

**Documento de Trabajo N° 63**

---

**El proceso de Ahorro-Inversión en la Argentina**  
**Una aproximación a las relaciones causales de los procesos de**  
**crecimiento y distribución**

---

**Rubén M. Lo Vuolo**  
**Cecilia Lanata Briones**

**Marzo 2008**  
**ISSN 1668-5245**



Los trabajos realizados para la elaboración de este documento, son parte de las actividades de los proyectos: “*Distribución progresiva del ingreso y acumulación de capital: conflictos, restricciones y políticas alternativas en el contexto argentino*” (PICT 2003 N° 2-14112) y “*Les conditions de stabilité de la croissance, L'épargne et la distribution des revenus en Argentine*” (por convenio CIEPP/CEPSEUPMF/ Institut Caisse des dépôts pour la recherche/CNP).



## EL PROCESO DE AHORRO-INVERSIÓN EN LA ARGENTINA UNA APROXIMACIÓN AL ESTUDIO DE LAS RELACIONES CAUSALES DE LOS PROCESOS DE CRECIMIENTO Y DISTRIBUCIÓN

**Rubén M. Lo Vuolo y Cecilia Lanata Briones<sup>1</sup>**

*“En realidad, el testamento de la ciencia está en un flujo tan continuo,  
que la herejía de ayer es el evangelio de hoy y el fundamentalismo de mañana.  
Parfraseando a Hamlet, lo que una vez fue una paradoja ya no lo es,  
pero puede nuevamente volver a serlo”*  
(Edgard Kasner & James Newman, *Matemáticas e Imaginación*)

### **1. La actual fase de crecimiento en la trayectoria económica argentina**

La dinámica de la economía argentina es intrigante. Luego de los inestables años ochenta, la trayectoria económica del país transcurrió desde una hiperinflación (1989-90) hacia una profunda depresión económica (1998-2002), para luego revertir en una fase de crecimiento elevado. Durante estos años, se ilusionó con un período de bonanza apañado por un régimen de “caja de conversión” que operaba mediante una regla de convertibilidad fija entre peso y dólar a un tipo de cambio uno a uno. Luego, se revirtieron las reglas macroeconómicas ubicando al tipo de cambio elevado (en términos históricos) como el objetivo excluyente y desde allí sostener superávit gemelos en el área fiscal y en las cuentas externas.

Durante el reinado del consenso en torno a la regla impuesta por la Ley de Convertibilidad, el país se embarcó en un acelerado y profundo proceso de reestructuración de las principales instituciones que caracterizaban el patrón de organización económica y social vigente por varias décadas. El experimento terminó en una crisis profunda que hizo eclosión en la segunda mitad de 2001 y se transfirió rápidamente del orden económico al social y político.

El camino elegido para salir de la crisis condujo a bruscas transferencias de riquezas en desmedro de los grupos más vulnerables de la población. Los instrumentos que corporizaron esas transferencias fueron variados: limitación y hasta prohibición de retiro de depósitos del sistema financiero (“corralito” y “corralón”), maxi-devaluación no compensada por aumentos de salarios, inflación, *default* de la deuda pública en cabeza de acreedores privados, “pesificación asimétrica” de créditos y deudas, etc. Estas y otras medidas provocaron fuertes

---

<sup>1</sup> Investigador Principal y Asistente de Investigación, respectivamente, del Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas (Ciepp).



movimientos de transferencias de ingresos entre agentes perceptores y en los valores patrimoniales de acreedores y deudores del sistema social de pagos<sup>2</sup>. Los efectos de estas y otras medidas continúan propagándose en el tiempo y son difíciles de cuantificar con precisión.

En relación a la trayectoria económica del país, todas estas medidas sirvieron para construir las **“condiciones iniciales”** a partir de las cuales se desarrolló la fase siguiente de crecimiento económico. La más citada de estas condiciones iniciales es el **“cambio de precios relativos”** provocado por la maxi-devaluación; este cambio favoreció a los bienes exportables, a la protección generalizada de la oferta de bienes y servicios producidos localmente frente a los bienes importados y a una caída abrupta del costo salarial (y del ingreso de los trabajadores de todas las categorías ocupacionales). Menos citadas son otras condiciones iniciales simultáneas y derivadas en gran medida de este cambio de precios relativos, especialmente la brusca **reducción del consumo privado** y el paralelo **aumento del “ahorro no voluntario”<sup>3</sup> de los residentes locales**. La contrapartida fue una **veloz apropiación de excedente económico por parte de los propietarios del capital** (por licuación de sus pasivos, por ganancias extraordinarias derivadas de la caída del costo salarial, las mejoras de productividad por trabajador, el elevado tipo de cambio, etc.).

No obstante las deficiencias de las estadísticas argentinas en materia de **distribución funcional del ingreso**, estudios sobre el tema señalan claramente cómo la caída de la masa salarial ha sido una condición inicial clave de la actual fase de auge económico. Por ejemplo, (Lindemboin, Graña y Kennedy, 2005) arriesgan la siguiente conclusión:

**“La devaluación de enero de 2002, fue el desencadenante de una caída en la participación salarial muy importante. Según la serie que se consulte el descenso alcanzó entre 5pp. y 7,5pp. El efecto precios sobre el producto de ese año, ausente en las remuneraciones dada la inexistente indexación salarial, y la agudización de la pérdida de puestos de trabajo asalariados explican conjuntamente esta caída. El año 2003, aún presentando un panorama marcadamente distinto en términos macroeconómicos, también evidencia una caída en la participación, aunque de menor intensidad (de entre 1,7 y 2,7pp.) en virtud de una escasa variación de precios junto con el inicio de cierta recuperación salarial”.**

---

<sup>2</sup> Por “sistema social de pagos” entendemos aquí al sistema de relaciones que permite la cancelación de créditos y deudas *recíprocas* entre los miembros de un determinado sistema social. La construcción política de un sistema social de pagos requiere de una “deuda original” del Estado con la ciudadanía que está expresada en la emisión de moneda fiduciaria y de un “crédito original” que el Estado tiene con la ciudadanía y que está representado por su poder tributario. Véase al respecto los textos incluidos en Aglietta y Orléan (1998); para el análisis del caso argentino en relación con la regla de Convertibilidad, véase Lo Vuolo (2001, capítulo 4). Por otro lado, investigaciones más recientes destacan la importancia del sistema de unidades de cuenta en que se sustenta el sistema social de pagos, en tanto la unidad de cuenta es una condición del intercambio de mercado que presupone un acuerdo social sobre la medida de los valores que se intercambian. Para un análisis de la dificultad histórica de estabilizar este acuerdo en el caso argentino, como lo muestra la alta volatilidad de la inflación, de la tasa de interés y de la tasa de cambio, véase Marques-Pereira (2007).

<sup>3</sup> El término “ahorro no voluntario” se utiliza aquí para indicar el ahorro que no se forma por elección voluntaria de los perceptores de ingreso, sino que se obtiene por imposición de precios por parte del poder público y/o normativas que establecen cargos y contribuciones (como el sistema de previsión social, medidas de retención compulsiva de depósitos como el corralito-corrallón, etc.).



Así, desde mediados de 2002 se recuperó la economía y posteriormente se aceleró el crecimiento. En el año 2006 el PBI por habitante se ubicó 6% por encima de los picos máximos de la década del noventa. Todo indica que el crecimiento continuó elevado en el año 2007 aunque, como es públicamente conocido, no son consistentes las estadísticas oficiales desde inicios de ese año con respecto a registros previos. La persecución de funcionarios en el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec)<sup>4</sup>, la alteración de registros de las bases de datos y la manipulación de las metodologías de cálculo de los indicadores económicos y sociales, no permiten utilizar como referencia sólida gran parte de las cifras difundidas oficialmente por ese organismo desde inicio del año 2007.

La nueva fase de crecimiento económico se potenció por las modificaciones en el **ambiente comercial y financiero internacional**. La combinación entre la política de tipo de cambio alto y los elevados precios internacionales de las *commodities* que exporta el país, permitió un fuerte aumento del valor las exportaciones. La más lenta recuperación de las importaciones de insumos y bienes de capital, ayudó al resultado positivo de la balanza comercial; ese saldo positivo registra una caída desde el pico de 2002. La consecuente entrada de divisas facilitó la política monetaria guiada por el objetivo de sostener un tipo de cambio elevado<sup>5</sup>.

En la instrumentación de esta política, el Banco Central (BCRA) participa activamente en el mercado de cambios en consonancia con un programa monetario de metas cuantitativas. La expansión de la oferta monetaria derivada de la compra de divisas por e BCRA (y la consiguiente acumulación de reservas de divisas) se neutraliza parcialmente con emisión de deuda del mismo organismo. Si bien esta política viene siendo efectiva para mantener elevado el tipo de cambio, la tendencia es declinante desde el pico de la maxi-devaluación en la primera parte de 2002<sup>6</sup>. La creciente deuda y la aceleración de la inflación alertan sobre la posibilidad de sostener esta política de esterilización en el tiempo<sup>7</sup>.

Pese a la manipulación de los indicadores oficiales, otros registros indican una clara aceleración de la inflación (recaudación del IVA, precios relevados en bocas de consumo masivo, índices de jurisdicciones provinciales, etc.). Prueba de ello son, entre otras evidencias, la propia intervención del gobierno sobre la metodología de cálculo de las estadísticas oficiales, los permanentes acuerdos con agentes privados, las restricciones impuestas recurrentemente a la comercialización de productos, los subsidios múltiples a los productos agropecuarios, la contención de tarifas de servicios públicos regulados, los límites a las negociaciones salariales y las campañas públicas de “boicot” a la compra de determinados productos. Lejos de bajar expectativas, todos estos elementos le han quitado referencia de precios a la toma de decisiones de los agentes económicos por lo cual alimentan las propias expectativas inflacionarias.

<sup>4</sup> Ver <http://indecdepie.blogspot.com/>

<sup>5</sup> De este modo se abandonó el compromiso que se había tomado con el FMI en gobiernos previos de avanzar hacia el establecimiento de un régimen monetario orientado por “metas de inflación”. Ver Cibils y Lo Vuolo (2004) y Lo Vuolo (2006).

<sup>6</sup> Debido a la depreciación del dólar con el euro, el tipo de cambio se mantuvo mucho más competitivo con los países de la Unión Europea. La política de apreciación del real llevada a cabo por Brasil, también mantuvo el tipo de cambio competitivo con el principal socio comercial del MERCOSUR.

<sup>7</sup> En Frenkel (2007) puede consultarse un ejercicio sobre la mecánica de esterilización del BCRA. Sin embargo, a nuestro juicio las conclusiones allí expuestas sobre las condiciones de sostenimiento de la política de esterilización adolecen de los mismos problemas metodológicos a los que nos referimos luego para analizar el “circuito virtuoso” de la política macroeconómica.



El elevado crecimiento económico se refleja en un sostenido aumento de la tasa de empleo y una marcada caída de las tasas de desempleo y de subempleo horario desde los valores picos de la crisis de 2001-02. Los señalados problemas de registro de las estadísticas oficiales impiden evaluar adecuadamente qué es lo que está sucediendo en los últimos meses, pero existen evidencias para intuir una caída de la elasticidad empleo-producto como así también de la permanencia de barreras estructurales a la formalización del empleo precario e ilegal.

Las tasas de pobreza e indigencia también muestran una marcada caída desde la crisis, pese a lo cual se mantienen en niveles muy elevados. Menos progresos muestra la distribución del ingreso tanto personal como funcional<sup>8</sup>. Dada su sensibilidad a la variación de los índices de precios, los indicadores de pobreza y distribución son los más afectados por el avasallamiento del Gobierno sobre el INDEC, por lo cual no es lícito realizar inferencias consistentes para el año 2007.

