

AHORRO EXTERNO Y CRECIMIENTO LENTO*

El desarrollo económico se basa, del lado de la oferta, en la existencia de recursos naturales, en el stock disponible de capital físico y en la capacidad de producción humana. Del lado de la demanda se sustenta en la acumulación de capital, el consumo y las exportaciones. Oferta y demanda deben crecer en equilibrio, aunque una característica universal de las economías capitalistas es que la oferta suele ser superior a la demanda, dando lugar a un desempleo generalizado de recursos humanos. Keynes criticó la ley de Say, que supone el equilibrio automático entre oferta y demanda, con referencia a la posibilidad de acumulación y la preferencia por la liquidez. En este capítulo, aun sabiendo que existen otros factores que determinan el uso insuficiente de recursos en los países en desarrollo, sostengo que el problema central consiste en la falta de suficientes oportunidades de inversión orientadas a la exportación, que a su vez se debe en primer lugar a la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio en esos países, que incide negativamente sobre las inversiones en la producción de bienes transables. Esta sobrevaluación estimula las importaciones y desalienta las exportaciones, limitando las nuevas inversiones esenciales para sostener la demanda agregada interna. Los

* Este capítulo fue escrito junto con Paulo Gala.

teóricos del desarrollo económico suelen poner énfasis en las limitaciones del lado de la oferta, como la falta de educación, de salud y de competencia técnica, así como la falta de capital disponible para contratar personal. Sin embargo, cuando existen recursos humanos ociosos, es evidente que los cuellos de botella del crecimiento económico deben buscarse principalmente del lado de la demanda.⁶⁹

En el Capítulo 5 analicé el mal holandés; en este capítulo demostraré que una segunda causa fundamental de la insuficiente demanda en los países en desarrollo es la sobrevaluación del tipo de cambio provocada por la política de crecimiento con ahorro externo, esto es, por la insistente recomendación de los países ricos en tal sentido. Como consecuencia de esta política, los países en desarrollo suelen atravesar tres etapas consecutivas donde las condiciones económicas empeoran cada vez más: en primer lugar, la apreciación del tipo de cambio, segundo, la fragilidad financiera internacional, y tercero, la crisis de la balanza de pagos. No es necesario resaltar el daño causado por las dos últimas etapas, ya que habla por sí mismo. Simplemente diremos que este daño ha sido sistemáticamente subestimado por la política económica recomendada a los países en vías de desarrollo, bajo la doble presunción de que el mercado se encargará del tipo de cambio y de que los países ricos en capital transferirán parte de ese capital a los países pobres. El último supuesto se ajusta al sentido común pero, como veremos, es incorrecto. No es “natural” que se transfiera capital a los países en desarrollo, y tampoco es cierto que la fragilidad financiera sea inevitable en los países que “necesitan” capital externo. Los países en desarrollo que logran converger son precisamente aquellos que no cometen estos errores y no aceptan la inevitabilidad de la dependencia económica.

⁶⁹ Oreiro, Nakabashi y Lemos (2007) desarrollaron recientemente un importante aporte empírico para este tipo de análisis.

LA POLÍTICA DE CRECIMIENTO CON AHORRO EXTERNO

Regreso al argumento principal de este capítulo —la crítica de la política de crecimiento con ahorro externo— y, dejando de lado las dos últimas etapas de esta política (mayor fragilidad financiera internacional y crisis de la balanza de pagos), cuyos aspectos negativos son evidentes, nos limitaremos a analizar la primera etapa: la apreciación del tipo de cambio provocada por flujos de capital que ingresan al país para financiar sus déficit de cuenta corriente, es decir, ahorro externo. Si tenemos claro que la política de crecimiento con ahorro externo implica la apreciación del tipo de cambio, genera una *alta tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo* con escasos o nulos beneficios para el país y, por lo tanto, limita las inversiones destinadas a la exportación, resultará evidente que la estrategia principal que la ortodoxia convencional ofrece a los países en vías de desarrollo para alcanzarlo debe ser dejada de lado. Es cierto que un tipo de cambio sobrevaluado estimula otro componente de la demanda agregada —el consumo interno—, pero este incentivo deriva del aumento artificial de los salarios provocado por la sobrevaluación, y trae aparejado el aumento de las importaciones. A diferencia de la crítica de Keynes sobre la incapacidad de los mercados para asegurar el equilibrio entre la oferta y la demanda agregada —una crítica inherente a la dinámica de la macroeconomía sin importar la política de que se trate—, nuestro análisis de la insuficiencia de la demanda, que debe sumarse al análisis keynesiano, depende de la aceptación por el país en desarrollo de la estrategia de crecimiento con ahorro externo o de incurrir déficit crónicos de cuenta corriente; si el país desestima esta propuesta, no tendrá sentido referirnos a la insuficiencia de la demanda. Si bien, en algunos breves períodos, el ahorro externo puede promover el desarrollo económico, la experiencia histórica demuestra que todos los países desarrollados han alcanzado su desarrollo gracias a su propio ahorro interno. Sin embargo, esta

observación empírica carecía de una explicación teórica, que procuramos ofrecer en este capítulo. Por ese motivo, criticaremos la presunción de la ortodoxia convencional referida a que el crecimiento económico no es otra cosa que una fuerte competencia entre países en desarrollo para obtener el ahorro de los países ricos; en lugar de ello, demostraremos que el desarrollo económico debe ser financiado fundamentalmente con ahorro interno.

