ello no hace falta plantear condiciones expresas de su equilibrio. En otras palabras, se supone que el desequilibrio externo no es más que la resultante de la falta de equilibrio interno. Esta actitud, que ya constituye una importante simplificación del funcionamiento de la economías de los países industriales, se vuelve insostenible tratándose de las EPD. Dado que su principal dificultad es superar la tendencia al desequilibrio de la balanza de pagos, omitir el planteo de las condiciones del equilibrio externo equivale a desentenderse de su problemática central.

Incorporemos entonces en forma expresa la condición de equilibrio externo a nuestro modelo. Recordemos que para empezar hemos supuesto la ausencia de movimientos de capital y la ausencia de una deuda externa anterior. Postulemos, además, la condición de reservas constantes, o, lo que es lo mismo, la ausencia de reservas. La condición de equilibrio externo se expresa entonces como la igualdad entre las exportaciones de bienes y servicios reales  $X$  y las importaciones de bienes y servicios reales  $M$ .

$$X - M = 0$$

Como hemos postulado un crecimiento proporcional al ingreso para las importaciones, o sea  $M = mY$  -ecuación (4)- resulta que :

$$X - mY = 0$$

Dividiendo la ecuación anterior por el producto potencial y reemplazando por  $x$  y por  $u$ , se obtiene:

$$x - mu = 0 \quad (9)$$

introduciendo en (9) el valor de  $u$  de la (6)

$$x - m \frac{i + x}{s + m} = 0$$

y en consecuencia:

$$x = \frac{m}{s} i \quad (10)$$

La ecuación (10) puede representarse geoméricamente como una recta que pasa por el origen, cuya pendiente es el cociente de la propensión a importar  $m$  y de la propensión a ahorrar  $s$  (ver gráfico 2).

Esta recta divide el plano en dos zonas: la de abajo, del déficit de la balanza de pagos y la de arriba, del superávit. Por ejemplo, una combinación de exportación  $x_1$  y de inversión  $i_1$  define un punto  $W$  por debajo de la recta de equilibrio externo y en consecuencia con un déficit en la balanza de pagos, mientras que con exportaciones por valor de  $x_2$  e inversiones  $i_2$  se define un punto  $T$  por encima de la recta de equilibrio externo y por lo tanto con un superávit en la balanza de pagos.

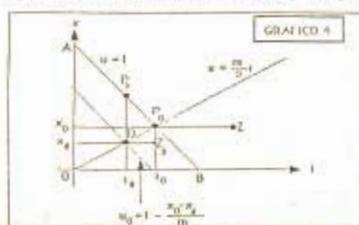
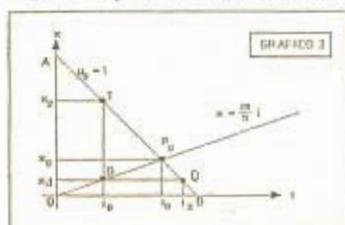
El funcionamiento de la economía en la zona de déficit de balanza de pagos es sostenible únicamente hasta el agotamiento de las reservas internacionales y, cuando éstas ya están agotadas o se postulan intocables directamente deja de ser viable.

De los puntos anteriores se desprende que una economía puede quedar limitada por dos restricciones: la primera dada por el límite a la disponibilidad de recursos reales y la segunda dada por la restricción por divisas. Ambas definen los límites dentro de los cuales es factible el funcionamiento del sistema.

Combinemos las dos ecuaciones limitantes, la (7) y la (10), en un sistema representado en el gráfico 3.

El funcionamiento de la economía será viable para todas las combinaciones de  $x$  y de  $i$  contenidas dentro del triángulo  $OP_0B$ . El área del triángulo  $OP_0B$  no es viable por superar el límite dado por la disponibilidad de divisas.

El gráfico ofrece una clara respuesta al interrogante planteado antes con respecto a las razones por las cuales los gobiernos a menudo optan por la reactivación por vía de exportaciones en vez de reactivar por vía de inversiones. Supongamos que la economía se encuentra en el punto  $D$  del gráfico 3. La tentativa de llevarlo al pleno empleo aumentando las inversiones de  $i_d$  a  $i_2$  lleva al punto  $Q$ , no viable por encontrarse dentro de la zona de desequilibrio de la balanza de pagos. En cambio, la reactivación por vía del aumento de exportaciones desde  $x_d$  a  $x_2$  lleva al punto  $T$ , de una economía reactivada a pleno, con superávit en la balanza de pagos.



¿Es ésta la solución ideal? No, porque el punto  $T$  implica "pasarse de medida" con las exportaciones a expensas de la inversión. El mejor punto de funcionamiento, el que permite maximizar la inversión y con ella el crecimiento, es el  $P_0$  al que en este caso se llega llevando las inversiones desde  $i_d$  a  $i_0$  y las exportaciones de  $x_d$  a  $x_0$ .

Dado que el  $P_0$  representa la intersección de las dos rectas límite que corresponden a las ecuaciones (7) y (10), las coordenadas de este punto se determinan resolviendo dicho sistema de ecuaciones. Se obtiene así:

$$x_0 = m \quad (11)$$

$$i_0 = s \quad (12)$$

Esto quiere decir que el máximo coeficiente de inversión y por lo tanto el máximo crecimiento, para el coeficiente de ahorro  $s$  y coeficiente de importaciones  $m$  dados, se obtiene haciendo que el coeficiente de inversión se igual al coeficiente de ahorro y el coeficiente de exportación se iguale al coeficiente de importación.

En las economías que no tienen problemas crónicos de balanza de pagos las autoridades manejan el tipo de cambio, la política monetaria y otros instrumentos de política económica de modo de lograr que las exportaciones alcancen el valor  $x_0$ .

Tomando en cuenta (8) y (12), en las condiciones de máxima inversión

$$g_{max} = as \quad (13)$$

O sea, el crecimiento máximo, el que se logra cuando  $x = x_0$ , es igual al producto del coeficiente de ahorro  $s$  y productividad de capital  $a$ .

Pero la característica principal de las EPD es precisamente su dificultad para lograr y mantener el coeficiente de exportación  $x_0$  necesario para evitar la restricción externa. Según ya se ha señalado, en dichas EPD, debido a las limitaciones de oferta, el crecimiento de las exportaciones primarias generalmente es más lento que el crecimiento alcanzado por la industria en sus períodos de expansión. Las exportaciones industriales, al no contar con un esquema de incentivos que les permita compensar la desventaja de su precio en el mercado mundial, o no se concretan o, en el mejor de los casos, también crecen más lentamente que la producción industrial para el mercado interno. De allí, según lo ya anticipado, el crónico atraso de la producción de divisas frente a sus necesidades.

Supongamos que las exportaciones totales llegan nada más que al valor  $x_d$  del gráfico 3, inferior al  $x_0$  que sería necesario para lograr el pleno empleo y el máximo crecimiento  $g_{max}$  del punto  $P_0$ .

En estas condiciones la inversión queda limitada a  $i_d$  y el grado de ocupación de la capacidad productiva desciende hasta  $u_d$ .

$$u_d = \frac{i_d + x_d}{s + m} < 1 \quad (14)$$

tal como se aprecia en el gráfico 4.

En base a la (10) determinemos  $i_d$  en función del  $x_d$ :

$$i_d = \frac{s}{m} x_d \quad (15)$$

Sustituyendo ahora (15) en (14), obtenemos:

$$u_d = \frac{x_d}{m} \quad (16)$$

La conclusión es que en la zona de restricción externa tanto el grado de ocupación de la capacidad productiva  $u$  como el coeficiente de inversión  $i$  y, con él, el coeficiente  $g = ui$ , son proporcionales al coeficiente de las exportaciones  $x$ . De ahí el respaldo a la aseveración de que en las EPD el crecimiento de las exportaciones no es una alternativa al desarrollo del mercado interno sino es una condición para lograr que ese desarrollo se opere.

Para una referencia futura también nos conviene expresar los coeficientes correspondientes al punto D en función del faltante de exportaciones con respecto a su valor óptimo ( $x_0 - x_d$ ).

Partiendo de la (10) se llega a (ver Apéndice 1):

$$i_d = s - \frac{s}{m} (x_0 - x_d) \quad (17)$$

La expresión (17) junto con la (12) nos dice que, cuando el faltante de exportaciones  $x_0 - x_d = 0$  la inversión es máxima y es igual al ahorro de pleno empleo  $i_0 = s$ . Cuando aparece la restricción externa  $x_0 - x_d > 0$ , cada dólar faltante disminuye la inversión por el equivalente en moneda nacional de  $\frac{s}{m}$  dólares.

En forma análoga, partiendo de la (14), se llega a (ver Apéndice 2):

$$u_d = 1 - \frac{x_0 - x_d}{m} \quad (18)$$

La expresión (18) nos dice que, cuando el faltante de exportaciones  $x_0 - x_d = 0$  el producto  $Y$  equivale al producto potencial de pleno empleo  $Y_0 = 1$ . En cambio cuando aparece la restricción externa  $x_0 - x_d > 0$ , por cada dólar de divisas faltante el producto disminuye en el equivalente de  $\frac{1}{m}$  dólares en moneda nacional.

Computando el efecto conjunto de la (17) y de la (18) y manteniendo por ahora la hipótesis del coeficiente de importación marginal igual al promedio, en Argentina, donde  $m = 0,1$  y  $s = 0,2$ , cada dólar faltante en divisas provoca una pérdida del producto de unos 10 dólares en moneda nacional, estando incluida en esta pérdida una merma de capacidad de inversión equivalente a 2 dólares en moneda nacional 15/.

### 3) La mecánica de la restricción externa

Veamos ahora los mecanismos mediante los cuales la insuficiencia de divisas restringe la producción y la inversión. El caso más simple es el que se presenta habiendo un régimen de restricciones cuantitativas a las importaciones. En este caso la insuficiencia de divisas se traduce en una insuficiencia de insumos y bienes de capital esenciales, la que limita la producción en un nivel de subutilización de la capacidad productiva  $u_d < 1$ .

Un caso mucho más complejo y por lo tanto mucho más difícil de visualizar se da cuando no existen restricciones cuantitativas a la importación y la caída de actividad se induce por vía de una deliberada disminución de la demanda agregada que provoca el Banco Central mediante una restricción de créditos y una elevación de tasas de interés. La justificación que se esgrime normalmente en estos casos es que la economía está "recalentada" y hay que eliminar el "exceso" de demanda para evitar la inflación. La idea que se quiere transmitir con las palabras "recalentada" y "exceso" es que la demanda empuja a la economía hacia el punto  $Z$  (gráfico 4) el que, al superar el límite dado por la recta  $AB$  de pleno empleo, no es viable por ser inflacionario.

Si esa fuese la razón, la corrección se limitaría a una moderada restricción monetaria, necesaria para hacer volver al sistema a la recta  $AB$  de pleno empleo y no habría motivos para una recesión. Sin embargo, las políticas monetarias restrictivas que se adoptan en la práctica en las EPD suelen llevar a la economía muy a la izquierda de la recta  $AB$ , o sea habitualmente son fuertemente recesivas. Esto se debe a que el verdadero "recalentamiento" que motiva estas políticas restrictivas se produce generalmente en los puntos como el  $Z_0$ , situados a la izquierda de la línea  $AB$  y por ello de una demanda insuficiente desde el punto de vista del empleo de la capacidad productiva. Esta demanda se puede considerar "excesiva" únicamente por encontrarse  $Z_0$  debajo de la recta  $OP_0$  que marca la restricción externa. O sea, resulta "excesiva" frente a la oferta de divisas y el objetivo del Banco Central es disminuirla desde el punto  $Z_0$  que es recesivo pero todavía no lo suficientemente para adecuarse a la restricción externa, y llevarlo al punto  $D$ , lo suficientemente recesivo para salir de la zona del déficit externo. Este es el verdadero sentido de la habitual política monetaria restrictiva en las EPD: reducir la demanda agregada y con ella el nivel de actividad y el crecimiento a magnitudes compatibles con la restricción externa 16/.

### 4) Inflación Cambiaria

Nos queda por dilucidar otro tema: ¿qué pasa si la economía se ve empujada hacia un punto como el  $Z$  sin que el gobierno tome medidas restrictivas directas en materia de divisas y sin que emprenda una política monetaria restrictiva? En este caso la demanda de divisas supera la oferta y una vez que se agotan las reservas la demanda excedente induce una devaluación.

Se supone que esta devaluación tendría que actuar estimulando las exportaciones y la sustitución de importaciones, restableciendo el equilibrio interno.