La visión oficialista sobre la mecánica del “circuito virtuoso” que alimenta la actual fase de crecimiento económico en el país confía en sus impactos acumulativos positivos. El esfuerzo principal está en justificar técnicamente la posibilidad de sostener el tipo de cambio en niveles elevados y privilegiar el superávit fiscal sobre la política monetaria para mantener la consistencia de los agregados macroeconómicos. El denominado “tipo de cambio competitivo”<sup>9</sup> sería una suerte de “atractor”<sup>10</sup> clave para definir la trayectoria positiva de esta mecánica sustentada en una estructura de “tríptico” entre tipo de cambio alto, superávit fiscal y superávit comercial. En términos de bienestar de la población, la esperanza está puesta en los impactos positivos de este tríptico sobre el mercado laboral y de allí en los indicadores sociales. El supuesto es que la alta creación de empleo derivada del crecimiento alienta la “formalidad”, a la vez que se complementa este escenario con políticas asistenciales que buscan “activar” las “capacidades productivas” de los desempleados mediante programas de micro-emprendimientos y de empleo condicionado [*workfare*]<sup>11</sup>.

El superávit fiscal-financiero primario del Sector Público es clave en este razonamiento. De hecho, acompañó por un tiempo la política de compra de divisas<sup>12</sup>. Sin embargo, las presiones sobre el mismo son cada vez más evidentes por varias razones. En primer lugar, las demandas de ajuste de beneficios de subsidios públicos (en algunos casos, reclamados por el propio Poder Judicial). En segundo lugar, la propia recomposición de los atrasados salarios públicos. En tercer lugar, el creciente peso de la política de subsidios al capital que alcanza a gastos corrientes de todo tipo y no sólo a obras de infraestructura. Cuarto, las tendencias al creciente peso de los servicios de la deuda pública.

La reestructuración y canje de la deuda pública en *default* modificó la dinámica del proceso de endeudamiento y la propia **estructura** de la deuda (Lo Vuolo

<sup>8</sup> El índice de Gini registraba un valor de 0,49 a fines de 2006. Los registros de fines de 2006 señalan que la brecha de ingresos entre el 10% más rico y el 10% más pobre de la población es de 30 veces (en la década del 80 esa brecha era de 15 veces y de 23,5 veces en 1999).

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, Ministerio de Economía y Producción-Secretaría de Política Económica (2005), Damill y Frenkel (2005), Frenkel (2005) y Novick et. al (2007).

<sup>10</sup> El término “atractor” se utiliza para designar el punto, curva, superficie o volumen extendido en el espacio-tiempo que define los límites de variabilidad de un sistema oscilante.

<sup>11</sup> Para ejemplos y análisis de este tipo de políticas, ver Rodríguez Enríquez y Reyes (2006).

<sup>12</sup> Esta posibilidad se mantuvo especialmente hasta 2005; desde 2006 el sostenimiento del tipo de cambio recae casi exclusivamente en el BCRA.



y Seppi, 2008). El costo-rentabilidad de los nuevos bonos emitidos queda definido no tanto por los intereses pagados anualmente sino por una variedad de elementos menos “visibles” como el cupón vinculado a la evolución acumulada del PBI, el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) y los intereses capitalizados (a lo que se suman los *Hold Out* pendientes de resolución). El creciente peso de esos componentes cuestiona la propia estrategia del canje y advierte sobre la falacia de pensar la actual trayectoria de la deuda pública como un proceso de desendeudamiento.

Sin desconocer la presencia de algunos escenarios favorables a la visión optimista acerca de la actual fase de crecimiento económico en el país, en otros trabajos (Lo Vuolo, 2007; Marques-Pereira, 2007) hemos expuesto ciertos reparos sobre el razonamiento que la sostiene. Las objeciones son tanto **metodológicas** como **analíticas**.

En el plano metodológico, objetamos la ausencia de una visión más **sistémica** acerca del funcionamiento de la economía argentina. En particular, señalamos las deficiencias de las proyecciones hacia el futuro basadas en una coyuntura que se presenta como un “cambio de régimen económico” teniendo como referencia sólo el cambio de precios relativos y de las relaciones macroeconómicas. Esta práctica tiene el defecto de soslayar la mayor o menor sensibilidad que tiene la actual fase de la trayectoria económica argentina con respecto a las **condiciones iniciales** de la misma y con respecto a **patrones estructurales de organización**.

Las relaciones funcionales de una determinada trayectoria pueden responder a ecuaciones determinísticas y aún así, **no ser predecible** su futuro. ¿Por qué? Porque la ocurrencia de perturbaciones a las que el sistema no puede adaptarse, puede provocar divergencias de trayectorias que deriven en resultados finales muy disímiles y que sólo se vuelven perceptibles con el paso del tiempo. Analizar la sensibilidad de ciertas trayectorias a la presencia de perturbaciones es esencial para poder superar la debilidad de las proyecciones basadas en relaciones cuantitativas de corto plazo y, además, poder complementar la misma con otros métodos de análisis más cualitativos.

Otro cuestionamiento tiene que ver con la exagerada relevancia que se le otorga a la mecánica de un “adecuado” sistema de precios relativos. Se sabe que los precios son una de las formas en que se expresa en la superficie las relaciones entre el patrón de organización del sistema y la estructura en la que está corporizado. Y hay precios relativos en distinto nivel: producción, mercado de bienes finales, costo de producción, etc. Razonar en términos de precios relativos de mercado para explicar la dinámica de crecimiento y acumulación de la economía es, como mínimo, muy parcial.

En su lugar, sugerimos prestar más atención, como en la tradición clásica y la estructuralista original, a los **procesos de ahorro-inversión** y a los **procesos de distribución** como campos donde se manifiestan las características del proceso de acumulación. Como bien lo señala Tavares (1998), los tradicionales modelos que buscan formalizar el crecimiento económico lo hacen sobre el supuesto de estabilidad de la **relación salarios/ganancias**. Esta relación es una hipótesis empíricamente verificable en economías maduras pero no puede ser tomada como parámetro estructural en economías como las latinoamericanas. En este tipo de economías, son las modificaciones en la relación salarios/ganancias las que, a lo



largo del proceso de acumulación, determinan el movimiento histórico que lleva a la ruptura y cambio del patrón de acumulación<sup>13</sup>.

En base a estas y otras consideraciones, y teniendo en cuenta la trayectoria histórica de la economía argentina, los interrogantes que nos parecen relevantes para estudiar la proyección futura de la economía argentina son del tipo: ¿en qué medida la actual fase de crecimiento económico es sensible a las condiciones iniciales de su lanzamiento tras la crisis? ¿En qué medida las discusiones cuantitativas basadas en la situación de los años recientes permiten hacer predicciones hacia futuro? Conforme a la estructura del actual sistema económico y social, ¿cuáles son los procesos que tienden a estabilizarse luego de las crisis y cuáles son los procesos que se apartan de trayectorias comunes? ¿Qué capacidad tiene el sistema de adaptarse a eventuales cambios en las condiciones que definen su actual trayectoria? ¿Cómo puede interpretarse desde un abordaje sistémico y estructural el incipiente proceso inflacionario?

En consonancia con este tipo de interrogantes y perspectiva, el presente trabajo se inscribe en un programa de investigación que busca estudiar la relación entre los procesos de crecimiento y distribución considerando las características específicas de la trayectoria de la economía argentina. En particular, aquí nos detenemos en la observación de las relaciones **de mediano y largo plazo** que existen entre los procesos de **ahorro-inversión, crecimiento económico y distribución de riqueza**. Nos interesa rescatar la observación de la estrecha conexión que existe en el **largo plazo** entre las **fluctuaciones de la trayectoria del proceso de ingreso-producto** y las **fluctuaciones de la trayectoria del proceso de ahorro-inversión**. A nuestro modo de ver, es en la conexión entre estos procesos donde se juega gran parte de la respuesta a los interrogantes sobre la naturaleza de la actual fase de crecimiento de la economía argentina y su probable trayectoria futura.

## **2. La importancia de observar sistémicamente los procesos de ahorro-inversión y de distribución de la riqueza**

Observar las trayectorias de los procesos económicos y sociales significa privilegiar un abordaje metodológico que entiende que la evolución social es un proceso que transcurre por etapas de estructuración, crisis, re-estructuración. Esta característica es la fuente de donde emanan las preguntas que no puede eludir ninguna observación de los procesos sociales que pretenda ofrecer una lectura de “leyes de comportamiento”:

*“¿Cómo se mantiene unida una sociedad? ¿Por qué las crisis que la desgarran o los miedos que habitan en ella no degeneran en desórdenes generalizados o en desbandadas desenfrenadas? (...) Si los hombres ven con tanta dificultad el lazo social que los une, es debido a que este es esencialmente invisible” (Dupuy 1991: 27).*

---

<sup>13</sup> Para Tavares (2008) esto habla a favor de una visión heurística que observe las modificaciones (o no) de la articulación endógena entre distribución del ingreso y progreso técnico. Para ello, le otorga una importancia fundamental a la diferenciación entre consumo capitalista y consumo asalariado para analizar el proceso de reproducción del capital.





Las respuestas tradicionales de la economía política a esta pregunta se mueven entre la idea que las sociedades se mantienen unidas por la “mano invisible del mercado” hasta la genérica referencia a las “instituciones” (particularmente las vinculadas con el Estado). Aquí sostenemos que, dadas las señaladas características del proceso de evolución social, hay más oportunidades de percibir las características de los procesos y estudiar el **lazo social** observando tanto las trayectorias históricas como las crisis cuando existe amenaza de **deshacerse**. Los elementos que definen el lazo de sociedades complejas se develan principalmente cuando se producen las **crisis** de una fase estable de su trayectoria evolutiva<sup>14</sup>.

Desde esta comprensión, y a los efectos de nuestra investigación, entendemos al sistema económico y social como un sistema complejo<sup>15</sup> que tiende a adaptarse a las perturbaciones de su entorno (ambiente) de referencia. Esto es como una totalidad organizada que se caracteriza por dos principios fundamentales: i) sus elementos se disponen según distintos niveles de organización que tienen dinámicas propias pero que interactúan entre sí y ii) la evolución del sistema complejo no procede por desarrollos continuos sino por reorganizaciones sucesivas.

La característica central de los sistemas complejos es que son sistemas que se “**auto-organizan**” (autopoiesis)<sup>16</sup>. La autopoiesis designa a la capacidad de un sistema de reproducir sus propios elementos y las inter-relaciones que los unen, o sea su propia organización. El producto de un sistema autopoietico es el propio sistema. En particular, la auto-referencia se refiere a la obligación que tiene el sistema, para poder mantener su existencia, de procesar (internamente) las alteraciones que le provoca su entorno<sup>17</sup>.

Como anticipamos, los sistemas complejos –como son los económicos y sociales– evolucionan mediante **procesos de adaptación** que proceden por **reorganizaciones sucesivas**. En la práctica, la evolución económica y social procede **articulando estructuras y procesos de un modo discontinuo**.

Esto puede intuirse observando, por ejemplo, el Gráfico 1 donde se expone la evolución de los niveles de Ahorro Interno e Inversión Bruta Interna Fija en el período 1960-2006 en Argentina (a precios constantes). La trayectoria allí dibujada es la de un proceso muy **volátil** que transcurre por sucesivas fases de **crisis** y **readaptaciones**.

<sup>14</sup> Este abordaje metodológico, por ejemplo, es el que organiza el trabajo de Théret (2008) sobre la moneda.