Si bien el endeudamiento externo es un problema de larga data, la política de crecimiento con ahorro externo, que implica el endeudamiento financiero o patrimonial,⁷⁰ asumió deliberadamente la forma de una estrategia y adquirió predominancia en la década de 1990. La siguieron la apertura financiera y un fuerte aumento del flujo de capitales hacia los países en desarrollo. Pero esta estrategia no fue objetada, ya que se asumió que “los países desarrollados debían transferir su capital hacia los países pobres”. La literatura económica sólo destacó los problemas referidos a la apertura de la cuenta de capital, como la alta volatilidad de este tipo de capitales, o los problemas relativos al endeudamiento externo, como el concepto del “pecado original”, esto es, el hecho de que esos países no podían, como sí lo hacen los países ricos, tomar préstamos en su propia moneda.⁷¹ Por otra parte, en las publicaciones sobre economía se suele confundir al ahorro externo con las inversiones directas. No se aclara que las inversiones directas no están destinadas necesariamente a financiar los déficits de cuenta corriente (es decir, el ahorro externo); pueden financiar un aumento de las reservas inter-

⁷⁰ Entendemos el endeudamiento ‘financiero’ como aquél que resulta de préstamos tomados en el exterior, y el endeudamiento ‘patrimonial’ como el derivado de inversiones directas.

⁷¹ De esta vasta literatura, haré mención aquí sólo a Calvo, Leiderman y Reinhart (1995), Rodrik (1998), Eichengreen y Leblang (2002) y Eichengreen (2003).

nacionales o ser la contrapartida de inversiones directas efectuadas por el país en el exterior.⁷²

Las consecuencias de la política de crecimiento con ahorro externo sobre el tipo de cambio, contribuyendo a su apreciación, no han sido objetadas académicamente por otra razón, además de la presunción de que es natural que los países ricos en capital transfieran parte de éste hacia los países pobres: la ortodoxia convencional sostiene que el tipo de cambio no puede ser administrado a largo plazo. Según esta teoría, lo único que pueden hacer los encargados de elaborar las políticas económicas es optar entre un régimen cambiario fijo o uno flotante. Nosotros lo vemos de otra manera: la alternativa “fijo o flotante” es falsa, así como es falso el concepto de que, en el largo plazo, no es posible administrar el tipo de cambio real; en la práctica, dentro de ciertos límites, y a lo largo de un período razonable,⁷³ los países están en condiciones de administrar sus tipos de cambio de manera más o menos consciente. En el modelo que presentamos en este capítulo, esta administración comienza inconscientemente con la decisión de adoptar la política de crecimiento con ahorro externo. Cuando un país adhiere a esta política, administra el tipo de cambio hacia abajo (apreciándolo), puesto que el déficit de cuenta corriente que esto implica deriva necesariamente en un tipo de cambio más apreciado que el que regiría en ausencia de tal déficit y si

⁷² Esto es lo que sucede con los países asiáticos que crecen a gran ritmo con superávit de sus cuentas corrientes: las inversiones directas que ingresan al país son compensadas con inversiones directas realizadas por las empresas de estos países en el exterior o con el aumento de sus reservas internacionales.

⁷³ La idea de que es imposible administrar el tipo de cambio en el largo plazo es correcta sólo si el intervalo implícito en el ‘largo plazo’ es muy grande —más de 20 años—, pero en este caso la limitación es irrelevante. Lo que es importante es administrar el tipo de cambio a lo largo de un plazo razonable, que dependerá en cierta medida de los encargados de formular las políticas económicas.

la cuenta corriente estuviera equilibrada. Por el contrario, cuando un país crece con ahorro externo negativo, es decir, con superávit de la cuenta corriente, estará administrando su tipo de cambio de manera de preservar su competitividad. Es cierto que, en muchos casos, los países que aceptan la política de crecimiento con ahorro externo no se dan cuenta de que ésta implica un tipo de cambio apreciado, pero esta falta de percepción no modifica el hecho de que estén administrando sus tipos de cambio hacia abajo, ya sea manteniendo altas tasas de interés o recibiendo flujos de capital sin restricciones.

TIPO DE CAMBIO, SALARIOS Y BENEFICIOS

Comenzaremos nuestro planteo por las relaciones de las cuentas nacionales en una economía sin estado, donde el producto es la suma de la inversión y el consumo, y exportaciones menos importaciones; el ingreso bruto es la suma de los salarios de los trabajadores y de la clase media y los beneficios, y el ingreso nacional es el ingreso bruto menos el retorno del capital enviado al exterior. Inversión es igual a ahorro: la inversión determina el ahorro del lado de la demanda, el ahorro financia la inversión *ex post*. El nivel de ingreso se determina por el gasto en consumo, la inversión y las exportaciones. El ahorro externo, es decir, el ahorro que un país recibe del exterior, es igual al déficit de la cuenta corriente que, a su vez, se corresponde con el saldo comercial más el retorno neto enviado al exterior, que depende del tipo de cambio real. A mayor apreciación de éste, menor será el total exportado y mayor el total importado y, por ende, mayor el déficit de la cuenta corriente o ahorro externo. El ahorro interno es equivalente al retorno del trabajo y del capital menos el consumo.