Pero en las EPD, por la rigidez de las exportaciones primarias, por la habitual insuficiencia - o inexistencia - de incentivos para la exportación de una industria nacida como sector sustitutivo de impor-

taciones con precios que generalmente no son competitivos con los internacionales, y además, por las limitaciones de la política sustitutiva, tanto las importaciones como las exportaciones a corto plazo son inelásticas. Esto significa que para restablecer al equilibrio interno se necesitan devaluaciones muy grandes. Estas devaluaciones, a su vez, elevan fuertemente los costos y precios internos y traen una redistribución de ingresos en desmedro de los asalariados y de aquellas empresas industriales y de servicios que trabajan para el mercado interno. La reacción de estos sectores, que procuran reconquistar los ingresos perdidos, vuelve a elevar los costos y los precios internos, sumando su efecto alcista a aquel ya provocado por la devaluación. Surge así un complejo proceso de inflación recesiva, originada en los desequilibrios de la balanza de pagos en las EPD y realimentado por el efecto adicional de la puja por los ingresos que desencadena.

Esta inflación, que describió Marcelo Diamand dándole el nombre de "inflación cambiaria" 17, se distingue de la inflación de demanda por el hecho de nacer en un punto recesivo como el Z0 18 en el cual la demanda específica de divisas supera su oferta específica sin que la demanda agregada supere la oferta global. Es ese desbalance específico de divisas el que obliga a la devaluación e impulsa una lucha por la recuperación de los ingresos.

Si la política monetaria es permisiva y la cantidad de dinero y de crédito se adecúa a los nuevos costos y precios, éstos suben a la par de la devaluación y desaparece su efecto equilibrante sobre el sector externo. Se hace necesario entonces devaluar nuevamente y todo el ciclo se repite.

En estas condiciones el fenómeno inflacionario se vuelve imparable y lleva a una hiperinflación. Por ello, tarde o temprano, después de una fuerte devaluación los gobiernos en las EPD terminan adoptando políticas monetarias restrictivas, al estilo de los planes de estabilización del FMI, las que, tal como ya hemos visto, permiten estabilizar la economía en algún punto recesivo como lo es el D 19.

De modo que para llegar de Z0 a D existen dos caminos posibles. Uno es el directo en el que la disminución de la demanda se induce mediante una restricción monetaria.

El otro, el indirecto, se inicia con una fuerte devaluación, involucra una redistribución regresiva de ingresos, provoca una puja intersectorial por la reconquista de los ingresos perdidos y causa una suba generalizada de costos y precios internos que tiende a neutralizar los efectos de estímulo de la devaluación sobre las exportaciones y sobre la sustitución de importaciones. Finalmente se llega a una inevitable restricción monetaria, impuesta a veces en forma activa por el gobierno pero más frecuentemente implantada en forma pasiva, al rehusarse las autoridades a ampliar la circulación monetaria para adecuarla a los nuevos precios. Como epílogo el sistema vuelve nuevamente al punto D o por lo menos a su vecindad.

Sin embargo es importante señalar que los efectos finales no son exactamente los mismos. El primer tipo de ajuste no involucra cambios de precios relativos (únicamente a través del aumento de cargas financieras) y por lo tanto a corto plazo no es inflacionario. En cambio es muy fuertemente recesivo ya que el único instrumento que utiliza para mantener el equilibrio externo es la caída de actividad.

El segundo tipo de ajuste involucra una tentativa de cambiar los precios relativos a favor de la producción exportable o importable. Aunque, debido a las resistencias sociales, el cambio que se logra es siempre mucho menor que el buscado, lo poco que se consigue en este sentido ayuda a equilibrar las cuentas externas haciendo posible mantener el equilibrio de balanza de pagos con una recesión menos profunda que en el caso anterior. Sin embargo, esta ventaja se paga con una puja por los ingresos y con un fuerte efecto inflacionario. El agravante es que dicha puja adquiere un componente inercial por el cual la inflación persiste aún cuando el desequilibrio externo haya quedado superado y el gobierno haya desistido de las tentativas de forzar cambios ulteriores de los precios relativos.

### CAPITULO III

#### CAPITALES EXTRANJEROS EN SU DOBLE ROL

##### 1) Capitales Extranjeros en su Rol de Divisas

Introduciendo ahora el aporte de capitales extranjeros F, la ecuación de la balanza de pagos toma la forma de:

$$B = X \cdot M + F \quad (19)$$

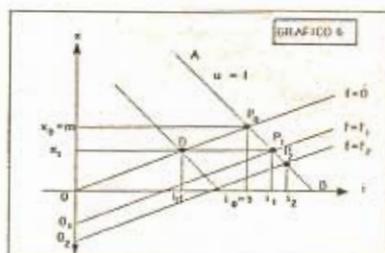
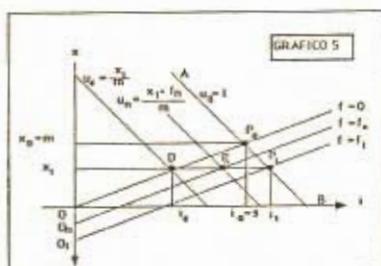
Postulando  $B = 0$ , definiendo  $f = \frac{F}{Y_0}$  y operando del mismo modo como se hizo con la ecuación de balanza de pagos sin el aporte de capital, se llega a (ver Apéndice 3):

$$i = \left(\frac{s}{m}\right)x + \left(\frac{s}{m}\right)f + f \quad (20)$$

o bien,

$$x = \left(\frac{m}{s}\right)i - \left(\frac{m}{s}\right)f - f \quad (20 a)$$

De este modo la recta  $OP$  de los gráficos (3) y (4), representativa de la ecuación de balance de pagos sin aportes de capital, se transforma en una familia de rectas paralelas del gráfico (5), cada una de ellas correspondiente a un cierto aporte de capital  $f_n$ .



Partamos nuevamente de la situación en la que las exportaciones están limitadas en el valor  $x_1 < m$ , por debajo del valor  $x_0 = m$ , necesario para llegar al pleno empleo  $u = 1$ . Supongamos para empezar que no hay aportes de capital, o sea que  $f = 0$ .

En este caso estará vigente la restricción externa y, tal como muestra el gráfico 5, el límite del funcionamiento del sistema estará dado por el punto recesivo  $D$ , determinado por la intersección de la recta  $OP_0$  con la recta  $x_1P_1$ . Este punto  $D$ , en virtud de la (20), quedará caracterizado por:

$$i_d = \left(\frac{s}{m}\right)x_1 \quad (21)$$

Por otra parte, de acuerdo a la (16), el nivel de empleo  $u_d$  que le corresponderá será:

$$u_d = \frac{x_1}{m} < 1 \quad (22)$$

Supongamos ahora un ingreso de capitales  $f > 0$ . A medida que vayan afluyendo, la recta  $OP_0$ , representativa de la ecuación de balance de pagos del gráfico 5 para  $f = 0$ , se irá desplazando en forma paralela a sí misma hacia abajo hasta  $OP_n$  y el punto límite  $D$  se irá corriendo hacia la derecha sobre  $x_1P_1$  hasta  $P_n$ . El nivel de empleo pasará a estar dado por (ver Apéndice 4):

$$u_n = \frac{x_1 + f_n}{m} \quad (23)$$

La restricción externa quedará eliminada cuando se logre  $u = 1$ , equivalente a

$$\frac{x_1 + f_n}{m} = 1$$

con lo cual se cumplirá

$$x_1 + f_n = m \quad (24)$$

En otras palabras, la restricción externa desaparecerá cuando la suma de las exportaciones y de las entradas de capital se haga igual a las importaciones correspondientes al pleno empleo. Viéndolo en el gráfico 5, la superación de la restricción externa se producirá cuando  $f = f_1$  tal que desplace la recta de balance de pagos  $OP_0$  hasta  $O_1P_1$  y haga coincidir el punto D con el punto  $P_1$ . De acuerdo con la (20) la inversión correspondiente a  $P_1$  será:

$$i_1 = \frac{s}{m} x_1 + \frac{s}{m} f_1 + f_1 \quad (25)$$

Veamos ahora qué es lo que gana en términos de crecimiento una EPD con restricción externa al obtener un aporte de capital  $f$  y cómo lo gana. Analicemos el caso del aporte  $f_1$  que nos permitió llevar la economía desde el punto recesivo D correspondiente a

$$u_d = \frac{x_1}{m} < 1 \quad (26)$$

hasta el punto  $P_1$ , correspondiente al pleno empleo

$$u_0 = \frac{x_1 + f_1}{m} = 1 \quad (27)$$

dando lugar así a un crecimiento por vía de la reactivación de la capacidad productiva ya existente. A este crecimiento del producto por vía de reactivación lo llamaremos  $g_r$  para distinguirlo así de  $g$ , que denotará el crecimiento de la capacidad productiva y que, por lo tanto, implicará necesariamente nuevas inversiones.

$$g_r = u_0 - u_d \quad (28)$$

Sustituyendo por la (27) y por la (26)

$$g_r = \frac{f_1}{m} \quad (29)$$

Si mantenemos la hipótesis del coeficiente promedio  $m$  similar al argentino  $m = 0,1$  e igual al marginal, el crecimiento por reactivación será  $g_r = 10f$  o sea, en este caso, por cada dólar de capitales externos la economía quedaría reactivada en un equivalente de 10 dólares de producción interna 20.

La capacidad de los capitales extranjeros de conseguir un aumento de producción o evitar su caída por un efecto recesivo, en magnitudes mucho mayores que la del aporte realizado, no tiene nada que ver con su capacidad de remediar una insuficiencia del ahorro nacional, sino que se deriva de su carácter de divisas, no compartido por este ahorro nacional.

Esto se desprende claramente de la (23) la que permite ver que, a los fines de determinar el grado de utilización de la capacidad productiva o eliminar la restricción externa, los aportes de capital  $f$  son intercambiables en forma indistinta con  $x$ , o sea funcionan en forma igual que las divisas provenientes de las exportaciones 21.

## 2 El Efecto Indirecto y el Directo de los Capitales Extranjeros Sobre la Inversión

La contribución de los capitales externos  $f$  al crecimiento no se agota con su efecto reactivante

$$g_r = \frac{f}{m}$$

Dichos aportes también permiten incrementar las inversiones y con ellas acelerar el crecimiento de la capacidad productiva  $g = \alpha i$ , donde  $\alpha$  es la productividad del capital. El incremento de  $g$  que se opera al pasar

el sistema desde D hasta P<sub>1</sub> gracias al aporte f<sub>1</sub> se determina comparando las respectivas inversiones

$$\Delta g = a(i_1 - i_0) \quad (30)$$

Sustituyendo la (25) y la (21) en la (30) obtenemos

$$\Delta g = a \left( \frac{s}{m} f_1 + f_1 \right) \quad (31)$$

La ecuación (31) muestra que la contribución del capital extranjero a las inversiones y por ello al crecimiento de la capacidad productiva tiene dos componentes que se pueden ver en el gráfico 6.

El primero, el  $\frac{s}{m} f_1$ , que corresponde al segmento  $i_0 - i_1$ , es el aumento del ahorro propio que se opera gracias a la reactivación  $\frac{s}{m} f_1$  posibilitada por el f<sub>1</sub>. O sea, el aumento de las inversiones en este caso sobreviene también como un efecto de la reactivación. Aunque el capital extranjero contribuye a esta reactivación lo hace en su rol de divisas y no de ahorros.

Recién el segundo componente de la (31), el f<sub>1</sub>, que corresponde al segmento  $i_1 - i_0$ , es el capital extranjero que aparece como capital propiamente dicho, o sea como una fuente de ahorro externo que reemplaza o complementa al ahorro interno.

Resumiendo, en las EPD sueltas a la restricción externa los capitales extranjeros actúan en dos roles. En el rol de divisas compensan la insuficiencia de exportaciones, por un lado posibilitando la reactivación y por el otro acelerando el crecimiento de la capacidad productiva g mediante el ahorro adicional generado por esta reactivación. Simultáneamente, en el rol de ahorro, suplen la eventual insuficiencia de ahorro nacional.

Mientras rige la restricción externa, el aporte de capitales extranjeros al crecimiento en su rol de divisas es mucho más significativo que su aporte en el rol de ahorros. En primer lugar, porque hace viable el aumento de la producción originado en la reactivación. En segundo lugar, porque su contribución indirecta a la formación de ahorros por sí sola suele superar su contribución directa. Así, por ejemplo, suponiendo coeficientes de ahorro y de importaciones similares a los históricos en Argentina, s = 0,2 y m = 0,1, la contribución indirecta de los aportes externos al ahorro nacional a través de la reactivación, que se origina en su rol de divisas, sería del orden del doble de su contribución directa como fuente de ahorro.

En definitiva, la característica principal de los capitales extranjeros que motiva su permanente búsqueda por las EPD reside en que tanto los préstamos como los capitales de riesgo del exterior ingresan al país en divisas y, a diferencia de los capitales propios, no sólo son capaces de aportar ahorro externo suplementario, que es su efecto menor, sino que al mismo tiempo tienen el poder de superar la restricción externa.