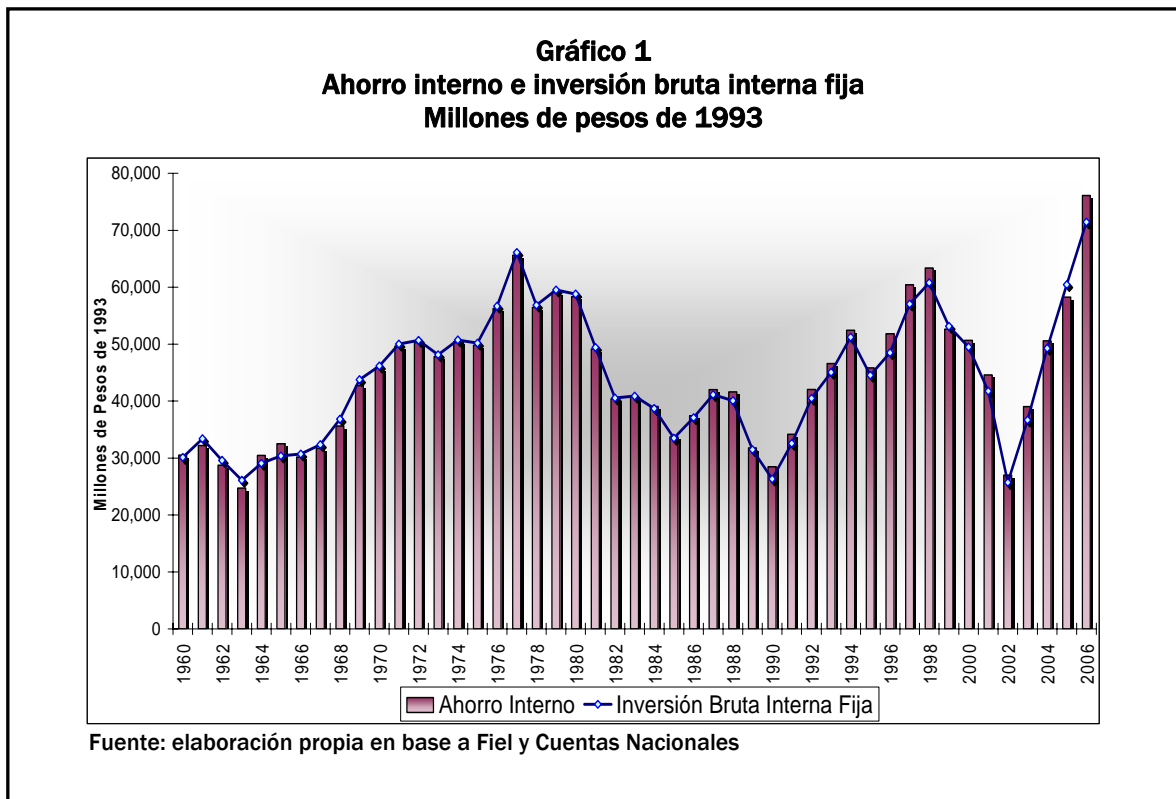
<sup>15</sup> Para un análisis de los conceptos, métodos y fundamentación epistemológica de la investigación interdisciplinaria de los sistemas complejos, ver por ejemplo García (2006).

<sup>16</sup> Ver Théret (2006) para un análisis de la política económica desde esta perspectiva. El concepto de autopoiesis (de *auto* = a sí mismo y *poiesis* = creación, fabricación, construcción) designa un proceso mediante el cual un sistema se genera a sí mismo, se auto-organiza mediante la interacción con su entorno o ambiente de referencia. Un “sistema autopoietico” es operacionalmente cerrado y estructuralmente determinado. Esta sería una característica distintiva de las formas de organización de los seres vivos: su capacidad para organizarse de tal manera que el único producto resultante es él mismo. El “ser” y el “hacer” de una unidad autopoietica son inseparables y esto constituye su modo específico de organización. Desde el punto de vista epistemológico y metodológico significa asumir que no “vemos” el espacio del mundo, sino que “vivimos” nuestro campo visual, el supuesto objeto que observamos.

<sup>17</sup> En teoría de los sistemas complejos hay varias acepciones ligadas al concepto de entorno. El entorno es aquello exterior al sistema bajo consideración y que será siempre algo que ese sistema designa como ajeno o extraño; si se quiere, aquello no-sistematizado. El concepto se refiere al conjunto de las condiciones externas que afectan al sistema, o a los elementos (variables) cuyos cambios afectan al sistema y que a su vez son cambiados por la actividad del sistema. Suele llamarse “entorno activo”, aquel con el cual el sistema en cuestión interactúa de forma significativa. Todo sistema es a su vez entorno de sus subsistemas y esto explica la necesidad de distinguirlos y señalar cuando esto no ocurre.



A simple vista puede observarse que esas fases se corresponden (de un modo y por razones a investigar) con fases de una trayectoria que responde y se adapta a perturbaciones no sólo económicas, sino políticas y sociales.



Aquí hay que hacer una digresión. En cualquier estudio de componentes de un sistema complejo, los límites establecidos para el mismo son siempre recortes realizados mediante un determinado **criterio de análisis**. Pero estos recortes no deben hacer olvidar que la **realidad funciona como totalidad**. Justamente, los **elementos heterogéneos** que integran los sistemas complejos como los sistemas económicos y sociales, están en permanente **interacción** gracias a que tanto la totalidad del sistema como sus componentes son sistemas abiertos e inter-actuantes.

Cada una de estas formas de organización es lo que le permite mantener un relativo equilibrio dinámico durante un determinado período; estrictamente, durante ese período (asimilable a la generalizada idea de estabilidad) el sistema mantiene una **estructura reconocible**. Sin embargo, este concepto de equilibrio dinámico refiere al conjunto de las estructuras del sistema y no avala visiones convencionales de raíz neoclásica y/o keynesiana que tratan de explicar la dinámica económica y política como un ajuste de equilibrios y desequilibrios de ofertas y demandas en los mercados<sup>18</sup>.

El problema metodológico es conocido: los procesos económicos y sociales son difíciles de observar debido a la complejidad del sistema en el cual transcurren y a las transformaciones permanentes. Esta dificultad es lo que habilita a la

<sup>18</sup> A nuestro juicio, la aproximación desde el análisis de los sistemas complejos sigue una tradición como la propuesta por Marx en su análisis de la evolución de los distintos modos de producción, o la de los regímenes de acumulación de la “teoría de la regulación”, entre otras. También reconoce aproximaciones desde la sociología de Max Weber, Pierre Bourdieu, Niklas Luhman, entre otros.



formulación de múltiples interpretaciones (teorías) acerca de las formas de existencia del sistema de relaciones que identifica a un particular sistema. El investigador de los procesos económicos y sociales observa siempre desde lo que suele llamarse “un marco teórico” y que nosotros preferimos denominar un “sistema de sentidos” (Cutri y Lo Vuolo, 2005). Las teorías buscan tornar inteligibles los hechos observables. Para ello una determinada teoría los **organiza**, los **jerarquiza** y desde allí los **explica**. Para ello, lo más habitual es proponer la existencia de relaciones entre los hechos observables y “atribuir sentidos” a esas relaciones.

Por tanto, el análisis de los procesos económicos y sociales no se realiza observando elementos aislados, sino **relaciones** construidas conforme a una determinada teoría. El objeto bajo estudio se define por sus relaciones y no las relaciones por la naturaleza del objeto. En cierto modo, “conocer” un proceso económico y social significa establecer relaciones entre datos extraídos de la experiencia pero cuya organización depende del sujeto cognoscente. Siempre, los datos observables son **datos interpretados** y los hechos observables son **relaciones interpretadas por el observador**.

Los procesos económicos y sociales se observan atribuyendo sentido a las **relaciones entre relaciones** de datos interpretados. Esto explica lo que para cualquier estudiante de economía es intuitivo pero que no necesariamente le resulta claro de los manuales de texto: los componentes de todo proceso económico y social son siempre “**inter-definibles**”, se determinan mutuamente.

Teniendo en cuenta esta aproximación metodológica, a los efectos de este trabajo, entendemos al sistema económico y social como un **sistema de relaciones** donde el **proceso de ahorro** –en un determinado nivel de análisis del sistema económico– es la relación definida por la **diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes de las unidades económicas** que reciben ingresos en el proceso de producción durante un período determinado. Desde este punto de vista, el ahorro representa aquella parte del ingreso disponible de estas unidades económicas que no se gasta en bienes y servicios de consumo final<sup>19</sup>.

El proceso de ahorro constituye un **vínculo entre el proceso económico del período corriente y la acumulación para períodos subsiguientes**. En otras palabras, es un indicador que aproxima la **variación de los activos disponibles** para la producción en el futuro.

De aquí se comprende que el **proceso de ahorro no es una “esencia”** con una naturaleza propia como pretenden algunas teorías que lo conceptualizan a partir de supuestas conductas individuales o colectivas. El ahorro es un proceso que se define por sus inter-relaciones con otros procesos, todos imprescindibles para otorgarle identidad al patrón de organización y a la estructura de un determinado sistema

---

<sup>19</sup> Desde este punto de vista, el ingreso disponible puede interpretarse como el monto máximo que una unidad institucional puede permitirse gastar en bienes y servicios de consumo final, durante un determinado período sin tener que reducir su dinero, liquidar otros activos o incrementar sus pasivos. El ahorro puede ser positivo o negativo. A nivel macroeconómico, el ahorro es positivo si existe un ingreso no gastado en bienes de consumo final que se destina a la adquisición de activos o a la reducción de pasivos. Si el ahorro de un período no se utiliza para adquirir activos (financieros y/o no financieros) o bien para reducir pasivos, se tiene que materializar en un aumento del dinero (que es en si mismo un activo financiero). Si el ahorro fuera negativo, significa que algunos activos se han tenido que liquidar—por ejemplo, que los saldos en dinero han tenido que disminuir—y/o que se han incrementado algunos pasivos.



social. Por lo tanto, el proceso de ahorro siempre se observa en relación con otras relaciones con los cuales se inter-define.

¿Cómo se establecen y se establecen sentidos a esas relaciones en la práctica?<sup>20</sup> En general postulando la presencia de **relaciones causales**. Las relaciones causales aparecen como una atribución de sentidos a ciertas relaciones y permiten realizar **generalizaciones** gracias a que detectan **regularidades**; la observación de regularidades coherentes se puede, por ejemplo, asignar **probabilidades** a las ocurrencias de ciertos fenómenos. Las relaciones causales, son útiles para poner de manifiesto el tipo de relaciones de las cuales debería dar cuenta una teoría.

Las “relaciones causales” se diferencian de las “**explicaciones causales**” porque estas últimas no sólo postulan la existencia de una regularidad a la ocurrencia de ciertos fenómenos, sino que también la existencia de una **relación lógica que explica esa relación causal**. Las explicaciones causales son una atribución de sentido lógico a las relaciones causales y esa atribución se hace en base a una teoría. Son las **teorías** (tanto las reconocidas como científicas como las teorizaciones no reconocidas como tales) las que postulan explicaciones causales para las relaciones causales. Esto se hace por deducción lógica y no por inducción lógica en base a observaciones. Como en la mayoría de las ciencias, muchas veces es necesario que pase el tiempo para poder probar técnicamente que los postulados de ciertas teorías son verdaderos<sup>21</sup>.

Esta característica ayuda a comprender por qué en ciencias sociales hay tantos paradigmas confrontados para explicar los fenómenos bajo estudio. Hay diferentes explicaciones causales según las teorías en base a las cuales observa el observador y según las propias evidencias en las que se sostiene. En lo que sigue nos referimos sintéticamente al modo en que esto se expresa en relación al proceso de ahorro-inversión.

### *3.1. Las explicaciones causales más difundidas del proceso de ahorro-inversión*

Las teorías que pretenden explicar las relaciones causales en los procesos de ahorro-inversión ofrecen lecturas confrontadas e incluso contradictorias, tanto de la naturaleza de estos dos procesos como del modo en que se ajustan sus valores. Un ejemplo claro de lo anterior son los debates en torno a las relaciones de **precedencia temporal** entre los procesos que participan en el ajuste del ahorro e inversión, al papel que cumple la **tasa de interés** (real) en los mismos, etc. Estas cuestiones teóricas son claves para el diseño de políticas económicas.