Como precio macroeconómico estratégico, el tipo de cambio no determina por sí solo el ahorro externo o déficit de la cuenta corriente porque este déficit también depende del nivel de actividad económica del país. Asumiendo que el país

no sufre del mal holandés, entendemos que el tipo de cambio de “equilibrio” es aquél que, intertemporalmente, asegura el equilibrio de la cuenta corriente.⁷⁴ Oscila alrededor de este nivel debido a los flujos de capital entrantes y salientes. Si consideramos que las reservas internacionales del país son constantes, el tipo de cambio dependerá del equilibrio o déficit de la cuenta corriente, determinándolo al mismo tiempo. De aquí deriva una consecuencia crucial para las economías en desarrollo y para la crítica que estamos desarrollando: cuando un país adopta la política de crecimiento con ahorro externo, o de crecimiento con déficit de la cuenta corriente, y financia esos déficit por medio de préstamos o de inversiones directas, el tipo de cambio se apreciará (o sobrevalorará) con relación al que habría de prevalecer si el país hubiera adoptado la estrategia de mantener el saldo de la cuenta corriente cercano a cero.⁷⁵

El tipo de cambio tiene además otra consecuencia, menos abordada por los especialistas. *Cuanto mayor sea el tipo de cambio, mayores serán los salarios reales de los trabajadores y de la clase media profesional*, en tanto que el precio de los bienes de consumo transables en el mercado internacional (commodities) disminuirá en virtud de la apreciación de la moneda local. Como contrapartida, bajarán los beneficios de los capitalistas, ya sea debido al crecimiento de los salarios del lado de la oferta o porque, del lado de la demanda, los capitalistas nacionales expor-

⁷⁴ Como ya hemos visto, esta definición no es apropiada si el país está afectado por el mal holandés, ya que con este tipo de cambio las industrias que utilizan tecnología de avanzada no serían económicamente viables.

⁷⁵ La existencia de un déficit de cuenta corriente esta asociada a la apreciación relativa del tipo de cambio y, por lo tanto, podría traer aparejada la presión del mercado en pos de su depreciación para así eliminar el déficit. Sin embargo, dado que estamos hablando de una ‘estrategia’, esto significa que las autoridades económicas están satisfechas con el déficit y, particularmente por medio de una política de altas tasas de interés, intentan mantener el tipo de cambio en un nivel relativamente apreciado, consistente con el déficit.

tarán e invertirán menos. Todas las economías experimentarán variaciones en los salarios con relación al tipo de cambio, que crecerá para cada hogar en línea con el mayor consumo de bienes transables y la mayor sensibilidad de las exportaciones e importaciones al tipo de cambio. En cualquier caso, la variación será relativamente estable, y únicamente se alterará a largo plazo. Por lo tanto, los beneficios y los salarios, además de depender sustancialmente del grado de productividad de la economía y de su patrón de distribución del ingreso, están sujetos al tipo de cambio.

¿Cómo opera esta relación? La tasa de beneficio es lo opuesto a la tasa salarial. Suponiendo que los trabajadores perciben un salario nominal, y adquieren bienes transables y bienes no transables, el costo de vida de los trabajadores dependerá del tipo de cambio nominal y de la proporción de bienes transables de sus canastas de consumos. Suponiendo también que la formación de precios tiene lugar en la economía conforme a la conocida regla de Kalecki que vincula el nivel de precios con los salarios nominales, con el nivel de productividad y con el *markup*, el salario real será función de la productividad, del tipo de cambio real y del *markup* o patrón de distribución del ingreso (Bhaduri y Marglin 1990; Simonsen y Cysne 1995: 452). Una devaluación del tipo de cambio real con un aumento del precio de los bienes transables frente a los salarios nominales implicará el descenso del salario real, dado que la canasta de consumo de los trabajadores se encarecerá. La principal limitación para una devaluación real es que el posible aumento de los salarios nominales resultante de la devaluación nominal no debe ser superior al aumento del tipo de cambio nominal, considerando el nivel de precios. Esto sólo sucederá si los precios de los bienes no transables, especialmente los salarios nominales, permanecen constantes o varían en menor proporción que el tipo de cambio (Corden 1981: 31-32). Por lo tanto, estamos asumiendo cierta rigidez de los salarios nominales y cierta flexibilidad de los salarios reales, y no a la inversa.

En cuanto a los beneficios totales, sabemos que dependen de las inversiones, que a su vez, además de depender de la tasa de beneficio esperada, están sujetas a las exportaciones. De esta manera, los beneficios se reducen cuando el tipo de cambio se aprecia y caen las exportaciones —la baja en los beneficios capitalistas se complementa con el aumento de los salarios de los trabajadores y de la clase media profesional—. El consumo, por su parte, depende tanto de los salarios reales como de los beneficios, es decir, depende del ingreso, y de la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de beneficio. El consumo varía paralelamente con la variación de salarios y beneficios, e inversamente a la diferencia entre la tasa de beneficio esperada y la tasa de interés. En el marco de una política de crecimiento con ahorro externo, el tipo de cambio se mantendrá a un nivel relativamente apreciado. Esto provoca que los salarios reales suban y se mantengan a un nivel artificialmente alto (es decir, incompatible con su productividad o con una tasa de beneficio razonable que permita sostener el crecimiento de la economía), al tiempo que disminuyen los beneficios. Suponiendo que el efecto del primer movimiento del consumo es mayor al del segundo movimiento (ya que la propensión al consumo de los trabajadores y la clase media es superior a la propensión a consumir de los capitalistas), *el consumo aumentará y se mantendrá en niveles altos, mientras que la apreciación relativa de la moneda reducirá el ahorro interno*. De esta manera, el ahorro interno es función del tipo de cambio.