Cumplido este objetivo y encontrándose el punto limitante en P<sub>1</sub>, los aumentos ulteriores de los f, por ejemplo los que los hacen pasar de f<sub>1</sub> a f<sub>2</sub>, - situación del gráfico 6 - pierden el efecto multiplicador que les daba su carácter de divisas y de allí en adelante actúan contribuyendo al crecimiento únicamente en su rol menos importante de capitales.

En efecto, en este caso el ingreso de f se manifiesta en el gráfico 6 como un desplazamiento de la recta O<sub>1</sub>P<sub>1</sub> en forma paralela a sí misma hacia abajo, hasta O<sub>2</sub>P<sub>2</sub>. El punto de funcionamiento óptimo P<sub>1</sub> se correrá sobre el segmento P<sub>1</sub>P<sub>2</sub> desde P<sub>1</sub> hasta P<sub>2</sub> haciendo que la inversión i<sub>1</sub> aumente hasta i<sub>2</sub>.

Veamos cuál es la contribución de f al crecimiento en este trayecto. Reordenando la (20) en forma de  $i = \frac{s}{m}(x + f) + f$  y, por ser u = 1, en virtud de la (24), sustituyendo (x + f) por m, obtenemos:

$$i = s + f \quad (32)$$

Multiplicando la (32) por el coeficiente capital-producto a se llega a la expresión Harrod-Domar:

$$g = a(s + f) \quad (33)$$

que corresponde al máximo crecimiento obtenible en una economía abierta sin restricción externa, en la que el aporte de capitales del exterior actúa en forma equivalente al aumento del ahorro interno.

Pero mientras persiste la restricción externa los capitales extranjeros cumplen una función más importante, para la cual no son reemplazables por los capitales nacionales, que consiste en ofrecer una vía rápida y aparentemente indolora tanto para incrementar el producto y la capacidad productiva por efecto de la reactivación, como - y esto suele ser mucho más urgente - para evitar las catastróficas caídas del producto cuando el sector externo entra en crisis.

### 3. El Carácter Acumulativo del Endeudamiento Externo

A pesar de su aparente atractivo, el uso de los aportes  $f$  en su rol de divisas para eliminar la restricción externa, no es más que un paliativo que a la larga empeora el problema. Los capitales  $f$ , cuando se los utiliza para reactivar la economía, no actúan como un aporte al stock de capital el que, una vez realizado, podría asegurar que de ahí en adelante la producción por lo menos se establezca en el nivel alcanzado. Todo lo contrario: constituyen un flujo que debe ser mantenido permanentemente, año tras año, so pena de recaer en la recesión y retroceder. Su función es, por un lado, compensar el déficit estructural  $x < m$  que tiende a aumentar con el crecimiento de la economía y, por el otro, compensar el déficit originado en los intereses y otras cargas financieras acumulativas a que da lugar su ingreso.

Dado que los flujos unidireccionales que no generan su propia capacidad de repago crecen de acuerdo a la fórmula de interés compuesto y siempre terminan cortándose, el epílogo acostumbrado es una crisis de balanza de pagos más aguda que la que se quiso remediar, con todas las deformaciones internas ya descriptas.

Este desenlace se puede evitar únicamente mediante medidas que aprovechen el respiro ofrecido por los capitales externos para crear la capacidad correspondiente de repago. Contrariamente a lo que se cree, para ello no basta darle el uso reproductivo al capital extranjero en términos de recursos en general. Como la restricción se opera en divisas, es necesario aumentar la capacidad de generación de divisas, tanto en forma directa, orientando la política económica a incrementar las exportaciones, como indirectamente, bajando el coeficiente de importaciones.

El país latinoamericano que más se acercó a este uso racional de los capitales ha sido Brasil. Aunque no pudo evitar la acumulación de la deuda externa, supo reforzar su sector externo lo suficiente como para haberle dado por muchos años estabilidad a su proceso de crecimiento. En cambio, uno de los países que se acercó menos al objetivo, dilapidando los aportes externos, ha sido Argentina. En efecto, Argentina, aún en los mejores casos, utilizó los fondos recibidos como un mero parche al estrangulamiento externo, que permitía postergar la crisis de balanza de pagos de turno. En los peores casos, tal como ha sucedido en la gestión 1976-81, estos fondos se usaron para financiar en divisas una política "eficientista" de apertura de importaciones 22/.

De cualquier modo, ambos países aunque con distintos antecedentes recientes en materia de crecimiento, igual que otros países de la región hoy enfrentan una clara restricción a su crecimiento y al nivel de actividad, originada fundamentalmente en el peso de los intereses de sus deudas externas.

## CAPITULO IV

### EL COLAPSO DE LOS CICLOS DE ENDEUDAMIENTO Y EL AGRAVIAMIENTO DE LA RESTRICCIÓN EXTERNA

#### 1. Reversión del Flujo de Capitales

Según vimos, salvo excepciones los procesos de endeudamiento no se utilizan para subsanar la tendencia a los desequilibrios externos, que fue la que impulsó dicho endeudamiento. Incluso a menudo la refuerzan, mediante políticas de apertura "sancionadora". Dado que el desequilibrio de base persiste, el pago de los intereses se cumple únicamente gracias a la entrada de capitales frescos que engrosan cada vez más el stock de la deuda y aumentan la necesidad de nuevos capitales. Este proceso, frecuentemente acompañado de persistentes atrasos del tipo de cambio frente a los costos, utilizado como instrumento de atracción de capitales, con el tiempo se vuelve extremadamente inestable y hasta cualquier desencadenante momentáneo para provocar el colapso del esquema 23/. Cuando éste ocurre, la entrada de capitales se detiene y aparece con todo su

peso la carga de los intereses de la deuda acumulada.

Esta a su vez involucra dos efectos. Por un lado empeora la situación de la balanza de pagos obligando a un proceso de ajuste generalmente recesivo y disminuye el nivel de empleo, con lo cual baja tanto el consumo como la capacidad de generar ahorro. Al mismo tiempo la disponibilidad de ahorro para la inversión baja adicionalmente, por la movilización de recursos internos involucrada en el pago de los intereses.

El primero es el efecto divisas de la deuda externa, el segundo es el efecto ahorros.

## 2. Condiciones del Equilibrio Interno

En primer lugar, denominaremos  $R$  la salida de divisas correspondiente a los intereses del endeudamiento externo. La presencia de intereses nos obliga a operar con el concepto de ingreso nacional  $Y_n$ , como distinto del ingreso doméstico  $Y$ , siendo  $Y_n = Y - R$ .

Dado que:

$$Y = C + I + X - M \quad (34)$$

Resulta:

$$Y_n = C + I + X - M - R \quad (35)$$

En segundo lugar debemos aclarar la relación entre el consumo  $C$  y el nivel de ingreso  $Y$ . En el análisis anterior habíamos estipulado que el consumo es proporcional al ingreso doméstico

$$C = cY \quad (36)$$

Partiendo de la (36), tomando en cuenta la (35) y sustituyendo  $Y_n$  por  $Y - R$ , se llega a la expresión

$$u = \frac{x + i}{m + s} \quad (6),$$

la misma a la que se había llegado para una situación sin pago de intereses.

## 3. La Restricción Externa a Raíz del Pago de Intereses

El equilibrio de balanza de pagos, con el supuesto de pago de intereses al exterior sin ingreso de capitales nuevos ( $F = 0$ ) y suponiendo reservas constantes significa que:

$$X - mY - R = 0 \quad (38)$$

con lo cual, dividiendo por  $Y_0$  y definiendo  $r = \frac{R}{Y_0}$  resulta:

$$x - mu - r = 0 \quad (39)$$

Reemplazando  $u$  por su valor -ecuación (6) -, resulta (ver Apéndice 5):

$$x = \frac{m}{s} i + \frac{m}{s} r + r \quad (40)$$

o bien

$$i = \frac{s}{m} x - \frac{s}{m} r - r \quad (41)$$

Tal como se ve en el gráfico 7 la representación de la ecuación (40) está dada por la recta  $O_1 - P_1$ .

Supongamos una economía como la argentina la que, a costa de un prolongado estancamiento e incluso retroceso del sector industrial, principal consumidor de divisas, ha mejorado a tal punto la situación de su sector externo que hoy, si no tuviera que pagar intereses, podría mantener equilibrada su balanza de pagos en cuenta corriente, con la capacidad productiva ocupada a pleno. De acuerdo con el gráfico 7, esto equivale a suponer como punto de partida un nivel de exportaciones  $X_0$  tal que, en ausencia de intereses, permito alcanzar el punto  $P_0$ , situado sobre la recta  $u_0 = 1$  y caracterizado por exportaciones  $x_0 = m$  e inversión  $i = i_0$ .

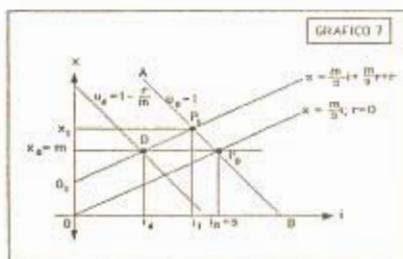
La reintroducción del pago de intereses al exterior hace operar nuevamente la restricción externa, cuya recta representativa  $OP_0$  se desplaza hacia arriba paralelamente a sí misma a valores positivos de  $x$  hasta llegar para  $i = 0$  a un desplazamiento con respecto al origen igual a  $\frac{m}{s}r + r$  o sea opuesto y simétrico al desplazamiento que tenía por la afluencia de capital  $f$ , tal como se desprende de la comparación entre la (40) y la (20 a).

Partiendo de la (41), poniendo  $x = x_0$  y recordando que  $x_0 = m$ :

$$i_d = s - \frac{s}{m}r - r \quad (42)$$

Retomando la (6), sustituyendo  $i$  por la (42) y simplificando se llega a (ver Apéndice 6):

$$u_d = 1 - \frac{r}{m} \quad (43)$$



Esto quiere decir que por el efecto de la restricción externa el coeficiente de utilización de la capacidad productiva se reduce desde  $u_0 = 1$  hasta  $u_d = 1 - \frac{r}{m}$ .

Simultáneamente, la inversión cae desde  $i_0 = s$  para el punto  $P_0$  hasta  $i_d = s - r - \frac{s}{m}r$ .

La expresión (42) refleja un doble efecto restrictivo sobre el ahorro disponible; una caída igual a  $r$  por efecto de la movilización de recursos reales a expensas del ahorro nacional para el pago de intereses, se ve acompañada por una caída adicional de ahorro  $\frac{s}{m}r$  por el efecto de subutilización de recursos a causa de una insuficiencia de divisas. La primera es la brecha de ahorros que se abre por el efecto de la deuda externa. La segunda representa el efecto de la brecha de divisas ( $x_1 - x_0$ ).

#### 4. La Controversia Efecto Divisas Versus Efecto Ahorro

Hasta aquí nos hemos referido varias veces a las controversias relacionadas con la deuda externa. Aclaremos el tema. La aparición de una doble brecha - de ahorro y de divisas - por efecto del endeudamiento externo hace que para pagar los servicios no baste ni el incremento del ahorro nacional por sí solo ni tampoco una balanza externa positiva de bienes y servicios, sino que hacen falta ambas condiciones. Al mismo tiempo, para superar los conflictos entre ellas hace falta saber cuál es el apropiado orden de prioridades y para ello es

esencial establecer cuál es la relación causal que las vincula. Para muchos economistas - entre ellos, a juzgar por sus declaraciones, para una gran parte del equipo económico actual en Argentina - la prioridad debe asignarse al efecto ahorro de la deuda externa o sea a la imposibilidad de alcanzar un determinado nivel de ahorro y de inversión debido a la transferencia de recursos que implica el pago de intereses. Otros, entre los cuales nos contamos nosotros, en base a los elementos de juicio aquí expuestos sostenemos que el orden de prioridades debe ser el inverso, ya que la problemática económica de los países como Argentina se debe en mucho mayor grado a la limitación de la disponibilidad de divisas - o sea a la restricción externa - que al efecto de transferencia de recursos reales que presupone el pago de intereses.

Esta distinta apreciación del problema de ninguna manera es de carácter académico. Se derivan de ella propuestas de política económica francamente contradictorias. En efecto, si el principal impacto negativo del pago de los intereses reside en la transferencia de recursos reales, es poco lo que se puede hacer al respecto desde el punto de vista de las variables controlables internamente, salvo apretarse el cinturón y aumentar el ahorro a costa del consumo y procurar el uso más eficiente de los recursos, o bien dejar de pagar.