En principio, hay un acuerdo generalizado sobre el registro contable de estos procesos en un determinado período. Este acuerdo señala que, para igualar el valor

<sup>20</sup> Una característica esencial de la atribución de sentido es la definición de niveles de análisis. Por ejemplo, las propiedades de los elementos y las propiedades de la estructura corresponden a dos niveles de análisis diferentes. El desconocimiento de estos diferentes niveles conduce a errores. Así, la sucesión de hechos heterogéneos a lo largo de un mismo espacio temporal para algunos es sinónimo de que los mismos se corresponden con un “proceso lineal de desarrollo”; sin embargo, en muchos casos puede suceder que esos hechos surjan de estructuras diferentes. Por lo mismo, otros hechos que surgen en momentos diferentes pueden estar determinados por la misma estructura.

<sup>21</sup> Muchas veces las teorías en ciencias sociales postulan la existencia de una explicación causal sin haber probado siquiera la existencia de relaciones causales.



de los flujos “reales” (valor agregado a la producción) y “nominales” (ingresos pagados en ese proceso de producción), al final de un determinado período el valor del ahorro (diferencia entre ingreso total recibido por los perceptores y gasto en consumo) debe igualar contablemente al valor de la inversión (diferencia entre el valor agregado total en el proceso de producción de un período y correspondiente a la producción de bienes de consumo).

Más allá de esta aceptación generalizada sobre el registro contable, las controversias son múltiples. Aquí nos interesan en particular las explicaciones causales que se ofrecen acerca de las trayectorias que siguen los procesos de ajuste de los niveles de ahorro y de inversión<sup>22</sup>. Estas controversias son tributarias de la formulación original de la llamada “teoría cuantitativa del dinero”, la cual establece una identidad entre el valor de la oferta monetaria ponderado por la velocidad de circulación de la misma y el valor de la producción de un período ponderada por sus precios.

Desde este tronco, se desprenden dos formulaciones<sup>23</sup>. Por un lado, las formulaciones “**monetaristas**” (Fisher, Friedman) confían en el mecanismo de la tasa de interés para coordinar las decisiones inter-temporales de las familias (ahorro) y las empresas (inversión). Para esta corriente, los procesos de ahorro e inversión se vinculan con la asignación del producto pero no tienen nada que ver con la asignación del ingreso agregado y el nivel de los precios. Por otro lado, el llamado “**enfoque ahorro-inversión**” abrevia en la formulación de Knut Wicksell quien sostiene que el mecanismo de la tasa de interés no logra coordinar las decisiones de ahorro e inversión. Esta última corriente teórica enfatiza que el **canal del ingreso** actúa en la **determinación de los precios monetarios**; esto es, que la moneda trabaja a través de los flujos de ingreso para determinar los precios. Una controversia importante que divide a estas dos corrientes disiente con respecto al sentido de la **relación causa-efecto** que se verifica entre los procesos de ahorro y de inversión.

De manera muy simplificada suele enseñarse que para las corrientes de pensamiento que se inclinan por la visión monetarista (digamos, **neoclásica** en términos muy generales), las **decisiones de ahorro anteceden a las de inversión** en tanto la economía opera sistemáticamente con tendencia a estabilizarse en el nivel de pleno empleo de sus factores de producción (siempre sustituibles). Para esta teoría el ahorro siempre financia (y limita) el gasto en bienes de inversión, por lo que el nivel de crecimiento económico depende fundamentalmente del nivel de ahorro: mayor nivel de ahorro genera mayor inversión y de allí mayor crecimiento económico. El equilibrio entre el flujo de ahorro y el flujo de inversión se obtiene gracias al libre movimiento de la tasa de interés, de forma tal que existiría un nivel

---

<sup>22</sup> Hay otras controversias de igual importancia en torno a los procesos de ahorro e inversión que no abordamos aquí. Por ejemplo, la que discurre de la observación de la doble cara del gasto en inversión. Por un lado, es un componente de la demanda agregada que tiene impactos directos y de corto plazo, entre otras variables, en los niveles de crecimiento económico, de empleo y de utilización de la capacidad instalada. Por otro lado, dado que el gasto de inversión se corporiza en bienes de capital cuyo valor de uso se amortiza en varios períodos de producción, la relación entre incorporación de bienes de capital y amortización de los mismos afecta la capacidad productiva potencial de la economía. En otras palabras, el gasto en inversión del actual período se vincula con las fluctuaciones del ciclo económico en el corto plazo y también con la sustentabilidad a largo plazo del ritmo de crecimiento de la economía.

<sup>23</sup> Al respecto, ver el “árbol genealógico” presentado por Leijonhufvud (2006, Capítulo 4), acerca de las teorías que en el siglo XX trabajan con el enfoque ahorro-inversión (comenzando por Wicksell) como un “retoño” del tronco principal de la teoría cuantitativa que siguen Fischer y Friedman.



de tasa de interés que equilibraría la oferta de fondos por parte de los ahorristas y la demanda de esos fondos por parte de los inversores.

Quienes abrevan en el enfoque ahorro-inversión prefieren la lectura de la llamada **teoría keynesiana** (también entendida en términos muy generales). Desde esta inspiración plantean la existencia de una vinculación causal entre ahorro e inversión **temporalmente inversa** a la que postula el pensamiento neoclásico. En una economía monetaria descentralizada, las acciones de los agentes económicos no siempre se realizan en equilibrio. Los agentes que invierten son distintos a los que ahorran, sus acciones están influenciadas por diferentes factores y no sólo por el movimiento de la tasa de interés. Otra característica señalada es la siguiente: el ahorro depende del ingreso en una proporción que tiende a **mantenerse bastante estable** a lo largo del tiempo y la inversión depende de factores que influyen en las **previsiones** de beneficios de los empresarios<sup>24</sup>. La inversión dependería de las expectativas de **ganancia esperada** por parte de los empresarios, constituyendo de esta forma una variable inestable, imprevisible y, por sobre todas las cosas, relativamente **autónoma** en general y en particular del nivel de ingreso de la economía<sup>25</sup>. La posibilidad del desequilibrio es deducida de la diferencia en la evaluación de la **demanda ex ante** en base a las expectativas de ganancias que comanda la decisión de inversión y la demanda efectiva ex post que se realiza en los hechos (además de otros factores como la preferencia por la liquidez de los agentes económicos que puede elevar la tasa de interés arriba de la rentabilidad esperada de la inversión).

En este esquema de explicaciones causales ¿cómo llegan a igualarse el ahorro y la inversión? Gracias a las **fluctuaciones en el ingreso** y no de la tasa de interés. El ahorro siempre implica una reducción de demanda efectiva porque reduce el gasto en consumo y de este modo disminuye el empleo y el ingreso; esta tendencia es una señal negativa para la ganancia esperada por lo que disminuye la inversión. Como la inversión es más imprevisible y autónoma, frente a un ahorro estable, la conclusión es que **la inversión la que antecede al ahorro**. Además, así como el ahorro respondería rápidamente a variaciones en el ingreso, la inversión lo haría con mucha menos rapidez. La conclusión keynesiana es que el motor de la acumulación es la demanda para gasto de inversión, la cual se va incrementando en la medida que haya expectativas de su realización; el ahorro ajusta su nivel por diversos mecanismos para financiarla.

Un problema adicional surge acerca de la influencia de **factores externos** en este proceso. ¿Por qué? Porque los fondos disponibles para financiar la inversión no sólo se generan localmente sino que pueden ingresar del exterior, por lo cual la relación entre **ahorro externo y ahorro nacional** entra en el problema: la disponibilidad del ahorro externo es uno de los determinantes del comportamiento del ahorro interno. Numerosos estudios econométricos de la integración financiera internacional<sup>26</sup> demuestran que la correlación entre ahorro e inversión nacionales varía según sea la forma de **integración financiera internacional de la economía local**. La liberalización financiera de los últimos años no hace desaparecer esta

<sup>24</sup> Gaggero y Libman (2007) presentan sintéticamente estos elementos para analizar el impacto de cuestiones autóctonas como la promoción fiscal de ciertos territorios.

<sup>25</sup> Tal como sostiene Dillard (1965:65), “*los individuos ahorran sin tener el pensamiento puesto en construir fábricas o hacer otra especie de inversión real. Los empresarios invierten sin indagar si ha habido o no una cantidad equivalente de ahorro.*”

<sup>26</sup> Particularmente los elaborados después del artículo de Feldstein y Horioka (1980).



correlación pero apenas la atenúa, por lo cual se demuestra la importancia de la regulación monetaria en la historia de los controles de capital a nivel mundial (Flandreau y Rivière, 1999)<sup>27</sup>. Este aspecto del problema, sin embargo, no es tratado habitualmente en las discusiones teóricas, sino que apenas es objeto de un **análisis empírico** por dos vías principales. Una, mediante el registro del modo en que los excedentes de las cuentas corrientes de unos países permiten el déficit en otros y la identificación de las formas de colocación de fondos derivadas de estas operaciones. Dos, señalando la vinculación entre uso del ahorro externo y el endeudamiento, para mostrar el grado de fragilidad financiera derivada de esa situación.

Estos debates son tenidos en cuenta al plantear los **ejercicios econométricos** cuyos resultados presentamos a continuación. La idea es detectar la presencia o no de **relaciones causales** entre las series de datos cuantitativos disponibles para la Argentina y observar en qué medida pueden sostenerse desde allí las **explicaciones causales** de ciertas corrientes teóricas. La observación busca verificar relaciones de **largo plazo**, en tanto es el horizonte que interesa al circuito de producción y acumulación de valor.

#### 4. La evolución del Ahorro Interno y de la Inversión Bruta según sus principales componentes (1993-2006).

La observación del proceso de ahorro depende en gran medida de los datos disponibles para su procesamiento, que son registrados en las Cuentas Nacionales de la Argentina. Estos registros se realizan bajo el supuesto que el ahorro *ex-post* tiene que ser igual a la inversión *ex-post*. ¿Qué significa esto? Que las cantidades observables (no las planeadas o deseadas) de ahorro e inversión deben ser idénticas al cierre del período de referencia<sup>28</sup>.

Con este criterio, las Cuentas Nacionales contabilizan varios de los componentes que participan del proceso de ahorro. Así, se registra como **Ahorro Interno ( $A_{int}$ )** a la diferencia entre la suma de los ingresos corrientes y los gastos corrientes. El  $A_{int}$  también suele considerarse como el **Ahorro Total Disponible** en la economía y se corresponde con la suma del **Ahorro Nacional ( $A_{nac}$ )**—generado por los residentes y que puede ser público o privado— más/menos el **Ahorro Externo ( $A_{ext}$ )**<sup>29</sup>. Asimismo, las Cuentas Nacionales contabilizan como **Inversión Bruta Interna Fija (IBIF)** a toda incorporación de activos no financieros que se realiza al interior del espacio económico del país. Para respetar la identidad contable, el componente residual entre ambas variables se registra como “Variación de Existencias y Discrepancia Estadística”<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> Por lo tanto, y como lo indica Marques-Pereira (2007), para comprender la relación doméstica entre ahorro e inversión es muy importante observar la política monetaria y su relación con los modos de integración de la economía local con el financiamiento internacional; en otras palabras, se trata de comprender la dimensión monetaria de la deuda pública.

<sup>28</sup> Esta práctica lleva implícita la idea que la tasa de interés no puede ser regida por la supuesta diferencia entre los niveles de ahorro e inversión, como lo sugieren los neoclásicos.