Podría argumentarse que el aumento de los salarios en las economías de desarrollo medio con fuerte concentración del ingreso no es algo negativo, y que tal aumento no necesariamente reducirá la tasa de beneficio en caso de insuficiencia de la demanda. En primer lugar, sin embargo, debemos destacar que los aumentos salariales derivados de menores intereses, rentas y beneficios especulativos son siempre bienvenidos; no obstante, no creemos que un aumento artificial de los salarios en virtud de la sobrevaluación del tipo de cambio pueda in-

cluirse dentro de los casos de aumentos de salarios deseables. Segundo, aclaramos que por el momento estamos razonando en términos de la oferta, y por lo tanto no estamos asumiendo una posible insuficiencia de la demanda. Cuando analicemos la sobrevaluación del lado de la demanda notaremos que la insuficiencia de la demanda derivada de la excesiva apreciación de la moneda lleva al aumento del desempleo. Un aumento salarial artificial provocará mayor desempleo y menores ingresos, dado que la producción necesaria para abastecer esa demanda provendrá del exterior en forma de importaciones. *De este lado, la baja de las exportaciones reducirá las oportunidades de inversión o las expectativas de beneficios, las propias inversiones y, en consecuencia, conforme a Keynes y Kalecki, los beneficios y el ahorro interno.* Al mismo tiempo, del lado de la oferta, el aumento de los salarios provocado por la apreciación del tipo de cambio llevará, en razón del aumento del consumo y la reducción de los beneficios, a una baja de las inversiones financiadas con ahorro local. Por lo tanto, los dos movimientos se ratifican uno al otro, y conducen a menores inversiones. Sin embargo, dado que existe un flujo de capitales externos y de inversiones financiadas por ellos, las inversiones totales y la tasa de inversión pueden aumentar, permanecer constantes o disminuir, en función del grado de sustitución de ahorro interno por ahorro externo.

SUSTITUCIÓN DE AHORRO INTERNO POR AHORRO EXTERNO

El hecho de que el ahorro externo resulte o no en crecimiento económico depende de la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo. Si esta tasa es alta —y observaremos que habitualmente lo es—, la porción del déficit de la cuenta corriente que se convierte en inversión, en oposición a consumo, es pequeña y desproporcionada con al costo del interés y a las remesas de beneficios deri-

vadas de la transferencia de recursos. Definimos esta tasa z como la variación de la tasa de ahorro interno con relación al PBI (S_i) y como la variación de la tasa de ahorro externo con relación al PBI (S_x):

$$z = \partial S_i / \partial S_x$$

Analícemos ahora las variables que determinan la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo. A los efectos de la crítica que desarrollamos aquí, si bien trabajamos con variaciones del tipo de cambio, estamos más interesados en su nivel. El momento de apreciación o depreciación del tipo de cambio tiene un interés meramente secundario. Lo que más importa es el nivel del tipo de cambio y del ahorro externo correspondiente. Tomemos dos períodos: t , donde el ahorro externo es cero y el tipo de cambio es el tipo de cambio de referencia o de "equilibrio", y un período $t + 1$, donde surge un déficit (superávit) de cuenta corriente y el tipo de cambio es bajo (alto) o está apreciado (depreciado). En virtud de esta modificación, el nuevo tipo de cambio deberá estar necesariamente más apreciado. ¿Cuál será la consecuencia de esta apreciación para la inversión? Del lado de la oferta, la variable clave que ejercerá influencia sobre la porción del aumento del ahorro externo que se destinará a consumo en lugar de inversión, en virtud de la apreciación del tipo de cambio y del correspondiente aumento de salarios, es la propensión al consumo; a mayor propensión, mayor será la porción que se destinará al consumo y menor la de inversión. También dependerá del cociente diferencial entre la tasa de beneficio esperada y la tasa de interés: cuanto más alto sea este diferencial, menor será la porción del ahorro externo adicional que se destinará al consumo. Del lado de la demanda, la variable clave es la elasticidad de las exportaciones frente a la variación del tipo de cambio y, luego, la elasticidad de la tasa de inversión con relación a las exportaciones o, más directamente, de la variación de la inversión frente al tipo de cambio.

¿Cuál será la variación del ahorro interno debida a la apreciación de la moneda del país que recibe ahorro externo? En otros términos, ¿de qué dependerá la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo? Tenemos aquí una interrelación: el aumento de este último tiende a provocar una disminución en el primero. La apreciación de la moneda local puede reducir el nivel de ahorro interno en un monto similar o mayor que el monto representado por el aumento del ahorro externo, causando así un desplazamiento del ahorro interno. Si la disminución del ahorro interno es superior al aumento del ahorro externo, disminuye el ahorro total, aumenta el consumo total y los ingresos permanecen estables. ¿De qué depende esta sustitución? La tasa de sustitución depende de la variación de los salarios con relación a la apreciación del tipo de cambio (a mayor variación, mayor tenderá a ser la sustitución), de la variación de los beneficios esperados de las inversiones orientadas a la exportación con relación al tipo de cambio, de la propensión al consumo y del cociente diferencial entre la tasa de interés y la tasa de beneficio esperada, es decir, de las oportunidades de inversión. La más importante de estas variaciones es la variación de las oportunidades de inversión ya que, a diferencia de las demás, varía considerablemente. Si las oportunidades de obtener beneficios son numerosas, la clase capitalista utilizará una porción mayor de sus ingresos esperados y devengados para invertir, aumentando de esta manera su propensión marginal a invertir. Además, los aumentos de los salarios de la clase trabajadora y (especialmente) de la clase media también elevarán su propensión marginal a invertir, compensando posiblemente los incentivos para un mayor consumo derivados del aumento en los salarios reales. Del lado de la demanda, la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo será más alta a mayor elasticidad de las exportaciones con relación a la variación del tipo de cambio y a mayor elasticidad de las inversiones frente a las exportaciones y, por lo tanto, cuanto mayor sea la reacción de las inversiones ante la variación del tipo

de cambio. Oferta y demanda operan por lo tanto en la misma dirección: del lado de la demanda, la apreciación del tipo de cambio desencadena sucesivamente la disminución de las exportaciones, de las inversiones destinadas a la exportación y del ahorro residual de la inversión; del lado de la oferta, la baja en las inversiones trae aparejada la reducción directa del ahorro interno provocada por el aumento de los salarios reales y por el mayor consumo derivado de la misma apreciación del tipo de cambio.