En cambio, si el problema principal que crea la deuda externa se debe a su efecto divisas, es perfectamente posible adoptar instrumentos de política económica que podrían mejorar sensiblemente la situación. Una de las formas de hacerlo es aumentar el nivel de las exportaciones y otra es promover la sustitución de importaciones. Ambas actúan concurrentemente para obtener una mayor disponibilidad de medios de pago internacionales, uno en forma directa y otro en forma indirecta.

En particular, dado que las exportaciones primarias por sí solas no alcanzan para resolver el problema, y además dado que la situación mundial no permite edificar todo el futuro sobre ellas, sin perjuicio de que es necesario estimular fuertemente la producción primaria, el gran impulso a las exportaciones debería recaer sobre los productos industriales 24/.

Lamentablemente, conseguir el objetivo exportador industrial partiendo de una EPD implica la necesidad de compensar la menor productividad relativa del sector industrial frente al sector primario que fija el tipo de cambio, a fin de que la industria pueda alinear sus precios con los internacionales. Este objetivo a su vez involucra la necesidad de importantes erogaciones fiscales.

La promoción de la sustitución de importaciones involucra en general la necesidad de una protección adicional que implica el encarecimiento de los productos que se sustituyen, o sea significa una cierta transferencia de ingresos desde la comunidad hacia el sector protegido. Además, cuando se trata de insumos o de bienes de capital, este encarecimiento aumenta los costos de la producción industrial en general y empeora su situación competitiva frente al mercado internacional 25/.

A la luz del diagnóstico en términos de efecto ahorro, las medidas promocionales de exportación o de protección adicional resultan totalmente contraindicadas ya que no parecen resolver nada y en cambio implican la disminución de la disponibilidad de ahorro para la inversión o la disminución de la eficiencia de asignación de recursos o las dos cosas a la vez.

El diagnóstico en términos del efecto divisas, en cambio, permite contraponer estos costos al beneficio de reducir la brecha de divisas y abrir el camino a la reactivación y al crecimiento.

El resto de este trabajo se ocupará de esta relación costo - beneficio.

## CAPITULO V

### PROMOCION DELIBERADA DE LA GENERACION DE DIVISAS Y DEL CRECIMIENTO

Veamos ahora la aplicación de un subsidio o de tipos de cambio especiales para las exportaciones industriales a la luz del análisis en términos de la brecha externa 26/. Dicho análisis se hará en dos etapas. En la primera se evaluarán los efectos de la promoción de exportaciones sin que exista una deuda externa. En segunda instancia se abordará el efecto del subsidio cuando la limitación por divisas se debe al pago de los intereses al exterior.

#### I Subsidios a las exportaciones industriales para eliminar la restricción externa de naturaleza comercial

Comenzaremos definiendo las exportaciones totales como una suma de las exportaciones primarias y las exportaciones industriales.

$$X = X_p + X_i \quad (44)$$

Postulemos que las exportaciones primarias son competitivas internacionalmente y que, para poder darles competitividad a las exportaciones industriales y poder desarrollarlas en forma sostenida, nuestros precios relativos exigen un tipo de cambio diferencial u otro conjunto de beneficios asimilables a un subsidio a una tasa promedio  $h$ . Luego el monto del subsidio quedará definido por

$$hX_i = h(X - X_p) \quad (45)$$

Hasta ahora, en la ecuación básica del equilibrio interno, como rubros que hacen a los gastos internos, hemos tenido en cuenta el consumo y las inversiones. Ahora hay que agregarles también los subsidios. Dado que en todo el desarrollo de las ecuaciones de equilibrio hemos prescindido de la existencia del Estado, para mantener el mismo tratamiento consideraremos que los subsidios constituyen una inversión adicional e intangible, que se agrega a la inversión productiva propiamente dicha y que, tal como sucede en esta última, se financia con el ahorro  $S$ .

Dado que estos subsidios serán aplicables para  $x > x_p$  y proporcionales a  $x - x_p$ , obtenemos:

$$Y = C + I + X - M + h(X - X_p) \quad (46)$$

Recordando que  $M = mY$ , que  $C = cY$  y que  $s = 1 - c$  y reemplazando obtenemos:

$$Y = \frac{I + X + h(X - X_p)}{s + m} \quad (47)$$

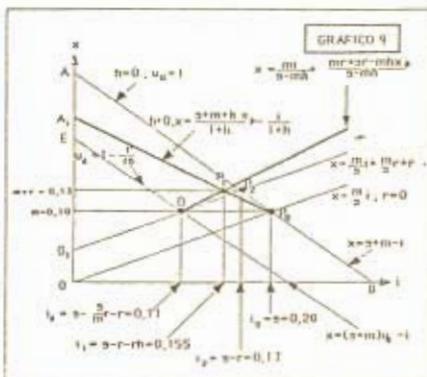
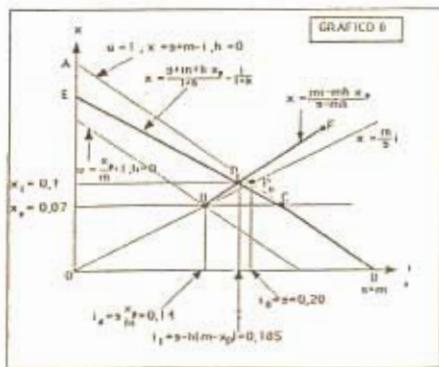
Repitiendo ahora el procedimiento de dividir por  $Y_0$  y reemplazando los valores obtenidos por

$$i = \frac{I}{Y_0}, \quad x = \frac{X}{Y_0}, \quad x_p = \frac{X_p}{Y_0}$$

se deduce:

$$u = \frac{i + x + h(x - x_p)}{s + m} \quad (48)$$

Si las exportaciones totales  $x$  son iguales a las exportaciones primarias  $x_p$  entonces  $x - x_p = 0$  y la ecuación (48) resulta idéntica a la (6). Pero si fijamos un  $h$  distinto de 0, tal que genere las condiciones para las exportaciones industriales de un volumen necesario, pasamos del gráfico 7 al 8, haciendo que la frontera de posibilidades, limitada hasta ahora por la recta  $AB$  cambie a partir del punto  $x = x_p$  en el cual comienza el otorgamiento de los subsidios.



Tal como puede observarse en el gráfico 8, la recta AB se quiebra en el punto C, a partir del cual nace la recta CE, de una pendiente distinta que la de la recta AB.

La ecuación de esta recta CE, que rige para  $x > x_p$ , siendo que  $h$  se fija de modo de utilizar toda la capacidad productiva, o sea  $u = 1$ , es

$$x = \frac{s + m + h x_p}{1 + h} + \frac{i}{1 + h} \quad (49)$$

y su empalme con la AB se produce en el punto C correspondiente a  $x = x_p$  (exportaciones totales iguales a las primarias).

Veamos ahora cómo queda afectada por el subsidio  $h$  la ecuación de la restricción externa. Para ello partimos de

$$x = mu \quad (9)$$

Sustituycamos el  $u$  por su valor en función de  $i$  teniendo presente que la función (9) cambia su definición para la  $x = x_p$ . Por ello habrá que sustituir en dos tramos por separado. Para el tramo  $x \leq x_p$  correspondiente al OD del gráfico 8, utilizamos la relación (6) y llegamos a la ecuación

$$x = \frac{m}{s} i \quad (10)$$

la misma que sin subsidio. En cambio para el tramo  $x \geq x_p$  tenemos que sustituir  $u$  de la (48) en (9), obteniendo la ecuación de la recta DP<sub>1</sub> (ver Apéndice 7):

$$x = \frac{m i - m h x_p}{s - m h} \quad (50)$$

la que empalma con la (10) en el punto D, caracterizado por  $x = x_p$ ;  $i_d = \frac{s}{m} x_p$ ;  $u = \frac{x_p}{m}$ , la primera relación por hipótesis y la segunda y la tercera por (15) y (16) respectivamente. A partir de este punto la recta de restricción por divisas se quiebra hacia la izquierda.

La frontera de funcionamiento del sistema es ahora el punto P<sub>1</sub>, determinado por la intersección EC y DF. Resolviendo el sistema de ecuaciones (48) y (50) (ver el Apéndice 8), obtenemos:

$$x_1 = m$$

$$i_1 = s - h(m - x_p) \quad (51)$$

La (51) muestra que en ausencia de entrada de capitales la máxima inversión alcanzable eliminando la restricción externa mediante un subsidio a la exportación es igual al ahorro de pleno empleo  $s = i_0$  menos el monto de dicho subsidio.

¿Cuáles han sido los efectos de aplicar el subsidio  $h$ ? Tal como se observa en el gráfico 8, el sistema, a causa de la restricción por divisas, se encontraba en el punto D, con exportaciones  $x = x_p$ , con un grado de ocupación  $\frac{x_p}{m} < 1$  y con las inversiones  $i_d = \frac{s}{m} x_p$ . El aumento de exportaciones hasta el valor  $x_1$  gracias al subsidio  $h$  permite movilizar la capacidad existente y llevar al sistema al punto P<sub>1</sub> de pleno empleo  $u = 1$  haciendo crecer la producción por este solo hecho en  $g_r = 1 - \frac{x_p}{m}$ . Al mismo tiempo este incremento de la producción permite aumentar la inversión desde  $i_d$  hasta  $i_1$ :

$$\Delta i = i_j - i_d = s \left( 1 - \frac{x_p}{m} \right) - h(m \cdot x_p) \quad (52)$$

La (52) nos dice que el incremento de la inversión es igual al incremento del ahorro originado en la reactivación menos el subsidio necesario para obtener dicha reactivación.

Ahora bien, definiendo el déficit comercial  $\Delta x = m - x_p$ , la expresión (52) se puede reformular como

$$\Delta i = i_j - i_d = \left( \frac{s}{m} \cdot h \right) \Delta x \quad (53)$$

Se deduce que, mientras  $h < \frac{s}{m}$ , la aplicación del subsidio posibilita no sólo el aumento del producto por reactivación sino también el incremento del ahorro y de la consecuente inversión.

Llegamos así a una consecuencia práctica de todo el análisis anterior. En una situación de limitación por divisas la canalización de una parte del ahorro a la promoción de la generación de divisas no sólo permite reactivar la economía, volver a la plena ocupación y aumentar el consumo sino que al mismo tiempo amplía la disponibilidad de ahorro y con ella el volumen de inversión posible.

Enseguida veremos hasta qué grado esta conclusión, demostrada hasta ahora para una limitación por divisas del tipo comercial y sin endeudamiento externo, sigue valiendo para una limitación por divisas originada en el endeudamiento externo. Pero previamente analizaremos un ejemplo numérico. Los parámetros adoptados son similares a los correspondientes a la economía argentina, con la salvedad de que la subutilización de la capacidad productiva está exagerada deliberadamente para poder visualizar así mejor las relaciones involucradas.

TABLA I

|   | Promoción de Exportaciones |                  |                  |                  |                  |                  |
|---|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|   | Tabla A $r = 0$            |                  |                  | Tabla B $r > 0$  |                  |                  |
|   | $x_p < m$<br>h=0           | $x_p = m$<br>h=0 | $x_p > m$<br>h=0 | $x_p < m$<br>h=0 | $x_p = m$<br>h=0 | $x_p > m$<br>h=0 |
|   | 1                          | 2                | 3                | 1                | 2                | 3                |
| Coefficiente de Importación $m$                                 | 0,10                       | 0,10             | 0,10             | 0,10             | 0,10             | 0,10             |
| Coefficiente de Ahorro $s$                                      | 0,20                       | 0,20             | 0,20             | 0,20             | 0,20             | 0,20             |
| Exportaciones Primarias $x_p$                                   | 0,07                       | 0,07             | 0,10             | 0,10             | 0,10             | 0,13             |
| Exportaciones Totales $x$                                       | 0,07                       | 0,10             | 0,10             | 0,10             | 0,11             | 0,13             |
| Exportar a crédito comercial de plaza exterior $ax = s \cdot m$ | -0,03                      | 0,00             | 0,00             | 0,00             | 0,03             | 0,03             |
| Intereses $r$   | 0,00                       | 0,00             | 0,00             | 0,01             | 0,01             | 0,01             |
| Tasa de Subsidio $h$  | 0,00                       | 0,50             | 0,00             | 0,00             | 0,50             | 0,00             |
| Ocupación $u$   | 0,70                       | 1,00             | 1,00             | 0,70             | 1,00             | 1,00             |
| Consumo $c$   | 0,56                       | 0,60             | 0,60             | 0,56             | 0,60             | 0,60             |
| Inversión $i$   | 0,14                       | 0,155            | 0,20             | 0,11             | 0,155            | 0,17             |

Las cifras están volcadas tanto en el gráfico 8 como en la parte A de la Tabla I correspondiente a la limitación por divisas originada en el déficit comercial.