<sup>29</sup> El ahorro externo es el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos del país con signo contrario; es decir, es el saldo desde el punto de vista del resto del mundo. Este saldo se genera por las operaciones económicas corrientes que realizan los no residentes dentro del espacio económico del país.

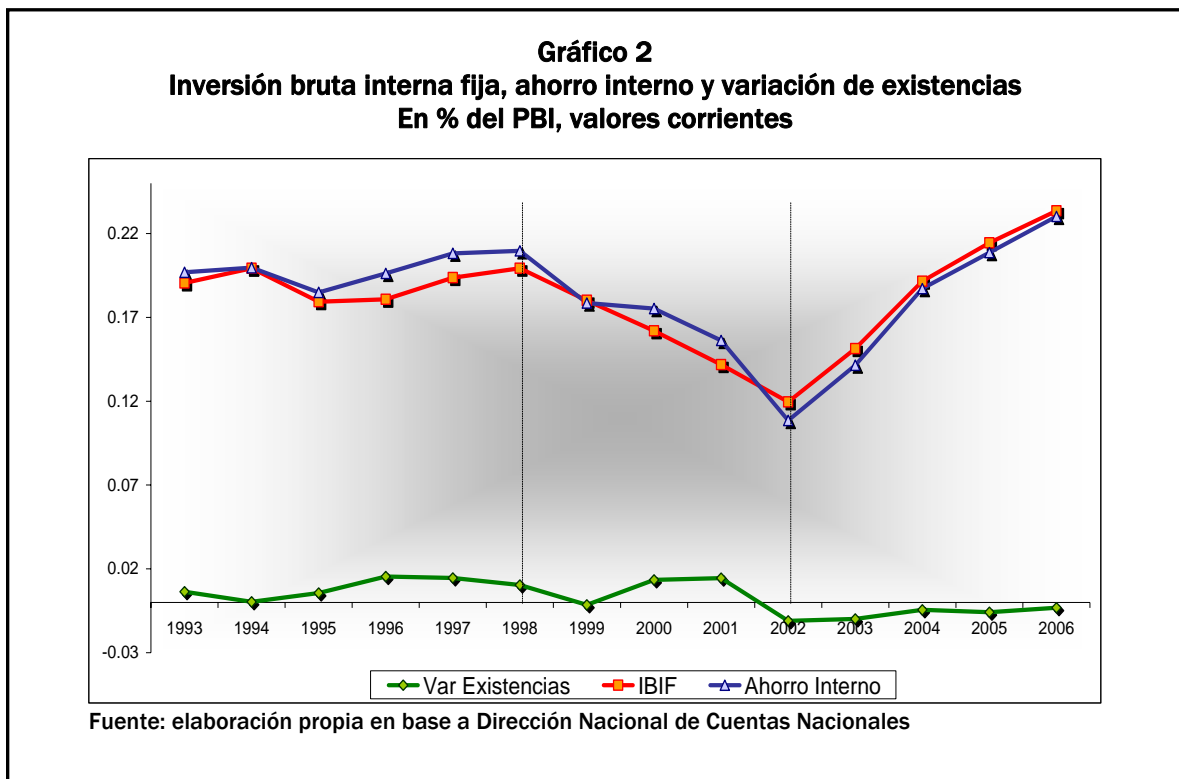
<sup>30</sup> El concepto de variación de existencias surge a partir del principio que sostiene que la producción debe registrarse (contabilizarse) en el momento en que se produce, independientemente de si se vende o no. Lo que estaría reflejando una variación de existencias positiva es un exceso de bienes ofrecidos en el mercado por sobre los bienes demandados; es decir, un exceso de ahorro sobre inversión. Por el contrario, un valor



Lamentablemente, de inicio existen problemas por la disponibilidad de datos consistentes que obliga a un **recorte** que abarca el período **1993-2006**<sup>31</sup> para ciertos indicadores y sólo hasta 2005 para otros (por ejemplo, los componentes del ahorro y la inversión privados). Además, no hay datos separados para ahorro y consumo público y privado para antes de 1993. Si bien la serie de datos no es muy extensa, tiene el mérito de abarcar **diferentes fases del ciclo económico** (como surge del Gráfico 1).

Como digresión, también aquí quedan expuestos los problemas que se derivan de los cambios metodológicos y manipulaciones de las estadísticas oficiales como las que sufre el país en los últimos tiempos. No se trata sólo de una falsa información sobre la coyuntura, sino que estas alteraciones (más aún cuando no son informadas ni siguen criterios de consistencia) impiden los análisis de largo plazo. Esta limitación favorece la discusión económica y social centrada en lo momentáneo, lo esporádico, lo excepcional, y no permite la observación de los procesos estructurales.

En base al señalado recorte de datos, en el **Gráfico 2** pueden observarse las trayectorias de la participación de la IBIF, del  $A_{int}$  y de la Variación de Existencias en el PBI. De allí pueden distinguirse intuitivamente **tres sub-períodos**: 1993-1998, 1999-2002 y 2003-2006.



negativo de la variación de existencias representa un exceso de demanda; es decir, un exceso de inversión sobre ahorro del período. La suma de la IBIF y la variación de existencias, se registra como Inversión Bruta Interna (IBI). Asimismo, es fundamental tener en cuenta que este concepto también registra la discrepancia estadística de las estimaciones.

<sup>31</sup> Las series oficiales de Cuentas Nacionales (que son las únicas series disponibles consistentes) tienen información sólo a partir de 1993, momento en que se da el cambio de base con respecto a la del año 1986. Asimismo, si bien para algunas series existe (o puede realizarse) un empalme para los años previos, para todas las variables medidas para el sector privado (consumo, ahorro, inversión) no existe esa posibilidad. Lo mismo sucede en el caso del Gini. Estas variables se considerarán en el apartado econométrico.





En el **período 1993-1998** se observa cómo la crisis del Tequila frenó el crecimiento inicial del ahorro y la inversión que se verificó luego de la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad. Tras la caída de ambas variables, se observa una rápida recuperación hasta el inicio de la depresión económica en 1998, con el  $A_{int}$  superando a la IBIF en toda la fase: el promedio del ratio IBIF/PBI en estos años es del 19,1%, mientras el ratio  $A_{int}$ /PBI promedia el 19,9%.

El **período 1999-2002** se corresponde con la **depresión económica**, cuando ambas variables caen. La IBIF promedia 15,1% del PBI, llegando a representar apenas un 12% del PBI en 2002, el valor más bajo de toda la serie analizada. El promedio del ratio  $A_{int}$ /PBI en estos años es del 15,5% y también alcanza el mínimo valor de toda la serie en 2002 (10,9%), cuando se ubica por debajo de la IBIF.

Luego del **abandono de la Convertibilidad** a fines de 2001, la relación IBIF/PBI crece acentuadamente y se ubica por encima del  $A_{int}$ , aunque esa diferencia tiende a agotarse; hay una leve desaceleración del crecimiento de la IBIF en 2005. En este último período, la IBIF promedia 19,8% del PBI, valor levemente superior al promedio de los mejores años de la Convertibilidad. El  $A_{int}$ , por su parte, también crece y alcanza un promedio de 19,2%, llegando en 2006 al 23% del PBI, el máximo de toda la serie.

Durante la vigencia de la Convertibilidad, el  $A_{int}$  superó al gasto de la IBIF en un monto que nunca fue superior a 2% del PBI. Esta situación se revierte luego de la salida de la Convertibilidad, cuando hay un exceso de demanda de inversión por sobre el ahorro disponible para financiarla, lo cual se refleja en una variación negativa de existencias; durante la post-Convertibilidad, las discrepancias entre ahorro e IBIF son mucho menores que las producidas durante la Convertibilidad.

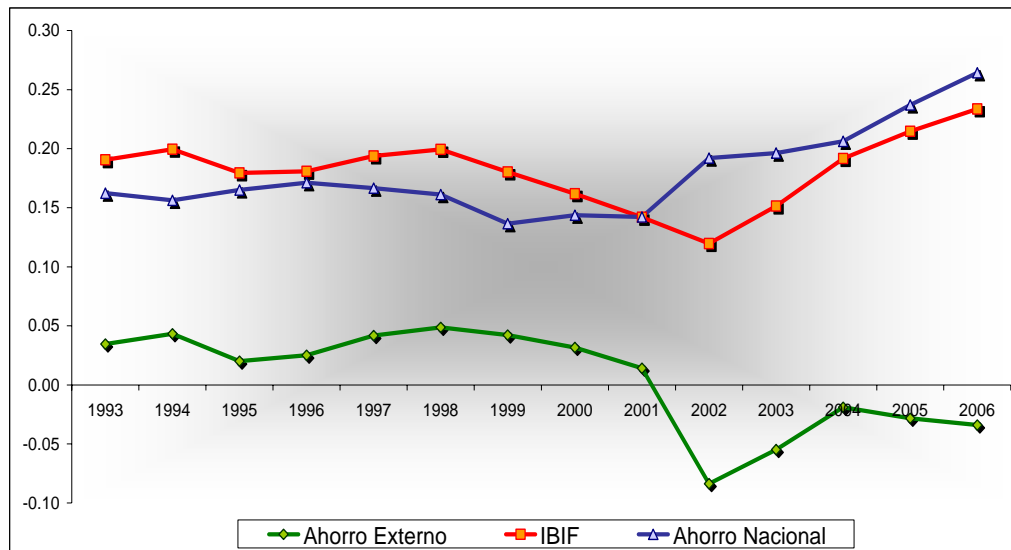
A simple vista, las observaciones previas abren algunos interrogantes. Primero, el comportamiento de los niveles de ahorro e inversión es muy inestable y no parece razonable conjeturar tendencias sobre los datos de cada fase. Segundo, en los últimos años de la serie se verifica un mayor **aumento del  $A_{int}$**  y una paralela **desaceleración del crecimiento de la IBIF**.

#### *4.1. Ahorro nacional y ahorro externo*

En los componentes del  $A_{int}$  también se verifican cambios de trayectorias. En la contabilización de Cuentas Nacionales, el registro del Ahorro Interno se descompone en Ahorro Nacional ( $A_{nac}$ , generado por los residentes) y Ahorro Externo ( $A_{ext}$ ). En el **Gráfico 3** se muestra el comportamiento de cada uno de estos componentes junto con el de la IBIF.



**Gráfico 3**  
**Inversión bruta interna fija, ahorro externo y ahorro nacional**  
**En porcentaje del PBI, valores corrientes**



Fuente: elaboración propia en base a Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

Aquí también se observa que durante la Convertibilidad el  $A_{int}$  superaba a la IBIF y ese exceso se correspondía con registros positivos del Ahorro Externo ( $A_{ext}$ ). Con la sola excepción del año 1999, el  $A_{ext}$  más que compensa el exceso de IBIF sobre el  $A_{nac}$ , en valores cercanos al 1% del PBI. En otras palabras, durante la vigencia de la Convertibilidad el ahorro de los residentes en el país siempre fue menor que el gasto de inversión y la diferencia era cubierta con ahorro de residentes extranjeros (que llegó a superar incluso al gasto de inversión). La contrapartida de este  $A_{ext}$  fue el **creciente endeudamiento** del país con el mundo, la fuga de capitales y cierta acumulación de reservas<sup>32</sup>.