¿Cuál es en la práctica el significado de la tasa de sustitución del ahorro interno por ahorro externo? Si no prestamos atención al signo, si la tasa es igual al 1 o al 100 por ciento, esto significa que el aumento del ahorro externo corresponde a una reducción similar del ahorro interno —en ese caso la sustitución es total—. Si es 0, no hay sustitución de ahorro. En el primer caso, el ahorro externo adicional no genera un aumento de la tasa de inversión; en el segundo, la totalidad del ahorro externo se transforma en un aumento de las inversiones y, por ende, de la tasa de inversión. En los casos intermedios, parte del ahorro externo se canalizará hacia el consumo y parte hacia la inversión. La tasa de sustitución de ahorro externo por ahorro interno será particularmente mayor cuanto menor sea el diferencial entre la tasa de beneficio esperada y la tasa de interés, es decir, cuanto menores sean las oportunidades de inversión. En este caso, además del hecho de que los trabajadores muestran una mayor propensión al consumo, la clase media también tenderá a consumir prácticamente todo el aumento de los salarios, y ni siquiera los capitalistas que sufren la disminución de sus beneficios reducirán sus consumos de manera significativa. Por lo tanto, si el diferencial entre interés y beneficio es poco significativo, tendremos oportunidades de inversión “normales”, que no estimularán a la clase media a destinar parte del aumento de sus salarios a inversiones ni persuadirá a los capitalistas para consumir menos. En consecuencia, el flujo de ahorro externo se compensará por medio del

menor ahorro interno resultante del aumento del consumo. Además, los propios beneficios y su reinversión serán modestos. El resultado de ambas circunstancias es que no habrá nuevas inversiones a pesar del flujo de ahorro externo. A la inversa, si el diferencial tasa de beneficio-interés es grande y la variación de consumo es pequeña, una porción sustancial del aumento de los salarios no se destinará a consumo sino a inversión.

En este capítulo, asumimos que, bajo condiciones normales, la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo tiende a ser alta, superior al 50 por ciento; se acercará al 100 por ciento cuando los déficits de cuenta corriente no guarden relación alguna con las inversiones y tenga lugar un proceso de crecimiento particularmente lento, como sucedió en América Latina en la década de 1990. Sin embargo, histórica o empíricamente, sabemos que, bajo determinadas circunstancias, algunos países han alcanzado su desarrollo por medio del ahorro externo. ¿Cuál es la condición para que esto suceda, es decir, para que la sustitución de ahorro interno por ahorro externo permanezca cercana a 0? Para que esta tasa permanezca más cerca de 0 que del 100 por ciento será necesario que una combinación favorable de externalidades y un aumento de la demanda generen importantes oportunidades de inversión, expresadas en forma de expectativas de altas tasas de beneficio, siempre combinadas con fuertes tasas de crecimiento del PBI. Es importante destacar que, de manera muy similar a la sustitución de ahorro interno por ahorro externo que tiene lugar cuando aumenta el déficit de la cuenta corriente, lo opuesto puede suceder, es decir, la sustitución de ahorro externo por ahorro interno cuando disminuyen el déficit de la cuenta corriente o el ahorro externo. En este caso, del lado de la oferta caerán los salarios, mientras que del lado de la demanda aumentarán las exportaciones y las inversiones, llevando a la sustitución en sentido inverso.

EVIDENCIA EMPÍRICA

Muchos estudios empíricos han medido la relación entre el empleo de ahorro externo y el nivel de ahorro interno. La mayoría de ellos muestra una sustitución de ahorro interno por ahorro externo, en lo que parece ser un consenso casi unánime entre los especialistas. Curiosamente, el problema cambiario es dejado de lado. La mayor parte de los estudios en este campo no se ocupa del papel del tipo de cambio en la determinación del nivel de ahorro interno o externo, ni ofrece una explicación de la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo. Simplemente presentan los resultados de sus investigaciones, que no dejan de ser significativos, pero que no obstante ello no brindan teorías explicativas.

Antes de la clásica investigación de Feldstein y Horioka (1980) sobre los ricos países de la OCDE,⁷⁶ Fry (1978) fue pionero en la preparación de estudios econométricos diseñados para evaluar los posibles factores determinantes del ahorro interno. Si bien su objetivo central no es la relación entre ahorro interno y ahorro externo, sus análisis empíricos ofrecen resultados indirectos sobre el grado de sustitución entre estos dos elementos. Comienza con una ecuación que intenta explicar los niveles de ahorro interno como función de la tasa de crecimiento y del nivel de PBI per cápita, la tasa de interés real y el nivel de ahorro externo. Los análisis fueron formulados por medio de regresiones de cuadrados mínimos con *dummies* para los distintos países. Se incluyen datos correspondientes a siete países asiáticos para el período 1962-72: India

⁷⁶ Gran cantidad de otros estudios han confirmado las conclusiones de Feldstein y Horioka. Economistas sorprendidos, no obstante, insistieron en hablar del “enigma de Feldstein-Horioka”. Pese a ello, estudios econométricos recientes han demostrado que se trataba básicamente de un problema de solvencia de esos países —Sinn (1992); Rocha (2004); Coakley, Kulasi y Smith (1996).