En las columnas 1, 2 y 3 de dicha parte A se comparan tres situaciones. La primera está caracterizada por  $x_p < m$ , sin los subsidios que permitirían exportar productos industriales. La segunda corresponde también a  $x_p < m$ , pero esta vez con los subsidios necesarios para eliminar la restricción por divisas y llegar a  $u = 1$ . La tercera corresponde a un sistema ideal en el cual la limitación se elimina sin necesidad de subsidios, por el sólo crecimiento de exportaciones primarias  $x_p$  hasta  $m$ .

Los últimos tres renglones de la Tabla I A permiten comparar los resultados en materia de ocupación, consumo e inversión en base a la aplicación del subsidio  $h$ . La magnitud de 0,5 para  $h$  como un valor promedio en el caso argentino es deliberadamente exagerada a fin de demostrar el beneficio del procedimiento

en condiciones más desfavorables.

La comparación entre la columna 1 y la columna 2 muestra el beneficio del procedimiento de ajuste externo basado en el subsidio frente al ajuste ortodoxo basado en una caída de actividades. La comparación de la columna 2 con la 3 permite determinar el costo del ajuste basado en subsidios frente a una situación ideal, en la que las exportaciones podrían crecer al precio internacional y sin subsidios, en las cantidades necesarias para evitar la limitación por divisas. Dicha comparación nos permite verificar que el presunto "costo" implícito en la adopción del subsidio es totalmente insignificante frente al beneficio obtenido.

## 2 Subsidios a las exportaciones industriales para eliminar la restricción externa originada en la deuda

Para analizar la aplicación del subsidio en una situación de limitación externa proveniente del endeudamiento mantenemos la hipótesis del gráfico 7 de una balanza comercial equilibrada  $x_0 = m$  y de un déficit externo atribuible únicamente a los intereses  $r$ . Veamos cómo la aplicación de un subsidio  $h$  modifica en estas condiciones la limitación reflejada en el gráfico 7.

Dado que la ecuación que nos informa sobre el grado de utilización de la capacidad productiva no se modifica cuando el pago de intereses al exterior se deduce enteramente del ahorro global, la recta representativa de la frontera de utilización de la capacidad productiva  $u = 1$  será la misma que la del gráfico 8 correspondiente a la aplicación del subsidio a un sistema limitado por divisas a causa de un déficit comercial.

Tal como se desprende del gráfico 9, en el tramo  $BP_0$  esta frontera estará dada por

$$x = s + m \cdot i \quad (7)$$

y para el tramo  $A_1 P_0$  por

$$x = \frac{s + m + hx_p}{1 + h} \cdot \frac{i}{1 + h} \quad (49)$$

Veamos ahora la ecuación de la restricción por divisas. Según se puede ver en el gráfico 9, aquí también la recta de frontera se quiebra. Hasta el punto D - trayecto que todavía no incluye subsidios - rige la expresión limitante (40) del gráfico 7:

$$x = \frac{m}{s} i + \frac{m}{s} r + r \quad (40)$$

con lo cual, para el punto D rige la (42):

$$i_d = s - \frac{s}{m} r - r \quad (42)$$

A partir del punto D la recta de frontera se quiebra y se transforma en (ver Apéndice 9):

$$x = \frac{mi}{s - mh} + \frac{mr + sr - mh x_p}{s - mh} \quad (54)$$

De este modo las ecuaciones (49) y (54) muestran que a partir de  $x = x_p$  tanto la recta de plena utilización de la capacidad productiva como la de restricción externa se quiebran, igual a lo que fue expuesto anteriormente en el gráfico 8. La diferencia consiste en que ahora la restricción externa no se debe al déficit de la balanza comercial sino al déficit en cuenta corriente, que suponemos igual a los intereses pagados.

La resolución del sistema de ecuaciones (49) y (54) nos da los valores a los cuales llega la inversión máxima y las exportaciones necesarias para llegar a ella bajo el supuesto de eliminación de restricción externa gracias al subsidio  $h$ . Estos valores son (ver Apéndice 10):

$$x_1 = m + r \quad (55)$$

$$i_1 = s - h(m + r - x_p) - r \quad (56)$$

Recordando el supuesto  $m = x_p$ , esta ecuación se simplifica:

$$i_1 = s - hr - r \quad (57)$$

La (57) muestra que, igual a lo que se desprende de la (51) para el déficit comercial, para determinar la inversión máxima  $I$  aquí también hay que restar del ahorro de pleno empleo  $s$  el subsidio necesario para eliminar la restricción externa. La diferencia fundamental reside en que en el caso de la (57) hay que restar también los intereses de la deuda que siguen gravitando en su rol de ahorro aún cuando la restricción externa queda eliminada. Sin embargo, el incremento del ahorro y de la capacidad de inversión logrados gracias a la superación de la restricción externa y a la consiguiente reactivación, el que se pone de manifiesto cuando se compara la inversión recuperada con la que se lograría en un punto recesivo como  $i_d$ , es el mismo en ambos casos.

Para visualizar estas relaciones examinemos en detalle el gráfico 9

a)  $i_0 = s$  es la máxima inversión en ausencia tanto de la deuda externa como de entradas y salidas de capital.

b)  $i_2 = s - r$  es la máxima inversión en presencia de intereses  $r$  siempre y cuando sea posible aumentar, sin recurrir a subsidios, las exportaciones hasta  $x_1 = m + r$  de modo de evitar la limitación por divisas y restringir así el impacto de la deuda externa a su efecto ahorro.

c)  $i_d = s - \frac{s}{m}r - r$  es la máxima inversión cuando existe la deuda externa y las exportaciones se mantienen en el valor  $x_p = m$ , sin haber crecido. En esta situación el término  $\frac{s}{m}r$  corresponde a la limitación por divisas mientras que el término  $r$  corresponde a la limitación que ejercen los intereses en su rol de ahorro.

d) Finalmente,  $i_1 = s - hr - r$  es la inversión cuando la limitación externa queda eliminada gracias al subsidio  $h$ .

El efecto beneficioso del procedimiento propuesto sobre la inversión está dado por la diferencia

$$\Delta i = i_1 - i_d = \left( \frac{s}{m} - h \right) r \quad (57 a)$$

Comparando la (57 a) con la (53) vemos que las dos expresiones son idénticas salvo que el déficit comercial  $\Delta x$  de la (53) se ve reemplazado aquí por los intereses  $r$ .

A modo de ejemplo asignaremos valores concretos a los parámetros eligiendo las mismas magnitudes que las que se utilizaron en la tabla IA correspondiente a la limitación comercial. Los resultados figuran en la tabla IB y en el gráfico 9. La primer diferencia con la tabla IA y con el gráfico 8 consiste en que el déficit comercial de pleno empleo  $x$ , postulado en 0,03 ahora desaparece y en lugar de él aparece el déficit  $r$ , de igual magnitud, originado en intereses. La ocupación y el consumo no cambian. Igual a lo que sucede en la tabla IA, mientras no se aplique el subsidio, el nivel de ocupación cae de 1 a 0,7 y cuando éste se aplica vuelve a subir de 0,7 a 1. El consumo también, igual a lo que muestra la tabla IA, cae de 0,80 a 0,56 y recupera su valor al implementarse los subsidios.

Las diferencias reaparecen cuando se compara el último renglón de la tabla IA con el renglón correspondiente de la tabla IB. En primer lugar, la caída de la inversión desde 0,20 hasta 0,14 en el caso A resulta sustancialmente menor que la caída desde 0,20 anterior al endeudamiento, a 0,11 que se produce en el caso B. En segundo lugar la inversión a que se llega después de la recuperación gracias a los subsidios, 0,185 y 0,155 respectivamente, es menor para el B que para el A.

Estas últimas diferencias entre la tabla IA y la IB se deben a que en el caso A (limitación de divisas de naturaleza comercial) la única pérdida de ahorro es la indirecta, a raíz de aquel ahorro que se pierde por la subutilización de la capacidad productiva y esta caída se recupera cuando la economía se reactiva gracias al subsidio y a las exportaciones que éste permite movilizar. El único motivo que queda en este caso para que la

recuperación no sea total es la erogación que demanda el subsidio como tal. En cambio cuando tal como sucede en la Tabla IB, la limitación se origina en los intereses de la deuda, a esta pérdida indirecta de ahorro se le agrega una pérdida directa equivalente a la de los intereses pagados.

Esa diferencia se visualiza también comparando las columnas A3 y B3, en las que por hipótesis se eliminaron las restricciones a las exportaciones y por ello deja de regir la limitación por divisas. Tal como podemos ver, en este supuesto en el caso A3 no hay ninguna caída de inversión. En cambio en el caso B3, aún sin limitación externa, la inversión cae desde 0,20 a 0,17 por la pérdida de recursos reales que implica el pago de intereses.

Resumiendo entonces, en los ejemplos numéricos que se han planteado se ve que el procedimiento de subsidiar las exportaciones industriales permite recuperar totalmente el nivel de ocupación (desde 0,7 a 1,0), recuperar totalmente el consumo (desde 0,56 a 0,80), y aún cuando no totalmente, recuperar una parte importante de la capacidad de inversión, desde 0,14 hasta 0,185 en el caso de la limitación comercial y desde 0,11 a 0,155 en el caso de limitación por endeudamiento externo.

### 3. Subsidios a la sustitución de importaciones

Hasta ahora nos hemos limitado al análisis de la superación de la restricción externa en base al incremento de exportaciones. Pasos concurrentes se pueden dar impulsando un proceso de sustitución de importaciones. Para que se pueda realizar esta sustitución nuestros precios relativos en general imponen la necesidad de una protección 27/. Sin embargo, para poder seguir con el mismo tratamiento analítico que hemos utilizado hasta ahora, basado en subsidios, recurriremos a un artificio, reemplazando la protección por un subsidio equivalente, financiado por el ahorro nacional de la misma manera como supusimos en el caso de las exportaciones. Esto significa que la inversión destinada a la sustitución tendrá dos componentes: uno, la inversión real en la capacidad sustitutiva y dos, la erogación adicional destinada a reemplazar la protección cuya magnitud sería proporcional al valor agregado que se deja de importar. Expresándolo en términos de propensión a importar, el procedimiento implica desviar una parte de ahorro para reducir  $\alpha$ .

En forma análoga a la promoción de exportaciones, en la versión completa de este trabajo se analiza el caso alternativo de la superación de la restricción externa mediante una deliberada promoción de la sustitución de importaciones. Se demuestra que partiendo de una balanza comercial equilibrada y en presencia de una limitación ejercida por el endeudamiento externo, la inversión máxima realizable es igual al ahorro de pleno empleo  $\alpha$  menos los intereses  $\epsilon$  y menos el monto de subsidio necesario para bajar el coeficiente de importaciones en una magnitud suficiente como para superar la restricción externa y volver al pleno empleo.

¿Significa esto que las dos estrategias son equivalentes? No exactamente. Serían equivalentes si el monto de subsidio  $h$  necesario para generar divisas por vía de exportaciones fuese igual al monto necesario para generar la misma cantidad de divisas mediante la sustitución. Esto no sucede en la práctica. En Argentina, así como en la mayoría de las EPD, el sesgo fuertemente antiexportador de la economía ha llevado a una concentración de esfuerzos en la sustitución. Esto hace que, si bien las oportunidades para aumentar la sustitución mediante subsidios moderados (o una moderada protección equivalente) de ninguna manera están agotadas, indudablemente son menores que las oportunidades de generar divisas subsidiando exportaciones, campo en el cual prácticamente todo queda por hacer.

Lo que se impone es actuar pragmáticamente, poniendo como objetivo la consecución de la mayor cantidad de divisas al menor costo posible en términos del subsidio (o de una protección equivalente). La evaluación de este costo no debe limitarse a la situación presente, sino debe contemplar también una estimación del futuro, teniendo en cuenta la dinámica de las ventajas comparativas industriales. También hay que tener en cuenta como un argumento a favor de la sustitución el hecho de poder contar con el propio mercado y como argumentos a favor de la exportación tanto la posibilidad de llegar a escalas mucho más altas como la influencia dinamizadora de la competencia en el mercado mundial. En base a todos esos elementos de juicio debe surgir la mezcla óptima de sustitución y de exportación 28/.

## CAPITULO VI

### EL ABANDONO DE ALGUNOS SUPUESTOS SIMPLIFICATORIOS

Para simplificar el modelo, en el desarrollo anterior habíamos recurrido a algunos supuestos un tanto alejados de la realidad. Veamos qué sucede si reemplazamos dichos supuestos por otros más realistas.