Las discrepancias entre el  $A_{nac}$  y la IBIF tendieron a acortarse durante la crisis de 1995 y luego a partir de 1999 con la depresión económica, mostrando que los ahorros de residentes extranjeros ya no están disponibles para financiar el gasto doméstico del país. Desde la crisis de la Convertibilidad, el  $A_{nac}$  pasa a superar ampliamente a la inversión y cubre el bache negativo del  $A_{ext}$ ; el fuerte crecimiento del  $A_{nac}$  sirvió para financiar el decreciente gasto de inversión y para enviar fondos al exterior. Como sugerimos previamente, la explicación de esta trayectoria parece estar en que a partir de 2004 se **desacelera el crecimiento de la IBIF**, pero aquí también se observa que se **profundiza el saldo negativo del ahorro externo** y nuevamente debe ajustar al **alza el ahorro de los residentes locales**. Otra observación que surge del Gráfico 3 es que en 2004 se revierte la tendencia iniciada en la salida de la Convertibilidad y se empieza a profundizar los valores negativos del  $A_{ext}$ ; así, el exceso de  $A_{nac}$  sobre la IBIF, que parecía cerrarse hacia 2004, tiende a ampliarse nuevamente en el año siguiente.

<sup>32</sup> Estos procesos están analizados en el documento de trabajo “La trayectoria histórica del ahorro”, presentado en el segundo *workshop* del proyecto “*Les conditions de stabilité de la croissance, l'épargne et la distribution des revenus en Argentine*”, Paris, Noviembre de 2007.



Estas observaciones muestran que la fase actual de crecimiento económico se vincula con **mayores niveles de ahorro nacional** que están disponibles para financiar la inversión y para cubrir el ahorro externo negativo. Puede afirmarse que el nuevo conjunto de precios relativos y los superávit gemelos que conforman el tríptico virtuoso que alimenta el optimismo oficial se corresponden con estas características del proceso de ahorro-inversión en el país. El próximo paso es analizar si existen ciertas regularidades en las relaciones verificables entre las series de datos disponibles.

## 5. Las relaciones causales entre los procesos de Ahorro e Inversión

### 5.1. Las relaciones econométricas entre Ahorro e Inversión<sup>33</sup>

El primer paso es verificar las características de las series de datos disponibles para observar su carácter de “estacionarias” o “no estacionarias”<sup>34</sup>. ¿Qué significa esto? Una serie de datos es calificada como **estacionaria** cuando, tras un *shock*, rápidamente retorna a su media; esto es, fluctúa alrededor de ella con mayor o menor intensidad, pero siempre con una varianza constante. Una serie estacionaria tiene un **comportamiento regular**<sup>35</sup>. Si se quiere, tiende a adaptarse a las perturbaciones de modo de **estabilizar las desviaciones de su trayectoria**.

Por el contrario, si una serie es **no estacionaria**, significa que, en caso de sufrir un *shock* en un determinado momento, la influencia de este *shock* sobre la serie se mantiene a lo largo del tiempo, no se diluye su efecto. Como resultado, la serie **no vuelve a estabilizarse** en torno a su valor medio. Incluso, la varianza de una serie no estacionaria tiende a crecer en el tiempo y por ende los *shocks* que la afectan suelen tener un efecto cada vez mayor. Si se quiere, el sistema tiende a responder a las perturbaciones de un modo que **amplifica la desviación de la trayectoria**.

Si bien muchas series de datos económicos son no estacionarias, no es irrelevante destacar esta cualidad de la casi totalidad de las series analizadas. Estas series tienen tendencia a acumular sus desvíos de la trayectoria cuando son sometidas a perturbaciones. Este comportamiento puede asemejarse al fenómeno conocido como “**histéresis**” en la literatura económica. Como en otros casos, el término se tomó de la física, campo en el cual se utiliza para definir sistemas que no retornan completamente a su estado original después de una perturbación, por lo que el estado actual del mismo responde a su **historia más reciente**<sup>36</sup>. Las series no estacionarias **no habilitan realizar predicciones en base a trayectorias pasadas**.

Conforme a los datos disponibles, entre las series analizadas, la única que tiene la característica de estacionaria es la **tasa de ahorro privado** (relación entre el nivel del ahorro privado y el nivel del PBI de un período). Intuitivamente, esta

<sup>33</sup> Para los testeos econométricos, la serie de ahorro privado utilizada corresponde a una elaboración propia; en consecuencia, la serie utilizada en estos cálculos no es la serie de ahorro privada publicada por Cuentas Nacionales. Las restantes series utilizadas sí corresponden a las series de Cuentas Nacionales. Para una mayor explicación al respecto ver el Anexo del presente documento.

<sup>34</sup> Esto se comprobó aplicando el test de “raíz unitaria” para cada una de ellas.

<sup>35</sup> Entre otras cosas, esto determina que sean válidos los test de significatividad individual de las regresiones provenientes del método de mínimos cuadrados clásicos.

<sup>36</sup> En economía se utiliza, por ejemplo, para denominar el efecto por el cual períodos prolongados de altas tasas de desempleo efectivo parecen hacer subir la llamada “tasa natural de desempleo”. Blanchard y Summers (1986) utilizan este concepto para describir los efectos permanentes de shocks transitorios sobre la economía real.



comprobación **corroboraría ciertas presunciones del pensamiento keynesiano que entiende que el ahorro privado se vincula con el ingreso en una proporción más o menos estable**. La **tasa de ahorro privado** aparece como la única variable de las series analizadas sobre la cual pueden hacerse predicciones en base a su trayectoria pasada. Las otras variables analizadas tienden a acumular los efectos de estas perturbaciones en el tiempo y se comportan de manera no regular.

Esos hallazgos limitan el análisis econométrico de las relaciones entre las series, porque no se puede aplicar el tradicional método de los mínimos cuadrados cuando se está en presencia de series no estacionarias. Una posible alternativa sería analizar la relación entre la tasa de ahorro privado y las otras series mediante el método de la **serie en diferencias**<sup>37</sup> y correr una regresión con esas series transformadas utilizando el método de mínimos cuadrados clásicos. Lamentablemente, este ejercicio no arrojó resultados significativos y por lo tanto ninguno de ellos es comentado aquí<sup>38</sup>.

Hasta aquí entonces se puede concluir lo siguiente:

- 1) La casi totalidad de las series de datos disponibles para el período 1993-2006 son no estacionarias, sugiriendo una tendencia de las mismas a apartarse de su trayectoria promedio frente a eventuales perturbaciones.
- 2) La única serie que se comporta de manera estacionaria es la tasa de ahorro privado (nivel de Ahorro Privado/PBI), por lo que es la única variable sobre la cual pueden hacerse predicciones en base a su trayectoria pasada;
- 3) No puede aplicarse una regresión de mínimos cuadrados para analizar la relación entre la serie de ahorro privado y las restantes series consideradas; asimismo, la aplicación del método de la serie en diferencias tampoco lleva a resultados significativos.

Frente a estas conclusiones provisionarias, se optó por continuar la indagación de las relaciones entre las series de datos mediante otros ejercicios econométricos explícitamente diseñados para analizar series no estacionarias. En particular, se aplicó el llamado método de “cointegración” y luego el “test de causalidad en sentido de Granger”.

#### 4.2.1. Relaciones de Cointegración

Dos o más series no estacionarias pueden estar vinculadas, pero esa vinculación puede ser **espuria** y meramente **casual**. Los llamados **test de**

---

<sup>37</sup> Una “ecuación en diferencias” consiste en reelaborar la serie original pero tomando como dato para un año la diferencia entre el dato de ese año y del año anterior. En ese sentido, por ejemplo, el valor correspondiente a 1994 es la diferencia entre el valor de la serie en ese año y el valor de 1993; como en el caso de 1993 no hay un dato del año anterior, se pierde un valor, un dato al tomar la ecuación en diferencias. En consecuencia, lo que se ve en una serie en diferencias es la variación período a período de la misma y se pierde la oportunidad de ver la tendencia y el nivel.

<sup>38</sup> Los resultados son descartados porque o bien el  $R^2$  ajustado es menor a 40% o porque no tienen significado económico.



**cointegración**<sup>39</sup> se realizan para evaluar el tipo de vinculación que existe entre series no estacionarias.

La idea central es que, pese a ser no estacionarias, dos o más series de estas características pueden poseer **una tendencia similar**. Más precisamente, la **combinación lineal** de dos o más series no estacionarias puede ser estacionaria; en caso de existir dicha combinación lineal estacionaria, se dice que las series están **cointegradas**. Esta combinación lineal estacionaria (denominada “ecuación de cointegración”) puede ser interpretada como una **relación de equilibrio de largo plazo** entre las variables<sup>40</sup>. En otros términos, puede afirmarse que existe una relación de cointegración si la tendencia de una variable puede ser expresada como la combinación lineal de la(s) tendencia(s) de otra(s) variable(s).

La presencia de una relación de cointegración entre series no estacionarias significa que los valores de las series consideradas **no pueden alejarse mucho en el tiempo** si un *shock* las afecta. Es decir, dos series pueden moverse y evolucionar, lentamente, de manera similar y conforme las características típicas de las series no estacionarias, pero **la distancia entre ellas puede ser estacionaria**. Esta característica es lo que se evalúa con un test de cointegración.

La **no existencia de cointegración** implica que no existe relación de equilibrio de largo plazo (en un sentido econométrico) entre las series en cuestión, por lo cual las mismas se pueden mover arbitrariamente alejándose una de otra. Por el contrario, la **existencia de una relación de cointegración** entre un conjunto de series de tiempo se puede entender como una relación **determinística** (no estocástica) y de **equilibrio** (en el sentido econométrico) entre ellas. En caso de existir, los **vectores de cointegración** se pueden concebir como vínculos que ligan las variables en un horizonte de tiempo de largo plazo<sup>41</sup>.

Mediante la realización del test de cointegración se puede<sup>42</sup>:

- i) **confirmar la existencia o no de la relación de cointegración, para lo cual se testea la existencia o no de vectores de cointegración a nivel matricial**<sup>43</sup>;

<sup>39</sup> Como se afirmó previamente, si bien el problema de la estacionariedad podría solucionarse mediante la ecuación en diferencias, en dicho caso se trabaja con variaciones y se pierde noción acerca del nivel de las variables analizadas. Dicho procesamiento se centra en el comportamiento de corto plazo de las series.

<sup>40</sup> El significado del término equilibrio difiere entre econométricos y economistas. Para la teoría económica, se utiliza el término para referirse a la igualdad entre las transacciones deseadas y realizadas. Si bien para la econometría “*el concepto de cointegración se asemeja a la existencia del equilibrio de largo plazo al cual un sistema económico converge en el tiempo*” (Harris 1995: 22), se refiere específicamente a cualquier relación de equilibrio de largo plazo entre variables no estacionarias. Así, “*la cointegración no requiere que la relación de largo plazo (i.e. equilibrio) sea generada por fuerzas de mercado o por reglas de conducta individuales. En el uso del término según Engle y Granger (los primeros en hablar de cointegración), la relación de equilibrio puede ser causal, de comportamiento o simplemente una relación entre variables con tendencia similar*” (Enders 1995).

<sup>41</sup> La presencia de una relación de cointegración no cierra la puerta a oscilaciones temporales. Justamente, uno de los mayores atractivos del análisis de cointegración es la posibilidad de identificar mecanismos de ajuste en el corto plazo, sin perder la información de largo plazo contenida en el nivel de las variables examinadas.

<sup>42</sup> Para testear la existencia o no de cointegración entre las series consideradas, utilizamos el test de Johansen.

<sup>43</sup> Esto se realiza mediante el armado de una matriz con los datos de la serie y determinando el rango de la misma; a su vez, ese rango determina la cantidad de relaciones de cointegración que existen entre las series.



- ii) obtener un **vector de cointegración** que representa una combinación lineal entre las series y que, por convención, se presenta normalizado en una de ellas<sup>44</sup>;
- iii) determinar la **cantidad de relaciones de cointegración** existentes entre las series en cuestión<sup>45</sup>.