(1962-72), Corea del Sur (1962-72), Birmania (1962-69), Malasia (1963-72), Filipinas (1962-72), Singapur (1965-72) y Taiwán (1962-72), y los resultados apuntan a un coeficiente de alrededor de $-0,5$ con relación al ahorro externo. Esto significa que el 50 por ciento del ahorro externo sería neutralizado por una disminución del ahorro interno. Sebastian Edwards (1995) realiza un amplio análisis de los factores determinantes del ahorro privado interno. Además de analizar algunos aspectos teóricos con varias explicaciones para los distintos niveles de ahorro interno, Edwards ofrece un importante análisis empírico que comprende países desarrollados y en desarrollo e incluye estimaciones con un panel de datos de 25 países en desarrollo y 11 países desarrollados entre 1970 y 1992. Emplea una amplia lista de variables independientes y, por lo tanto, de posibles factores determinantes de la tasa de ahorro privado interno: la tasa de dependencia demográfica (población menor de 15 años más población mayor de 65 años dividida por la población entre 15 y 65 años), población urbana, ahorro público, tasas de crecimiento, PBI per cápita, base monetaria/ PBI, créditos al sector privado, gasto público en seguridad y bienestar social, tasa de interés real, ahorro externo, inflación, distribución del ingreso y estabilidad política. Mediante varios modelos de estimaciones el autor llega también a un valor negativo de alrededor de $0,5$ para el coeficiente de ahorro externo (mínimo $0,38$, máximo $0,625$), lo que demuestra una alta sustitución entre ahorro privado interno y ahorro externo.

Schmidt-Hebbel et al. (1992) estudiaron el comportamiento del ahorro interno desde la perspectiva de un hogar. En lugar de ocuparse del ahorro total, basan su análisis empírico en el ahorro familiar con relación a los ingresos disponibles. Entre las variables independientes a utilizar en las estimaciones seleccionaron, por ejemplo: niveles de ingreso per cápita del hogar (tasas y tendencia), tasas de interés reales, tasas de inflación y ahorro externo. Los cálculos incluyen datos de un panel de 10 economías en desarrollo entre 1970 y 1985 me-

dian­te un modelo de efectos fijos y aleatorios. Los coefi­cien­tes referidos a ahorro externo apuntan a valores de al­re­dedor de $-0,2$, lo que demuestra cierto grado de susti­tu­ción entre ahorro externo y ahorro interno. Los autores llaman la atención acerca de este punto: “el ahorro externo, que representa una limitación a la liquidez externa, estimula el consumo privado, tal como lo demuestra su gran influencia negativa sobre el ahorro.”⁷⁷

En el mismo sentido, Reinhart y Talvi (1998) hacen una comparación entre Asia y Latinoamérica respecto de las relaciones entre ahorro externo y ahorro interno. Sostienen que los altos niveles de ahorro de Asia se deben en mayor medida a tendencias históricas que al comportamiento de los flujos de capital. Llegan a resultados empíricos comparables con los de Schmidt-Hebbel et al. (1992) y Edwards (1995), en el sentido de que existe un grado razonable de sustitución entre ambos factores. El empleo de ahorro externo tiene una correlación negativa con el nivel de ahorro interno de ambas regiones. Por medio de una especificación cercana a la de Fry (1978), donde el ahorro interno se define como función del ahorro externo y como vector de otros factores determinantes, Uthoff y Tittelman (1998) también arriban a una relación negativa entre los niveles de ahorro interno y de ahorro externo, equivalente a alrededor de $-0,5$. En su modelo, el ahorro interno se basa en la tendencia, el crecimiento y las desviaciones del PBI per cápita, en la tasa de inflación, en la tasa de dependencia demográfica, como en el modelo de Edwards (1995), y en la tendencia y la desviación del ahorro externo y de la tasa de interés real. Las estimaciones comprenden un total de 330 casos de 15 países latinoamericanos y del Caribe entre 1972 y 1993, y los resultados referidos al ahorro externo indican un fuerte coeficiente negativo de $-0,47$.

⁷⁷ Schmidt-Hebbel et al. (1992: 543).

Los autores calculan también el impacto del ahorro externo sobre el ahorro interno a partir de la separación entre la tendencia al ahorro externo y la desviación de la tendencia. Una vez más, los resultados arrojan un coeficiente negativo de alrededor de $-0,48$, con valores entre $-0,31$ y $-0,46$ para el impacto del aumento de la tendencia y entre $-0,48$ y $-0,49$ para las desviaciones de la tendencia. Entre los casos analizados, sobresale el mexicano. Desde 1983-90 hasta 1992-94, el uso de ahorro externo en México aumentó 7,4 puntos porcentuales del PBI, mientras que la tasa de inversión aumentó sólo el 4,4 por ciento del PBI. Una parte sustancial de los recursos externos se empleó para financiar el mayor consumo, con un descenso del ahorro interno. Para el promedio de Latinoamérica, el ahorro externo aumentó dos puntos porcentuales entre 1983-90 y 1992-94, en tanto que la tasa de inversión creció el 0,3 por ciento del PBI, y el ahorro interno cayó 1,7 puntos porcentuales.⁷⁸

Si bien estos estudios no utilizan directamente el tipo de cambio en las mediciones econométricas, ofrecen de todas formas, si bien indirectamente, pruebas que confirman los argumentos teóricos presentados en este capítulo. Si asumimos que la existencia de déficit de la cuenta corriente está acompañada de algún grado de apreciación del tipo de cambio, podemos concluir que los estudios empíricos antes descriptos se ajustan al razonamiento de que, en general, el uso de ahorro externo guarda relación con la baja del ahorro interno y el aumento del consumo total. Por otra parte, la sustitución de ahorro interno por ahorro externo observada, dependiendo del país y del período al que corresponden los datos, probablemente derive de la existencia o no, en un momento determinado, de la expectativa de una alta tasa de beneficio o, en otras palabras, de oportunidades de inversión significativas transformadas en altas tasas de crecimiento.