## 1 La desigualdad entre el coeficiente marginal de importaciones y el coeficiente promedio

La capacidad ociosa que puede existir en una economía rara vez es uniforme ya que en muchos rubros la oferta suele saturarse antes de que el conjunto de la economía alcance la plena utilización de los recursos. Así, antes de ocuparse a pleno la capacidad de producción de automóviles puede llegar a su tope la producción de chapa de hierro; antes de agotarse la capacidad de fabricar artefactos del hogar, pueden aparecer faltantes en la provisión de ciertos materiales plásticos, etc. A pesar de estos cuellos de botella, si en la mayoría de los rubros existe capacidad ociosa, se impone la reactivación. Pero para lograrla se hace necesario importar los faltantes mencionados, con lo cual el coeficiente de importaciones se eleva. Dado que la cantidad de estos cuellos de botella aumenta rápidamente en las zonas cercanas al pleno empleo, el coeficiente de importaciones crece fuertemente a medida que una economía se reactiva. En otras palabras, cerca del pleno empleo, el coeficiente marginal de importaciones se hace sustancialmente mayor que el coeficiente promedio.

Para ver como este cambio del coeficiente repercute en el nivel de actividad y en la inversión y simplificando el análisis, para lo cual lo limitaremos al caso en que el déficit de divisas se debe al pago de intereses, volvamos a la ecuación (43):

$$I - u_d = \frac{r}{m} \quad (43)$$

que nos permite determinar la caída de la producción interna  $I - u_d$  en función del déficit de divisas representado por  $r$ . En el supuesto del coeficiente promedio  $m = 0,1$ , esta producción cae en un equivalente de 10 dólares por cada dólar de divisas faltante. Inversamente, partiendo de una recesión  $u_d$  causada por la restricción externa la economía se reactiva en 10 dólares de producción interna por cada dólar de divisas aportado. Postulemos ahora que el coeficiente marginal es mayor que el promedio,

Tal como se demuestra en la versión completa de este trabajo, en este caso

$$I - u_d = \frac{r}{m_m} \quad (69)$$

igual a la (43) con la única diferencia de que ahora  $m$  se convierte en  $m_m$  que es coeficiente marginal.

Haciendo el supuesto de que este coeficiente  $m_m$  que rige en la zona cercana al pleno empleo es el doble que  $m$  - o sea  $m_m = 0,2$  el poder multiplicador de cada dólar - o sea la producción interna en dólares que se gana o que se pierde por cada dólar de divisas - baja de 10 a 5.

A su vez la caída de la inversión por insuficiencia de divisas se transforma en,

$$i_d = s - \frac{s}{m_m} r - r \quad (70)$$

idéntica a la (42) salvo que en lugar de  $m$  ahora figura el  $m_m$ .

Hagamos una breve confrontación de la (42) y de la (70) con la realidad argentina para ver la correspondencia que tiene con el modelo. Para ello, tenemos que hacer una corrección.

Sucede que el modelo con el cual hemos operado hasta ahora se refiere al coeficiente  $\bar{i}$ , relacionado con el producto potencial  $i = \frac{I}{Y_0}$ , mientras que los datos de la realidad se refieren a  $i'$ , relacionado con el producto corriente, o sea  $i' = \frac{I}{Y}$ .

De estas dos expresiones se deduce:

$$i_d = i'_d \frac{Y_d}{Y_0} = i'_d u_d \quad (71)$$

En la versión completa de este trabajo manteniendo los supuestos  $s = 0,2$ ;  $r = 0,03$ ;  $m_m = 0,2$  y en base

a (70) y (71), se llega a

$$u_d = 1 \cdot \frac{r}{m} = 0,7 \quad i'_d = 0,165$$

O sea el modelo muestra una caída de inversión  $i'_d$  desde 0,2 a 0,165 significativamente menor que la caída de la  $i'_d$  desde 0,2 a 0,12 que se opera en la realidad argentina. Esta discrepancia, mucho menor que la que se produce en la vida real, obliga a revisar algunos otros supuestos simplificadorios que habíamos adoptado, concretamente los relativos al coeficiente de ahorro.

## 2. Coefficiente marginal de ahorro mayor que el promedio y la fuga de capitales al exterior

Hasta ahora no hemos cuestionado la hipótesis de que el coeficiente promedio de ahorro es igual al coeficiente marginal lo que equivale a suponer que el ahorro se expresa en función del producto como:

$$S = sY$$

tomando la forma de la recta OA del gráfico 12 que pasa por el origen de las coordenadas. Por otra parte, tampoco dimos mucha importancia a la fuga de capitales y a sus efectos. Veremos que la discrepancia entre las magnitudes de inversión deducidas de nuestro modelo y las observadas en la realidad se reducen mucho si se revisan esos aspectos del análisis, adoptando dos supuestos complementarios.

El primero es que en el mundo real el coeficiente marginal de ahorro supera sustancialmente al coeficiente promedio, con lo cual las caídas del producto afectan más que proporcionalmente la magnitud del ahorro y por ello también a la inversión. El segundo supuesto sería que, independientemente de la caída de ahorro que sobreviene cuando el producto cae, una parte creciente de este ahorro se fuga al exterior y no se traduce en una inversión en el país.

El coeficiente marginal de ahorro mayor que el promedio: Independientemente del hecho de que hace falta revisar el modelo a fin de acercar las caídas de inversión que arroja a las caídas observadas en el mundo real, hay razones de sentido común, recogidas por los textos de economía, para suponer que tratándose de procesos de ajuste recesivo el ahorro cae más rápidamente que el producto.

En primer lugar, frente a la caída del ingreso global, disminuyen las utilidades de las empresas y su capacidad de ahorro baja fuertemente. En segundo lugar los consumidores tienden a conservar su consumo histórico a costa del ahorro. En tercer lugar la tendencia anterior se ve reforzada por la existencia de la capacidad ociosa, la que quita sentido económico a las nuevas inversiones. En cuarto lugar, estas últimas terminan por verse definitivamente desalentadas por las altas tasas de interés reales.

Por último, en el quinto lugar, tiene un gran peso en este aspecto, por lo menos en Argentina, la virtual ausencia de un mercado de capitales. Debido a ella, el segmento de la sociedad que acumula ahorros, cuando no encuentra incentivos para invertir productivamente en actividades que controla, tampoco encuentra mecanismos para financiar las inversiones productivas hechas por otros. Como contraste, existen muchos mecanismos para que este ahorro, que no encuentra destino productivo se canalice hacia la financiación de compras a plazo que realiza otro segmento de la sociedad, que de esta manera compensa la pérdida de su propia capacidad de consumo.

Todo esto crea razones de peso para volcar un aporte creciente de ahorro potencialmente disponible a aquellos consumos que no se hubieran producido de existir mayores incentivos a la inversión y mejores mecanismos institucionales de movilización de capitales. El resultado final es la frustración de una parte de la capacidad de inversión productiva, potencialmente disponible 29/.

En la versión completa de este trabajo se demuestra que en este caso

$$i_d = s \cdot \frac{s_m}{m_m} r - r \quad (76)$$

igual a la (42) salvo la diferencia que incorpora entre los valores marginales y promedios de ambos coeficientes.

En la versión completa se demuestra que manteniendo los supuestos anteriores  $r = 0,03$ ;  $m_m = 0,2$ ;  $s = 0,2$ , tomando en cuenta que ahora

$$u_d = 1 - \frac{r}{m_m} = 0,85$$

y postulando un coeficiente marginal de ahorro doble que el promedio,  $s_m = 2s = 0,4$

$$i_d = \frac{0,11}{0,85} = 0,13$$

mucho más cercano al 0,12 en Argentina que los resultados anteriores, tendiendo a confirmar así nuestra hipótesis referente a la diferencia entre  $s$  y  $s_m$ .

La expresión general que permite determinar la inversión recuperada gracias al subsidio  $h$  aparece restando el  $i_d$  obtenido de la (76) de  $i_1$  obtenido de la (57).

$$i_1 - i_d = \frac{s_m}{m_m} r - hr \quad (77)$$

La ecuación (77) nos permite apreciar las implicancias de los sucesivos cambios de supuestos que hemos ido introduciendo para  $m$  y  $s$ . En primer lugar muestra que la recuperación de la capacidad de inversión es tanto mayor cuanto menor es el  $m_m$ . Por ello el supuesto inicial de  $m = m_m = 0,1$  ha sido muy favorable para la tesis sustentada. El cambio que se ha introducido posteriormente por  $m < m_m$  debilitó algo esta tesis, pero ésta se vio nuevamente reforzada al cambiar el supuesto  $s_m = s$  por  $s_m > s$ .

La (77) nos muestra en definitiva que con  $r$  y  $h$  dados la magnitud del efecto recuperatorio de inversión depende en forma directa del cociente  $\frac{s_m}{m_m}$ .

**Fuga de Capital:** Hasta ahora hemos postulado tácitamente que todo el ahorro generado por la sociedad queda disponible para la inversión en el país. Este también es un supuesto poco realista ya que, tratándose de una EPD como la Argentina, una proporción importante del ahorro tiende a fugarse al exterior.

¿A qué motivos obedece la fuga? En general no se hace por vocación sino por ausencia de alternativas más ventajosas. La condición principal para que se opere es una disponibilidad de capitales que no encuentran oportunidades para su inversión productiva en el país en condiciones de mayor rentabilidad que las que se pueden obtener mediante colocaciones financieras en el exterior. Esto significa que, a igualdad de todo lo demás, la fuga debería aumentar cuando la economía entra en recesión y aparece o se incrementa la capacidad productiva ociosa. Inversamente, también a igualdad de todo lo demás, la reactivación, al recrear condiciones favorables para la inversión, debería traducirse automáticamente en una disminución de la fuga de capitales o en un efecto equivalente de aumento de repatriación de los capitales que se habían fugado con anterioridad.

Desafortunadamente, no es cierto que "todo lo demás queda igual" ya que para provocar la reactivación son necesarias una mayor liquidez y menores tasas de interés locales. Estos fenómenos, a su vez, actúan desalentando el ingreso de capitales de corto plazo y promoviendo su fuga. Aparecen así dos efectos opuestos de un aumento de liquidez y de la reactivación: el primero es una mayor reinversión del propio ahorro y una mayor afluencia de capitales de riesgo del exterior. El segundo es el mayor aliento a la fuga de capitales a corto plazo y el desaliento a su ingreso.

El resultado neto dependerá de cuál de los dos efectos predomine, y esto dependerá a su vez de los demás condicionantes del comportamiento de los ahorristas y de los inversores, en especial del riesgo percibido y de las expectativas referentes al tipo de cambio. Cuanto menores y más previsibles sean las devaluaciones esperadas en el futuro tanto mayor será, a una cierta tasa de interés nominal dada, la propensión del capital financiero a afluir al mercado local y a quedarse en él. En cambio, de existir temores de una brusca devaluación, no habrá tasas de interés suficientemente altas para neutralizar el crecimiento de la demanda de divisas.

Las previsiones referentes al tipo de cambio a su vez dependen en gran medida de la política gubernamental. Sucede que, para atraer los capitales financieros, los gobiernos a menudo inducen expectativas cambiarias favorables mediante un programado y preanunciado atraso cambiario. Sin embargo, esta técnica

tiene un alto costo ya que, tal como sucede inevitablemente, cuando dicho atraso cambiario supera una cierta magnitud crítica, hace inminente una devaluación. Las expectativas se invierten, los intereses suben violentamente, y el pánico es de tal magnitud que el aumento de liquidez y la reactivación se hacen imposibles.

Por el contrario, con un manejo cambiario sensato, que renuncie a las ventajas ilusorias y momentáneas del atraso cambiario y que haga evolucionar el tipo de cambio financiero -sea éste oficial y libre o paralelo- a la par de la inflación, la tendencia a la fuga de capitales financieros a corto plazo a causa de una mayor liquidez se atenuaría mucho, permitiendo que predomine el efecto de atracción de capitales de riesgo, originado en la reactivación y en el crecimiento.

Es de notar que aún de persistir un cierto grado de incertidumbre cambiaria ésta afecta mucho menos a las inversiones de riesgo que a las financieras, ya que las primeras, al estar respaldadas por bienes físicos, están mejor protegidas contra los peligros de las devaluaciones.

Por último, el efecto de desaliento a la fuga se vería reforzado además por un diseño de la política impositiva inspirado en el propósito de favorecer la inversión productiva.

De todo lo anterior se deduce que una reactivación, respaldada en un deliberado refuerzo del sector externo, en el marco de una política cambiaria previsible a corto y a largo plazo, posibilitada por una mayor disponibilidad de divisas y finalmente el agregado de algunas reformas institucionales, se traducirían en una disminución neta de la fuga de capitales y en su canalización hacia las inversiones en el país.

Esto significa, a su vez, que tomando ciertas precauciones se puede conseguir que aparezca un círculo virtuoso, por el cual la solución del problema de divisas a través de una deliberada política comercial se vea reforzada por una inversión favorable del flujo de capitales.