El test de cointegración es un ejercicio **previo a otros análisis**<sup>46</sup>. Por ejemplo, es un ejercicio previo al armado de estimaciones econométricas de relación entre series no estacionarias, como son: i) los modelos VAR<sup>47</sup> (vector auto-regresivo) y ii) el modelo de corrección de errores, que permite identificar las relaciones de largo plazo entre las series y determinar cómo y con qué rapidez las variables reaccionan a cambios dentro del sistema. La interpretación numérica de la relación de cointegración tiene sentido una vez que se realizan este tipo de ejercicios.

En nuestro caso, y debido a la corta longitud de las series de tiempos disponibles, no es posible armar estos modelos en este caso de estudio. En su lugar, lo que puede hacerse es verificar la existencia de una **precedencia temporal** entre las series, aplicando el test de “**causalidad en sentido de Granger**”. Pero, para poder aplicar este test, previamente es necesario probar que las series bajo estudio están cointegradas. En nuestro caso, esa comprobación sólo puede hacerse mediante el test de cointegración entre **pares de variables**. Esto significa evaluar la influencia mutua de largo plazo entre dos variables por separado, advirtiendo que esta influencia puede no ser la misma que si se pudiera evaluar la influencia de todas las variables en conjunto. Además, hay que tener en cuenta dos **criterios** técnicos fundamentales: i) no se pueden relacionar series estacionarias (en nuestro caso la de la Tasa de Ahorro Privado) y series no estacionarias (el resto); ii) la comparación tiene que ser entre series que utilizan la misma unidad de medida (por ejemplo, tasas, miles de pesos, etc.).

Con estos criterios técnicos, en nuestro caso el análisis se hizo para las distintas series de Ahorro e Inversión (a nivel privado y nacional) en relación con las series de la tasa de interés, el PBI y el ahorro externo. La primera conclusión que surge de los ejercicios realizados es que **no hay relación de cointegración** entre:

- 1) la tasa de IBIF (privada y total) y la tasa de interés
- 2) la tasa de Ahorro Nacional y la tasa de interés<sup>48</sup>.

Intuitivamente, estos resultados contradicen ciertos fundamentos básicos de la corriente monetarista y neoclásica tradicional. ¿Por qué? Porque esa corriente de pensamiento entiende que los niveles de ahorro e inversión se ajustan por

---

<sup>44</sup> Pueden existir tantos vectores como cantidad de series menos una son tenidas en cuenta en el análisis. La primera hipótesis nula que se testea es que no existe cointegración; con lo cual cada vez que dicha hipótesis se rechace, se estará ante la presencia de cointegración.

<sup>45</sup> Este procedimiento se hace conjuntamente con el testeo de la primer hipótesis nula antes mencionado.

<sup>46</sup> De forma similar al test de raíz unitaria que prueba la no estacionariedad de una serie de tiempo.

<sup>47</sup> El VAR es un modelo multivariante de series de tiempo que relaciona entre sí a dos o más variables dependientes estacionarias o no estacionarias. En este último caso, las series que se utilizan deben ser diferenciadas y el VAR pasa a denominarse VAR en diferencias.

<sup>48</sup> No se puede testear la tasa de ahorro privado porque es una serie estacionaria. En cualquier caso, el ahorro privado representa un elevadísimo porcentaje del ahorro nacional.



movimientos en las tasa de interés. Esto no parece ser así en la Argentina. Las series de tasas de IBIF y de Ahorro Nacional no registran relación de largo plazo con la tasa de interés<sup>49</sup>.

Los test de cointegración que arrojaron **resultados positivos** se presentan en el **Anexo** como vectores de cointegración normalizados<sup>50</sup>. De la lectura de los mismos surge que existe **relación de cointegración positiva** entre las siguientes variables:

- 1) Inversión (IBIF Total y Privada) y los indicadores de Ahorro (Nacional, Externo y Privado).
- 2) PBI y el Ahorro (tanto nacional como privado)
- 3) Ahorro Externo y el Ahorro Nacional.
- 4) IBIF (Total y Privada) y PBI.

La verificación de una cointegración positiva entre estos pares de series indica que las relaciones de largo plazo entre las mismas no son espurias ni casuales. Sin embargo, este resultado econométrico no nos dice nada respecto de qué tipo de relación es la que existe (por ejemplo, si es una relación de causa-efecto en el sentido que habitualmente formulan los economistas). La verificación de relaciones de cointegración habilita a testear si entre los distintos pares de serie se verifica o no una relación de **precedencia temporal** mediante la aplicación del test de causalidad en el sentido de Granger.

#### 4.2.2. Relaciones de causalidad en sentido de Granger

La prueba de la existencia de causalidad en sentido de Granger” se realiza bajo el siguiente supuesto *“la información relevante para la predicción de las variables respectivas está contenida únicamente en la información de series de tiempo sobre esas variables”* (Gujarati, 2003: 606). Específicamente, el test de “causalidad en sentido de Granger” prueba la existencia de la siguiente relación:

$$y_t = \beta x_{t-1}$$

O sea que, para dos series que están cointegradas, los valores pasados de una variable “x” influyen en el valor actual de la variable “y” en la medida indicada por el coeficiente<sup>51</sup>. La causalidad en sentido de Granger mide **precedencia temporal** (estadística) pero por si sola no indica causalidad en el sentido económico de “determinación”. Cuando se afirma que “x” causa en sentido de Granger a “y”, lo que se está afirmando es que los cambios en “x” **preceden** a los cambios en “y”; de esta precedencia temporal se deduce que los valores pasados de “x” deberían contener información relevante para predecir a “y”.

<sup>49</sup> Podría aducirse que el postulado neoclásico se refiere al corto plazo, pero es lo que afirma la literatura más difundida y además sería inconsistente con el modelo de “tendencia” al equilibrio general.

<sup>50</sup> En este sentido, y a modo de ejemplo, un resultado de un test de cointegración puede expresarse como:  $x = 0.98y$ . Sin embargo, esta expresión podría reformularse así:  $y = \frac{1}{0.98}x$ .

<sup>51</sup> Esto quiere decir que el valor de una variable en el período t puede ser el resultado (el efecto) de la influencia de varias variables (contemporáneas, o sea de sus valores en t, y rezagadas, o sea sus valores en t-1), que serían las causas. La influencia de cada una de las causas es única y en muchos casos, movimientos de variables en t-1 determinan valores de otras en t.



Esta causalidad temporal se testea bi-direccionalmente. En caso que los resultados indiquen causalidad bi-direccional (que “x” causa en sentido de Granger a “y” e “y” causa en sentido de Granger a “x”) se habla de “un sistema de *feedback*”. Esto significaría que ambas variables están mutuamente relacionadas.

Sintetizando, el test de causalidad en sentido de Granger testea bi-direccionalmente la precedencia temporal entre series cointegradas y se sostiene sobre la hipótesis que la variable precedente contiene información sobre la otra variable precedida que es única. De aquí se concluye que la variable precedente puede contribuir en la predicción de la otra variable después d que se hayan utilizado previamente otros datos<sup>52</sup>. En caso que la precedencia temporal sea mutua, se está en presencia de un sistema de *feedback* entre las series testeadas.

¿Por qué este tipo de análisis es pertinente para nuestros propósitos? Porque justamente una de las controversias entre distintas corrientes teóricas acerca de los modos de ajuste de los procesos de ahorro e inversión es la precedencia temporal entre los mismos. También, algunas teorías postulan la presencia de ciertos mecanismos de “retroalimentación”<sup>53</sup> entre procesos, del tipo captado por las relaciones de *feedback*.

De los ejercicios realizados para las series disponibles se concluye que **no hay causalidad á la Granger en ningún sentido** entre:

1. El nivel del ahorro nacional y el nivel del PBI.
2. El nivel de la inversión y el nivel del PBI.
3. El nivel de ahorro nacional y el nivel de ahorro externo.

También se concluye que existe relación de **causalidad á la Granger** entre las siguientes series:

4. El nivel de ahorro privado causa en sentido de Granger al nivel de inversión privada, pero no al revés.
5. La tasa de ahorro nacional causa en sentido de Granger a la tasa inversión, pero no al revés.
6. El nivel de ahorro nacional causa en sentido de Granger al nivel de inversión, pero no al revés.
7. El nivel de ahorro externo causa en sentido de Granger al nivel de inversión, pero no al revés.
8. La tasa de ahorro externo causa en sentido de Granger a la tasa de inversión, pero no al revés.

Además:

9. Hay relación de *feedback* en el sentido de Granger entre el nivel de ahorro privado y el nivel del PBI.

<sup>52</sup> Por ejemplo, el test de causalidad á la Granger no toma en cuenta las expectativas de los agentes económicos con respecto a valores futuros de otras variables que influyen en t. Asimismo, no permite dar cuenta acerca de los casos de profecías autocumplidas.

<sup>53</sup> Con este término se designa movimientos de estímulo-respuesta, cuando la respuesta va en dirección del origen del estímulo y alimenta la posibilidad de repetición del movimiento.





El primer bloque de resultados **no encuentra relaciones de causalidad temporal entre los niveles agregados de Ahorro Nacional, IBIF y el PBI**. Del bloque de resultados que muestra **causalidad temporal positiva**, es notable la **precedencia temporal** de los distintos indicadores de ahorro con respecto a los distintos indicadores de inversión. Estos resultados estarían sugiriendo la presencia de **relaciones de precedencia temporal más afines con el pensamiento de raíz neoclásica que keynesiana**.

Finalmente, el resultado que registra relaciones de *feedback* entre el nivel de Ahorro Privado y el nivel del PBI señala que estas dos series de variables se retroalimentan. Este resultado parece consistente con el carácter estacionario de la serie de tasa de ahorro privado, en tanto si los niveles de ambas variables se retroalimentan temporalmente, es factible que la tasa de ahorro privado tienda a ajustarse en torno a su promedio. También es consistente con los razonamientos generalmente aceptados que señalan que el nivel de ahorro sube (baja) con el nivel de ingreso.

Llama la atención los diferentes resultados obtenidos cuando se testea la causalidad temporal entre el nivel de ahorro nacional y el PBI, por un lado, y la relación entre el Ahorro Privado y el PBI, por el otro. Cuando al ahorro privado se adiciona el nivel de ahorro (des-ahorro) público, se pierde la estrecha relación del nivel de ahorro privado con el nivel del PBI.

En síntesis, con los resultados obtenidos hasta aquí, y con los límites del procesamiento estadístico señalados, puede afirmarse que:

- 1) **No se verifica ninguna relación entre la tasa de Ahorro Nacional, la tasa de Inversión (privada y total) y la tasa de Interés;**
- 2) **Los distintos indicadores de Ahorro registran precedencia temporal con respecto a los indicadores de la inversión.**
- 3) **El nivel de ahorro privado y el del PBI se retroalimentan.**
- 4) **No hay precedencia de la inversión con el ahorro ni con el PBI.**

¿Qué tipo de explicaciones causales podrían ofrecerse a estas relaciones causales? Como se señaló, esto corresponde al campo del sistema de sentidos del observador, de la teoría mediante la cual observan los datos.

Para nosotros, el dato clave de los resultados econométricos es el **carácter estacionario de la serie de la tasa de Ahorro Privado**. Esta es la variable que tiende a estabilizarse en torno a su promedio pese a las recurrentes perturbaciones que afectaron la reciente trayectoria del proceso de ahorro-inversión en la economía argentina. Esta cualidad es consistente con la relación de *feedback* que se observa entre las series del nivel de ahorro privado y del nivel de PBI.

Por las razones económicas que sean, en el actual régimen económico de la Argentina el crecimiento del nivel del PBI va acompañado del crecimiento del nivel de Ahorro Privado. Las otras variables más “históricas” se mueven para lograr este resultado de forma tal que la tasa de ahorro privado retorna su promedio.