⁷⁸ Uthoff y Titelman (1998: 36).

EL CASO DE BRASIL EN LA DÉCADA DE 1990

Los estudios originales de Bresser-Pereira (2002) y Bresser-Pereira y Nakano (2002a) que criticaron la política de crecimiento con ahorro externo ya contenían confirmaciones empíricas del fracaso del ahorro externo para promover el crecimiento. Por medio de la metodología desarrollada en este capítulo, estimé la tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo en Brasil entre 1994 y 1999, cuando el déficit de cuenta corriente del país aumentó considerablemente, y arribé a una tasa de sustitución del 131,9 por ciento; por otro lado, llevé a cabo una estimación de la tasa de sustitución de ahorro externo por ahorro interno entre 1999 y 2006, cuando tuvo lugar un movimiento inverso en la cuenta corriente, y llegué a una tasa de sustitución de ahorro externo por ahorro interno del 121,9 por ciento.⁷⁹ En consecuencia, la tasa de inversión no aumentó durante el primer período, cuando creció el ahorro externo, y prácticamente no descendió durante el segundo período, cuando el ahorro externo recibido por el país disminuyó y se volvió negativo.⁸⁰

⁷⁹ Las variaciones se calcularon en base al promedio de las variables durante los tres años anteriores a cada uno de los dos períodos. Estos datos ya toman en cuenta el cambio en el método de cálculo del PBI anunciado por el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) en marzo de 2007.

⁸⁰ El shock estructural positivo experimentado por la economía brasileña transformó el déficit de la cuenta corriente de 4,33% del PBI en 1999 en un superávit de 1,49% en 2005, equivalente a un ajuste externo del 5,81% del PBI.

Tabla 3: Tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo (1994-1999) y de ahorro externo por ahorro interno (1999-2006)

	Ahorro externo, Sx (% GDP)	Ahorro interno, Si (% GDP)	Tasa de inversión (% GDP)	Período	Ahorro externo ΔSx	Ahorro interno ΔSi	Tasa de sustitución $\Delta Si/\Delta Sx(\%)$
1994	0,44	19,83	21,27				—
1999	4,73	14,17	19,20	1994-99	4.29	- 5.66	131.9
2006	-2,86	19,36	16,50	1999-06	- 7.59	5.19	68.4

Fuente: Ipeadata. Nota: La tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo es un concepto del autor que se explica en el texto de la obra.

Como podemos ver en la Tabla 3, el déficit de la cuenta corriente, o el ingreso de ahorro externo, creció con fuerza en Brasil entre 1994 y 1999: 4,29 por ciento del PBI. Pese a ello, como plantea la teoría crítica de la política de crecimiento con ahorro externo, la tasa de inversión no creció; en lugar de ello, experimentó una baja del 20,8 al 18,9 por ciento. Por otra parte, los déficits de cuenta corriente del período 1994-1999 fueron cubiertos mediante dos tipos de financiamiento: préstamos y fundamentalmente inversiones directas. Las inversiones directas crecieron extraordinariamente. Aun así, la tasa de inversión total de la economía no aumentó durante el período, sino todo lo contrario, como podemos observar en la tabla; en cambio, fueron los ingresos netos enviados al exterior los que crecieron.

Desde la devaluación del real en 1999, se inicia el proceso inverso: tiene lugar un shock estructural y el déficit de la cuenta corriente de 4,73 por ciento del PBI en 1999 se transforma en 2006 en un superávit del 2,9 por ciento. Tenemos, por lo tanto, un ajuste externo⁸¹ de 7,6 puntos porcentuales del PBI en-

⁸¹ La diferencia entre el déficit de cuenta corriente de 1999 y de 2006.

tre 1999 y 2006. Estos datos constan en la Tabla 3, donde también podemos ver que, de manera muy similar a la falta de crecimiento de la tasa de inversión en el período interior, cuando aumentó el ahorro externo, ésta no aumentó cuando descendió el ahorro externo, sino que descendió al 16,5 por ciento del PBI –una caída del 2,7 por ciento del PBI frente a una baja del ahorro externo del 7,6 por ciento del PBI–.

En este segundo período, por lo tanto, hay una tasa sustitución de ahorro externo por ahorro interno del 68,4 por ciento. Esto sucede porque, como expliqué anteriormente, los salarios caen junto con el consumo, aumentando el ahorro interno del lado de la oferta, mientras que del lado de la demanda aumentan las exportaciones (prácticamente se duplicaron entre 2002 y 2005), generando mayores inversiones en bienes transables y, en consecuencia, un aumento del ahorro interno. En el caso brasileño, este proceso inverso de sustitución fue alimentado durante ese período por el ajuste fiscal que comenzó en 1999 y por la baja de los salarios reales provocada por la aguda depreciación del real en 1999 y fines de 2002. Si los argumentos aquí presentados son correctos, Brasil debió haber experimentado, durante el primer período, una alta tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro externo y, en el segundo período, una tasa de sustitución de ahorro externo por ahorro interno igual o más alta.