### 3 Ruptura del círculo vicioso de restricciones monetarias que trava la sustitución de importaciones y las exportaciones

El análisis de las políticas de estímulo a las exportaciones y a la sustitución de importaciones se basó hasta ahora en la premisa de que para conseguir los objetivos señalados es necesario apelar a mayores subsidios o a una mayor protección. Esto no necesariamente es cierto. En algunos casos basta cambiar el sentido de la política gubernamental. Así, por ejemplo, en materia de compras estatales se requiere y puede ser suficiente una firme decisión del gobierno de canalizar dicho poder de compra hacia el mercado interno, haciendo un deliberado esfuerzo de planear por adelantado las adquisiciones; de proyectar las obras optando en lo posible por alternativas técnicas disponibles en el país; de subdividir los "paquetes" tecnológicos, evitando compras "llave en mano", etc. Este esfuerzo, que se hace en algunos países, en otros, como en Argentina, es muy deficiente y esporádico. Un ataque global y explícito sobre el sector externo tendría el efecto de poner de relieve el carácter prioritario de las divisas, aclarando las ideas, reorientando las prioridades e induciendo decisiones apropiadas en la materia.

Pero entre los estímulos que no requieren del aumento de subsidios ni la protección el más importante sería el que se obtendría en virtud de cortar un grave problema adicional que podríamos llamar "el círculo vicioso de la restricción monetaria". El problema se origina en el papel "perverso" que desempeñan las restricciones presupuestaria y crediticia, utilizadas como instrumentos de ajuste de balance de pagos. Dichas restricciones llevan a la dificultad de financiar las actividades productivas y a menudo a la aplicación de tasas de interés reales positivas de inusitada magnitud, problemas que, por sí solos, se convierten en un poderoso obstáculo tanto a la sustitución como a la exportación. Así, por ejemplo, en materia de compras estatales, se da que los gobiernos no tengan fondos para comprar y los particulares no dispongan de crédito para financiarlas. Por ello la selección de proveedores, y frecuentemente incluso la selección de las obras estatales, se hacen en función de la disponibilidad de financiación y ésta se obtiene recurriendo a los proveedores del exterior.

Aparece así el círculo vicioso citado. El déficit del sector externo impulsa al ajuste basado en la restricción monetaria y este ajuste, al quitar posibilidades de financiamiento a las actividades productivas locales, canaliza las compras al exterior. Se agrava así cada vez más la tendencia al déficit comercial, obligando a reforzar el ajuste y agravando la restricción crediticia.

Un círculo vicioso idéntico aparece en las exportaciones, tanto primarias como las industriales, por la insuficiencia de capital de trabajo y la incidencia de los altísimos costos financieros en las respectivas actividades productivas.

El alivio en el sector externo, logrado mediante la estrategia propuesta, al reabrir el camino hacia la expansión crediticia, tendría la virtud adicional de revertir este círculo vicioso y potenciaría así los logros obtenidos.

## CAPITULO VII

### Política recesiva antiinflacionaria

El análisis hecho hasta ahora se refirió a un ajuste recesivo causado por la limitación por divisas. Sin embargo, ésta no es la única causa de políticas monetarias restrictivas ya que los gobiernos también recurren a estas políticas como un medio para detener la inflación. Aunque se trata de una motivación distinta, el procedimiento guarda una estrecha relación con la situación del sector externo. La naturaleza de esta relación depende del tipo de inflación que se pretende combatir debiéndose distinguir cuatro tipos de inflación, cada uno con diferentes implicancias en cuanto a las políticas de estabilización: la de demanda, la cambiaria, la estructural, proveniente de los estrangulamientos internos y la de costos. Este tema, que está analizado en la versión completa de este trabajo, por falta de espacio debió ser excluido de la presente versión abreviada.

### NOTAS

- 1 En particular durante el gobierno militar se utilizó a las empresas públicas y privadas como tomadoras de créditos en divisas, a fin de compensar el déficit de balanza de pagos en cuenta corriente. Se permitió así mantener artificialmente bajo el tipo de cambio, lo que destruyó buena parte de la industria, alentó la fuga de capitales y llevó a un exorbitante crecimiento de la deuda externa. Véase Ferrer o Cuello.
- 2 Para la descripción del proceso de aparición de las EPD, el análisis de sus propiedades y la justificación de la violación del principio de ventajas comparativas que implican véase Diamand (1969), (1972), (1973), y (1977 a). Véase Kaldor (1964) y Prebisch. Un enfoque similar puede verse también en el Modelo 2 de Lavagna. Véase Lavagna.
- 3 Véase Diamand (1969), (1972), (1973), y (1977a).
- 4 Tal como dice Keynes, hay dos problemas y no uno solo como sostienen quienes desestiman las dificultades de la transferencia: un problema de la transferencia y un problema presupuestario. Véase Keynes.
- 5 De acuerdo a un trabajo de Kalecki de 1934 las exportaciones adicionales que pueden conseguirse mediante una devaluación tienen un cierto límite máximo. Dado que la producción agregada no puede alcanzar el nivel en el cual las importaciones indispensables sean superiores a este límite, la fase de la expansión de la actividad económica encuentra una restricción en el sector externo. Véase Kalecki.
- 6 Véase Raúl Prebisch o Díaz Alejandro (1965).
- 7 Chenery y Bruno señalan que el crecimiento de los países "menos desarrollados", además de depender de la tasa de ahorro, de la eficiencia y de otros condicionantes tradicionales, depende también del ingreso de recursos externos. Al incluir así el sector externo en las restricciones básicas al crecimiento económico, se apartan desde el inicio de las limitaciones clásicas. Nuestro trabajo reconoce, como también lo hace Bacha (1983 a) en el suyo, el andamiaje conceptual matemático y gráfico de los autores citados.
- 8 Este concepto, que figura con claridad en Kaldor (1964) recién ahora está empezando a penetrar en la visión que tiene de su propia realidad económica la sociedad argentina. En este sentido véase Baldinelli.
- 9 El grado de resistencia a reconocer la EPD como una configuración que exige un modelo analítico distinto de los modelos tradicionales puede apreciarse a través de la polémica Diamand - Sturzenegger. Véase Diamand (1977 b) y Sturzenegger. Tuvieron que transcurrir muchos años para que la existencia de estas estructuras productivas penetrara en la literatura económica. Pero, curiosamente, este proceso no se operó a partir de un progreso en el conocimiento de la realidad de los países en desarrollo, sino debido a que estructuras productivas similares aparecieron en algunos de los países industriales, cuya realidad tiene el privilegio de moldear las modas intelectuales y encontrar cabida en la literatura con mucha mayor facilidad que la nuestra. En efecto, a raíz de la explotación de petróleo y gas natural en estos países, también en ellos aparecieron estructuras productivas formadas por un sector primario de alta

productividad y por un sector industrial de una productividad relativa menor, dando lugar a la aparente "ineficiencia" industrial y a la restricción externa. El fenómeno se conoce como "enfermedad holandesa". Véase Corden.

- 10 Por deformaciones entendemos ciertas características indeseables que suelen acompañar nuestros procesos de industrialización y que podrían evitarse, en particular la aparición de bienes que requieren un grado de protección más alto que el que podría considerarse normal en las EPD.
- 11 Una notable evolución del pensamiento operada a partir de entonces puede apreciarse en el muy interesante trabajo de la CEPAL de 1986 (véase CEPAL) y en múltiples aportes, tales como por ejemplo de Taylor, de Bacha (1983), (1983 a), de Malan, de Bacha y Malan, de Ffrench-Davis, de Schydrowsky (1967) (1971) y (1979), de Buirra, Cuello, Lascano, Curia, Devlin, Lavagna, Fishlow (1983a) y (1983b) o Sheehy.
- 12 Véase Bacha (1983 a). En la introducción a este trabajo Bacha pregunta por qué la dicotomía del equilibrio externo - interno pudo ser integrada en la macroeconomía dominante, en tanto que el modelo de dos brechas, parafraseando a Keynes, sólo puede sobrevivir disimuladamente en los submundos de Chenery, Prebisch, etc. A este interrogante trató de responder en muchos de sus escritos Diamand, en los que señala el divorcio existente entre las ideas y la realidad que caracteriza a nuestros países a raíz de la aceptación de los paradigmas económicos que no tienen vigencia en nuestras sociedades, fenómeno indirectamente relacionado con la presión de los intereses creados y la lucha por el poder económico a nivel internacional. Véase Diamand (1971a), (1973), (1987a) y (1986).
- 13 En cambio nuestro enfoque se parece mucho más al que aparece en otro trabajo citado de Bacha del mismo año. Véase Bacha (1983 a).
- 14 Para un tratamiento más riguroso de la extensión del modelo keynesiano al caso de las economías abiertas véase Meade (1971). Otro aporte interesante de Meade que merece citarse es el análisis de la economía australiana. Se trata de un economista británico, que enfrentado hace varias décadas con la realidad australiana, muy distinta de la de los países industrializados y similar a la nuestra, la encara con la mente abierta y termina postulando un modelo de análisis y medidas económicas muy similares a las que hace este trabajo. Véase Meade (1956).
- 15 Veremos más adelante que, al adoptarse una hipótesis más realista de un coeficiente marginal de importaciones mayor que el promedio, este factor multiplicador disminuye.
- 16 Esta finalidad indiscutible de la política nunca es confesada en forma explícita, sino que los resultados se presentan como efectos indeseados de las imperfecciones de los mecanismos del mercado, que según se alega, no funcionan como deberían funcionar (véase Selowsky, Johnson (1987a) y (1987b)). En realidad se trata de una reedición del viejo mecanismo equilibrante recesivo del patrón oro, el que según se supone fue abandonado a partir de la adopción del régimen del patrón oro y la creación del FMI en Bretton Woods en 1944 precisamente para evitar la necesidad de ajustes recesivos. Para la mecánica de interacción entre la restricción monetaria y el nivel de actividad véase Novak.
- 17 La aceptación del fenómeno de inflación cambiaria ha encontrado muchas dificultades, relacionadas con la falta de reconocimiento del fenómeno de la restricción externa. La inflación citada se debe a que en las EPD los instrumentos devaluatorios, cuya misión sería asegurar el equilibrio del sector externo compatible con la expansión, lo hacen a costa del aumento de precios y de una redistribución regresiva de ingresos intolerable para la sociedad. El efecto son pujas defensivas recuperatorias por los ingresos, que junto con los efectos alcistas de la devaluación configuran la inflación cambiaria mencionada. Pero dado que este fracaso de mecanismos equilibrantes del sector externo no está previsto por la teoría dominante, ésta se ve incapaz de darle cabida al fenómeno. De allí el rechazo del concepto por los economistas tradicionales y las grandes dificultades que tuvieron durante mucho tiempo incluso los economistas estructuralistas para definirlo y analizarlo, limitándose frecuentemente a referencias tangenciales al tema pero sin siquiera darle un nombre a la inflación en cuestión. La falta de claridad resultante está analizada en Diamand (1971b), (1973) y (1977a). Un análisis del fenómeno puede encontrarse en Prebisch o en Díaz Alejandro pero en ambos casos sin asignarle expresamente el carácter de una inflación diferente. El único modelo más formalizado que conocemos de aquella época puede encontrarse en Seers. La notable evolución del pensamiento a partir de entonces se puede apreciar en el trabajo ya citado de la CEPAL o en varios artículos de libro Inflación inercial: teoría sobre inflación e o Plano Cruzado, en particular en los de Da Silva y Rego, Mazzeo y Freitas Filho, trabajos en los que esa inflación aparece específicamente con el nombre de shock de oferta cambiaria. También pueden citarse al respecto Hicks, Devlin, Rodríguez y Schydrowsky, Curia, Cuello y Lascano. Referencias más indirectas al efecto inflacionario de las devaluaciones aparecen

incluso en los análisis de los economistas del Fondo Monetario (véase Johnson 1987a) y (1987b).