Como vimos en la sección anterior, otros investigadores, si bien no cuentan con una teoría que explique el fenómeno, han medido el desplazamiento del ahorro interno causado por el ahorro externo en varios países y períodos, y la mayoría de los resultados se sitúa en torno al 50 por ciento. De modo que en la década de 1990, esta tasa fue sensiblemente mayor en Brasil que el promedio, de por sí alto. A la vez, el proceso inverso de sustitución de ahorro externo por ahorro interno, que comienza en 2000, podría parecer sorprendente, pero también está previsto en el modelo que hemos presentado. El aumento del ahorro interno fue el resultado no sólo de la baja de los salarios reales sino también del ajuste fiscal implementado a

partir de 1999⁸² y del aumento de las exportaciones a partir de 2002. Este aumento de las exportaciones se explica no sólo por un tipo de cambio más favorable sino principalmente por la mejora del precio de los bienes exportados por Brasil, que aumentó el 30 por ciento entre 2002 y 2005.⁸³

Concretamente, este capítulo describe los efectos negativos de la aceptación por parte de una nación de la política de crecimiento con ahorro externo, ampliamente sugerida en la bibliografía y en especial por los intelectuales que adhieren a la ortodoxia convencional. De elegir este camino, el país enfrentará el problema de la insuficiente demanda resultante de la carencia de incentivos adecuados para las inversiones dirigidas a la exportación, debido a que su moneda tenderá a la sobrevaluación. Esta apreciación del tipo de cambio se presenta con relación al tipo de cambio de referencia, que equilibra intertemporalmente la cuenta corriente del país. Como ya se analizó, el tipo de cambio determina no sólo las exportaciones e importaciones y, por ende, el ahorro externo, sino además los salarios reales, así como los beneficios y en consecuencia el consumo y el ahorro interno. Asumiendo una relación estable entre el tipo de cambio y los salarios y beneficios, la variable fundamental en este caso es la propensión al consumo, que variará dependiendo de la existencia de oportunidades de inversión normales o extraordinarias. Del lado de la demanda, la inversión y por ende, el ahorro, dependen de la elasticidad de las exportaciones frente al tipo de cambio, y de la elasticidad de las inversiones con relación a las exportaciones o, más directamente, de la elasticidad de las inversiones con el tipo de cambio. Como consecuencia, el nivel del tipo de cambio también determina la inversión.

⁸² Mientras que entre 1995 y 1998 el superávit primario se mantuvo en niveles cercanos a 0%, en el período 1999-2002 rondó alrededor del 3,5% y, en el período de cuatro años posterior, en torno al 4,5% del PBI.

⁸³ Fuente: Funcex.

El flujo de capital o ahorro externo tiende a provocar la apreciación del tipo de cambio, así como un aumento en los salarios reales y las importaciones, dado que la variación o elasticidad del consumo con referencia a la remuneración de los trabajadores y de la clase media es por lo general cercana a 1. Del lado de la demanda, tiende además a reducir las exportaciones y las inversiones orientadas a la exportación. Debido a ello tiene lugar una importante sustitución de ahorro interno por ahorro externo, que según las investigaciones oscila alrededor del 50 por ciento bajo circunstancias normales, pero puede resultar mayor o menor según la situación económica. Sin embargo, si la economía atraviesa un período de altas tasas de crecimiento, donde el diferencial entre la tasa de beneficio esperada y la tasa de interés a largo plazo es significativo, el aumento del consumo puede ser escaso, dado que la clase media en particular puede destinar el aumento real de sus salarios a inversiones, ahora mucho más atractivas. Es por ello que, en determinados períodos, como la segunda mitad del siglo XIX en EE.UU. o la primera mitad de la década de 1970 en Corea del Sur y Brasil, hubo crecimiento con ahorro externo.

En la mayoría de los casos, sin embargo, asumimos que, como sucedió durante la década de 1990, esta condición excepcional no está presente, y el ahorro externo se limitará a convertirse en mayor consumo y en el aumento del endeudamiento financiero o patrimonial (originado por las inversiones directas) del país, que implican una pesada carga de remesas al exterior sin un aumento de las inversiones o de la tasa de crecimiento. Esto también explica por qué los países asiáticos han defendido con tanta fuerza sus tipos de cambio, manteniéndolos a niveles competitivos por medio de la política de crecimiento con ahorro externo negativo, esto es, con superávit de cuenta corriente, y el aumento de las reservas o las inversiones en el extranjero. Esta crítica contradice la presunción de la economía convencional relativa a que los países ricos en capital transfieren (o deberían transferir) sus recursos hacia los países pobres en capital. Sabemos, sin embargo, que el

desarrollo de la ciencia, en cualquier campo, reside en desafiar las distintas formas de sabiduría convencional —una sabiduría que, al ser en muchos casos meramente hipotético-deductiva, es fácilmente refutada por la experiencia histórica de los países, que siempre ha consistido en que el capital se hace en casa—. Por medio de este capítulo esperamos contribuir a una teoría que pueda explicar esta experiencia y las bajas tasas de crecimiento de los países que recurren al ahorro externo. También es nuestro deseo contribuir al fortalecimiento de una perspectiva macroeconómica emergente que pone el acento en la importancia de la demanda agregada y en la necesidad de un tipo de cambio competitivo que garantice la sustentabilidad de la demanda.