- 18 Dado que el gráfico está hecho en base a determinados precios relativos, que se ven alterados por la devaluación, un tratamiento riguroso no permitiría usar el mismo gráfico antes y después de ella. Sin embargo, dado que nuestro objetivo no es hacer un cálculo, sino ayudar a visualizar los fenómenos desde el punto de vista conceptual, nos tomamos esa libertad.
19. A juzgar por algunos artículos recientes en la publicación oficial del FMI, (revista Finanzas y Desarrollo), ciertos economistas de este organismo tenderían a flexibilizar su interpretación del rol que juega el sector externo en las economías abiertas. Véase Tanzi (1987), Selowsky y Johnson (1987a) y (1987b).
- 20 Tal como ya se ha señalado en la nota 15, veremos que cuando se abandona la hipótesis simplificatoria de un coeficiente promedio igual al marginal, este factor multiplicador disminuye.
- 21 Para uno de los aportes pioneros de esta percepción del carácter dual de los ingresos de capital puede verse McKinnon.
- 22 En Argentina esta política económica fue aplicada en el encuadre teórico del enfoque monetario de la balanza de pagos que parte de la premisa de que este balance es un fenómeno esencialmente monetario. Al postularse la movilidad perfecta de los capitales, el cuello de botella en el sector externo desaparece por hipótesis y basta crear confianza para obtener una política de estabilización sin costos. Para una crítica a este enfoque véase Winograd (1984), además Bacha y Malan y Foxley (1983).
- 23 La profundización del análisis de la vinculación entre el atraso cambiario y los ciclos de endeudamiento que culminan en el inevitable colapso de estos, puede verse en todos los trabajos de Diamand desde 1963 a la fecha y en particular en Diamand y Naszewski o Diamand 1970. También aparece claramente en Bacha (1983), en Bacha y Malan, en Fishlow (1983 a) y (1983 b), en Curia y en Sheehy.
- 24 Este estímulo se puede lograr sin transferencias intolerables de ingresos mediante una combinación del tipo de cambio más alto con un impuesto sobre la tierra y un subsidio a los alimentos. Véase Alfano y, para una propuesta más completa, Llach y Pol.
- 25 Las razones de esta sobrevaloración de precios son las mismas que hacen al surgimiento de las EPD como tales. Véase Diamand (1969), (1972), (1973) y (1985). También véase Kaldor (1964) y (1983). La actitud correcta ante este obstáculo no es terminar con las políticas sustitutivas sino superar sus efectos adversos sobre los costos, mediante incentivos compensatorios a la exportación similares a los que rigen para la sustitución.
- 26 Véase los trabajos pioneros de Schydłowsky que postulan incentivos a la exportación industrial, autofinanciables mediante aumentos de recaudación impositiva, a su vez producidos por la expansión de las actividades posibilitada por el aumento de las exportaciones. Una amplia justificación de incentivos diferenciales puede encontrarse también en el artículo de Kaldor publicado, con una expresa manifestación de desacuerdo, por la revista Finanzas y Desarrollo del FMI. Véase Schydłowsky (1967), (1971), (1979) y Kaldor (1983).
- 27 Para la instrumentación de un régimen de protección, coincidente con el espíritu de este trabajo, que acepta la estructura existente de precios y productividades como un dato de la realidad a partir del cual desarrolla la propuesta integrándola con la política exportadora industrial, véase Colombo. Para la ratificación de la necesidad de seguir con la política de sustitución de importaciones, véase Fishlow (1983a), CEPAL, French-Davis (1986), Ramos y Okita.
- 28 Véase Diamand (1969), Okita y CEPAL.
- 29 La relación causal por la cual las inversiones y el ahorro caen debido a la recesión está explicitada en Conesa, Geller y Tokman, Lascano, Cucllo y Sachs.

#### Referencias Bibliográficas

ALFANO M.: (1969) "Falsa antinomia agro-industria", Centro de Estudios Industriales. Buenos Aires.

- BACHA E.L.: (1983): "Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional", Las relaciones financieras externas, Sel. de R. French-Davis., Fondo de Cultura Económica.
- BACHA E.L.: (1983 a): "Crecimiento con oferta limitada de divisas: una revaluación del modelo de dos brechas", Económica, Nro. 1-2 La Plata.
- ARIDA P. y LARA RESENDE A. (1984): "Inertial inflation and monetary reform", Universidad Católica, Río de Janeiro.
- BA&DINELLI E. (1985): "Argentina y Brasil: dos estrategias para la exportación", FIEL, Buenos Aires.
- BACHA E. y MALAN F.S.(1983): "Brasil's debt: from the miracle to the Fund", Depto. Económico, Universidad Católica, Río de Janeiro.
- BUIRA A. (1987): "La deuda externa y el financiamiento por medio del mercado de capital a los países en desarrollo" Sel. de M. S. Wionczek, La crisis de la deuda externa de América Latina, Fondo de Cultura Económica.
- CAVALLO, D. (1984): Volver a crecer, Sudamericana-Planeta, Buenos Aires
- C.E.P.A.L. (1986): "Crisis económicas y políticas de ajuste, estabilización y crecimiento", CEPAL, México.
- COLOMBO E. O. (1987): "Fundamentos y condiciones para una apertura expansiva de la economía argentina", Mimeo, C.E.R.E., Buenos Aires.
- CONESA E. R. (1983): "Las causas de las fugas de capitales en la Argentina", Mimeo, Buenos Aires.
- CORDEN W. M. (1984): "Booming sector and disease economics: survey and consolidation", Oxford Economic Papers, Vol. 36.
- CUELLO R (1983): Callejón con única salida, El Cid Editor, Buenos Aires.
- CURIA E. L. (1987): El crecimiento como práctica, Ed. Tesis, Buenos Aires.
- CHENERY H. B. y Bruno M (1962): "Development alternatives in an open economy: the case of Israel", Economic Journal, March.
- DA SILVA A.M. (1986): "Inflação: reflexões à margem da experiencia brasileira", Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano cruzado, Ed. J. M. Rego, Paz e Terra, Río de Janeiro.
- DEVLIN R (1986): "Deuda externa versus desarrollo económico: la América Latina en la encrucijada" . La crisis de la deuda externa en América Latina, Fondo de Cultura Económica.
- DIAMAND M. (1963): "El Fondo Monetario Internacional y los países subdesarrollados" Movimiento Soluciones Económicas, Buenos Aires
- DIAMAND M. (1969): "Bases para una política industrial argentina", Centro de Estudios Industriales, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1970): "Desarrollo industrial, política autárquica y capital extranjero", Centro de Estudios de Coyuntura, IDES, Nro. 16, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1971a): "Seis falsos dilemas en el debate económico nacional" Centro de Estudios Industriales N°5, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1971b): "Los cuatro tipos de inflación argentina", Competencia, Abril, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1972): "La estructura productiva desequilibrada y el tipo de cambio", Desarrollo Económico, Abril, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1973): "Doctrinas económicas, desarrollo e independencia", Paidós, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1977a): "Hacia el cambio del paradigma económico a través de la experiencia de los países en desarrollo: respuesta a un comentario", Económica 1 -2, La Plata.
- DIAMAND M. (1977b): "Hacia el cambio del paradigma económico a través de la experiencia de los países en desarrollo", Económica 1 -2, La Plata.
- DIAMAND M. (1978): "Towards a change in the economic paradigm through the experience of developing countries", Journal of Development Economics, 5, 19-53.
- DIAMAND M. (1985): "El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?", Revista Argentina de Política Económica y Social, Nro. 4, Buenos Aires.
- DIAMAND M. (1986): "Argentina's pendulum: until when?", Latin American Political Economy, Financial Crisis and Political Change, Westview Press, Boulder Colorado, U.S.A.

- DIAMAND M. (1986): "Paradigma clásico y estructura productiva desequilibrada", Realidad Económica, Nro. 68, Buenos Aires.
- DIAMAND M. y NASZEWSKI D. (1985): "Argentina's foreign debt: its origin and consequences", Politics and Economics of External Debt Crisis, Westview Press.
- DIAZ ALEJANDRO C. F. (1965) Devaluación de la tasa de cambio en economía semi-industrializada, Inst. Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- FERRER A. (1984): Poner la casa en orden, EL Cid Editor, Buenos Aires.
- FISHLOW A. (1983 a) "La deuda externa de América Latina, ¿problema o solución?", Sel.de R. French-Davis: Las relaciones financieras externas, Fondo de Cultura Económica.
- FISHLOW A. (1983 b) "Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional", Las relaciones financieras externas, Fondo de Cultura Económica.
- FISHLOW A. (1985) "El estado de la ciencia económica en América Latina", BID, México.
- FFRENCH-DAVIS R (1986) "Deuda externa, ajuste y desarrollo en América Latina", French-Davis y R. Feinberg, Más allá de la crisis de la deuda, CIEPLAN, S. de Chile.
- FOXLEY A. (1983) "Enfoques ortodoxos para el ajuste económico de corto plazo: lecciones de la experiencia y temas de investigación", Kellogg Institute of International Studies, Univ. of Notre Dame.
- GELLER L. y TOKMAN V. (1986) "Del ajuste recesivo al ajuste estructural" Revista de la CEPAL Nro. 30, S. de Chile.
- HICKS J. (1974) The crisis in Keynesian economics, Basil Blackwell, Oxford.
- JOHNSON O. (1987a) "La depreciación de la moneda y las importaciones", Finanzas y Desarrollo, Marzo.
- JOHNSON O. (1987 b) "La depreciación de la moneda y las importaciones", Finanzas y Desarrollo, Junio.
- KALDOR N. (1964) "Exchange rates and economic development", Essays on Economics Policy, Norton N. Y.
- KALDOR N. (1983) "Devaluación y ajuste en países en desarrollo", Finanzas y Desarrollo, Junio.
- KALECKI M. (1971) "Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista", Fondo de Cultura Económica.
- KEYNES J. M. (1953) "El problema de las transferencias alemanas", Ensayos sobre teoría del comercio internacional, Fondo de Cultura Económica.
- LASCANO M. (1984) Desarrollo Económico, Forum, Buenos Aires.
- LAVAGNA R. "El proyecto argentino: tres modelos alternativos", IDEAS Nros. 9-10, Buenos Aires
- LLACH J. J. y FERNANDEZ POL J. (1984) "Sustitución de las retenciones a las exportaciones agropecuarias por un impuesto a la tierra libre de mejoras y subsidios explícitos al consumo interno de alimentos", Fundación Mediterránea, Diciembre, Córdoba.
- MALAN P. (1983) "Las relaciones financieras externas: el caso de Brasil", Las relaciones financieras externas, Fondo de Cultura Económica.
- MEADE J. E. (1956) "The price mechanism and the Australian balance of payments", The Economic Record, The University Press, Melbourne.
- MEADE J. E. (1971) El balance de pagos, El Ateneo, Buenos Aires.
- MC KINNON R. I. (1964) "La necesidad apremiante de divisas en el desarrollo económico y la asignación eficiente de la ayuda extranjera" Economic Journal, Vol. 74
- NOVAK D. (1987) "Equilibrio macroeconómico con restricción externa", CERE Buenos Aires.
- PREBISCH R. (1963) Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano, Fondo de Cultura Económica.
- RAMOS J. "Panel sobre estrategias para enfrentar la crisis", Más allá de la crisis de la deuda: bases para un nuevo enfoque, CIEPLAN, S. de Chile.
- REGO M., MAZZEO L. y FREITAS FILHO E. (1986) "Teorías sobre inflación: una abordagem introdutoria", Inflação inercial: teorias sobre inflação e o plano cruzado, Ed. J. M. Rego, Paz e Terra, Rio de Janeiro.
- RODRIGUEZ SALAS M. y SCHYDLOWSKY D. (1984) "Devaluación para lograr competitividad industrial en América Latina: un análisis de simulación", Center for Latin American Development Studies, Boston University.

- SACHS J. (1987) "Managing the LDC debt crisis" Eds. Reifman Alfred y Mayo Albert, Economic Development in Latin America and the Debt Problem, Congressional Research Service, Library of the Congress, Washington.
- SCHYDLOWSKY D. (1967) "Short run employment policy in semi industrialized economies", Development Advisory Service, Harvard University.
- SCHYDLOWSKY D. (1971) "Fiscal policy for full capacity industrial growth in Latin America", Center for International Affairs, Harvard University.
- SCHYDLOWSKY D. (1979) "Containing the costs of stabilization in semi industrialized LDC's", Center for Latin American Studies, Boston University, Discussion Paper, Nro. 38.
- SEERS D. (1963) "Theory of inflation and growth in underdeveloped economies based on the experience of Latin America", Economic Growth Center, Yale University.
- SELOWSKY N. (1987) "El ajuste en los años 1980: panorámica de los problemas", Finanzas y Desarrollo, Junio.
- SHEEHY E. (1987) "The debate on stabilization policy in Latin America" Eds. Reifman Alfred y Mayo Albert, Economic Development in Latin America and the Debt Problem, Congressional Research Service, Library of the Congress, Washington.
- STURZENEGGER A. (1977) "Hacia el cambio del paradigma económico a través de la experiencia de los países en desarrollo: un comentario", Económica 1 - 2, La Plata.
- TANZI V. (1987) "La política fiscal, el crecimiento y los programas de estabilización", Finanzas y Desarrollo, Junio.
- TAYLOR L. (1983) Structuralist Macroeconomics, Basic Books.
- WINOGRAD C. (1984) "Economía abierta y tipo de cambio prefijado: ¿Qué aprendemos del caso argentino?", Estudios CEDES, Buenos Aires.