En segundo lugar, **ni la tasa de ahorro ni la de inversión parecen responder en el largo plazo a movimientos de la tasa de interés**, contradiciendo así ciertos



postulados de la versión monetarista de la teoría cuantitativa. Esto parece consistente con el actual funcionamiento del sistema económico que registra **tasas de interés negativas**<sup>54</sup> y abona la tesis de la presencia en la economía argentina de procesos de **generación de ahorro no voluntario**. También, la falta de relación de la inversión con la tasa de interés es consistente con la poca importancia que juega el crédito en el financiamiento de la inversión a favor del “autofinanciamiento” empresario (Bebczuk, 2000; Fundación Observatorio Pyme, 2006; Garmendia, 2003).

Tercero, **el ahorro precede temporalmente a la inversión**, en este caso abonando la tesis de raíz neoclásica. La economía parece generar ahorro antes que los empresarios decidan invertir. Eso parece consistente con una economía que para salir de una depresión económica generó un ajuste de forma tal que el ahorro nacional pasó a financiar tanto la inversión como el ahorro externo negativo. Otra vez, esto no quiere decir que el ahorro “causa” económicamente a la inversión, sino que en todo caso es **una condición de precedencia temporal para que los factores que causan la inversión actúen**. La inversión no muestra precedencia temporal ni siquiera con el PBI; todo esto parece consistente con los **altos niveles de crecimiento del PBI** a la salida de la crisis y los **menos intensos registros de la inversión**, probablemente por la presencia de elevada capacidad ociosa y mayor productividad del empleo.

La pregunta que nos formulamos a continuación es la siguiente: ¿en qué medida estos procesos están relacionados con el modo en que se distribuyen los ingresos? Esto para aproximar el análisis de la importancia que tiene en el proceso los cambios distributivos que, según se señaló previamente, para algunos autores determinan el movimiento histórico que lleva a la ruptura y cambio del patrón de acumulación en economías como las latinoamericanas. Para ser consistentes con los ejercicios previos, testeamos la existencia de relaciones econométricas entre los indicadores del proceso de ahorro e inversión y los indicadores de distribución del ingreso.

#### **4.3. Relaciones del proceso de ahorro e inversión y la distribución funcional del ingreso**

Como señalamos previamente, la escasa cantidad de datos permite trabajar sólo con test de cointegración entre dos variables. Como se indica en el Anexo, las variables consideradas en este caso son: el **Índice de Gini**<sup>55</sup>, el **Excedente Bruto de Explotación (EBE)**, el nivel de la **masa salarial**<sup>56</sup>, la **tasa de participación de los salarios en el PBI (participación salarial)**, la **tasa de participación del EBE en el PBI (participación del excedente)** y el **nivel de consumo privado**.

---

<sup>54</sup> Los cambios en los modos de funcionamiento del sistema financiero argentino son analizados en el documento de trabajo “El sistema institucional de intermediación financiera del ahorro”, presentado en el segundo *workshop* del proyecto “*Les conditions de stabilité de la croissance, l'épargne et la distribution des revenus en Argentine*”, Paris, Noviembre de 2007

<sup>55</sup> El índice de Gini surge de la EPH, con lo cual es importante considerar los cambios de metodología en la misma durante 2003. Se utilizaron los valores de mayo (EPH puntual) y del primer semestre (EPH continua) dado que no existe una serie consistente de esta variable.

<sup>56</sup> La masa salarial incluye los ingresos de los asalariados registrados y no registrados, más los de los trabajadores por cuenta propia.



Los resultados del test de cointegración indican en primer lugar que **no hay relación de cointegración entre el Índice de Gini y las tasas de Ahorro Nacional<sup>57</sup> y de Consumo Privado**. En otras palabras, no parece que el mayor o menor ingreso que capten las familias ricas o pobres se vincule en el largo plazo con el porcentaje del ingreso total que se ahorra o se consume.

Tampoco se encontró relación de cointegración entre las siguientes series:

- 1) **la tasa de ahorro nacional y la participación del excedente;**
- 2) **el nivel de ahorro privado y EBE;**
- 3) **el nivel de la IBIF privada y las variables de distribución del ingreso;**
- 4) **la tasa de consumo privado y la participación tanto salarial como del excedente.**

Aquí también se obtienen resultados intrigantes. Contra lo que afirma la mayoría de las teorías, **una mayor participación del EBE en la distribución funcional del ingreso y/o un crecimiento del nivel de ese EBE no se relacionan en el largo plazo ni con la tasa de ahorro nacional ni con el nivel del ahorro privado**. El supuesto teórico que señala que los capitalistas tienden a ahorrar más que los asalariados no parece cumplirse en la economía argentina. Tampoco se registra relación de largo plazo entre el gasto de inversión y las variables de distribución funcional del ingreso. Lo mismo sucede con la tasa de consumo privado.

Al igual que con los ejercicios previos, los resultados que arrojaron valores significativos de los test de cointegración se presentan en el **Anexo** como vectores de cointegración normalizados. De los mismos surge que **existe relación de cointegración positiva** entre las siguientes variables:

- 1) Tasa de Ahorro Nacional y la participación salarial. ,
- 2) Nivel de Ahorro Nacional y los niveles de la Masa Salarial y del EBE
- 3) Nivel de Ahorro Privado y Masa Salarial
- 4) Nivel de Consumo Privado y Masa Salarial
- 5) Nivel de Consumo Privado y EBE
- 6) Nivel de IBIF y EBE
- 7) Tasa de IBIF y la participación del excedente

Como puede observarse, de las relaciones 1), 2) y 3) pareciera deducirse que, en la Argentina, en el largo plazo, los indicadores de ahorro **están más relacionados con la participación y el nivel de la masa salarial** que con el EBE. Además, y como el **consumo privado se vincula tanto con la masa salarial como con el EBE**, mientras que el gasto en inversión se relaciona con el EBE.

Es llamativo que el nivel de inversión privada no presente relación de cointegración alguna con las variables relacionadas con la distribución del ingreso mientras que **tanto la tasa de IBIF como el nivel de esa IBIF presentan una relación de cointegración positiva con el excedente apropiado por los capitalistas**. Este

---

<sup>57</sup> Se utiliza la tasa de Ahorro Nacional porque el índice de Gini también se considera una tasa y no un valor absoluto. Además, no se compara con la tasa de Ahorro Privado porque, como indicamos previamente, esta serie es la única que tienen carácter de estacionaria.



resultado es intrigante, principalmente porque la inversión privada es el mayor componente de la inversión total. Intuitivamente, puede especularse que la presencia de la **inversión pública** es lo suficientemente fuerte como para que exista una relación a largo plazo entre la IBIF y el excedente bruto de explotación. Sin embargo, su nivel es muy bajo en el total de inversión.

Comprobadas estas relaciones positivas de cointegración, corresponde realizar los ejercicios para verificar la existencia de “causalidad en sentido de Granger”. Los resultados obtenidos registran que **no hay causalidad á la Granger en ningún sentido** entre:

1. La **tasa de ahorro nacional** y la **participación salarial**.
2. El **nivel del ahorro nacional** y el **EBE**.

Además,

3. El nivel del **Ahorro Nacional** causa en sentido de Granger a la **masa salarial**, pero no al revés.
4. El **EBE** causa en sentido de Granger al **nivel de Inversión**, pero no al revés.
5. El **nivel de Consumo Privado** causa en sentido de Granger a la **Masa Salarial**, pero no al revés.
6. El **EBE** causa en sentido de Granger al **nivel de consumo privado**, pero no al revés.

Finalmente,

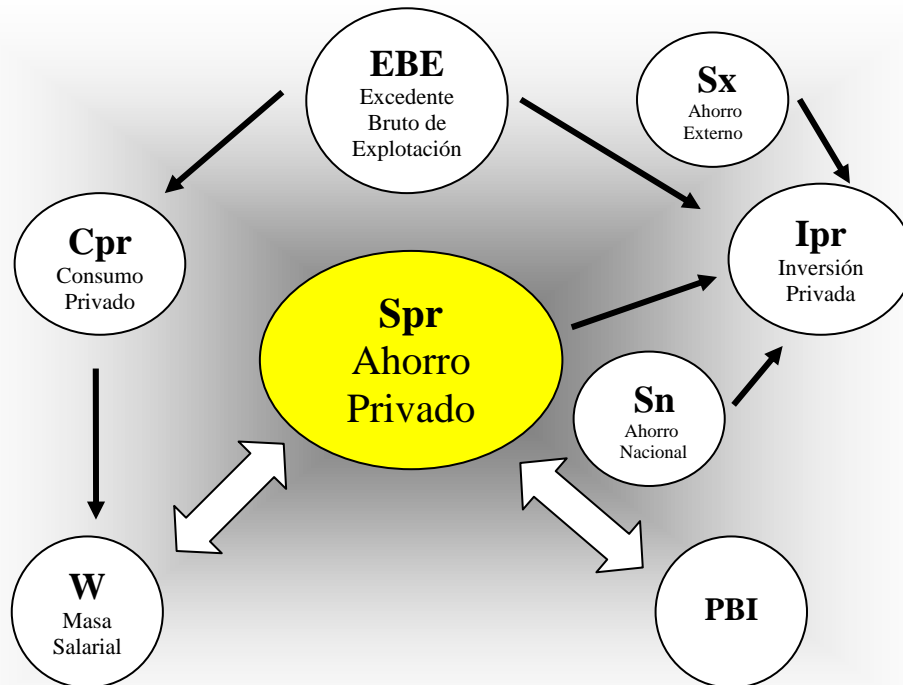
7. Hay causalidad en el sentido de Granger del **nivel de Ahorro Privado** a la **masa salarial** y al revés (**feedback**).

En primer lugar, es destacable que las series del **nivel del ahorro privado** y el **nivel de la masa salarial se retroalimentan**. Recuérdese que el nivel ahorro privado también registra una relación de *feedback* con el PBI y que la única serie estacionaria de las analizadas es la tasa de ahorro privado. O sea, que en la Argentina, las series que se retroalimentan parecen ser las del nivel de ahorro privado en relación con el PBI y con la masa salarial. Por otra parte, el EBE precede al nivel de consumo privado y, a su vez, ese nivel de consumo privado precede a la masa salarial. Además, el EBE también precede al gasto de inversión.

En el **Gráfico 4** se ilustran las relaciones de precedencia temporal que surgen de los ejercicios econométricos realizados.



**Gráfico 4**  
**Relaciones de precedencia temporal en el proceso de ahorro-inversión**



Fuente: elaboración propia en base a resultados de testeos econométricos

La lectura del gráfico sería sintéticamente la siguiente:

- 1) **En el proceso de ahorro-inversión de la Argentina, lo que tiende a estabilizarse es la tasa de ahorro privado y el resto de las variables tienden a alejarse de sus valores promedio frente a la presencia de perturbaciones sistémicas.**
- 2) **Esa estabilidad, la logra fundamentalmente gracias a que el nivel de ahorro privado registra una relación de feedback tanto con la masa salarial como con el PBI.**
- 3) **Todos los indicadores de ahorro preceden a la inversión y esta última variable no precede a ninguna otra.**
- 4) **También el nivel del EBE precede al de la inversión. Si se quiere es la ganancia efectivamente realizada (y no la esperada, como sugeriría el pensamiento keynesiano) lo que precede al gasto de inversión.**
- 5) **No es el ingreso de los capitalistas lo que precede al ahorro sino que ese ingreso precede al gasto tanto de consumo como de inversión.**
- 6) **La masa salarial es precedida por el consumo privado.**



En la trayectoria del proceso de ahorro-inversión que se registró en Argentina entre los años 1993 y 2006, los dos elementos fundamentales del circuito son el **Ahorro Privado** y el **Excedente Bruto de Explotación**. Sin embargo, **no hay causalidad temporal entre ambas variables**. El Ahorro Privado es clave para retroalimentarse con el PBI y con la Masa Salarial; el EBE para alimentar el gasto en inversión. Con estos elementos, en lo que sigue ensayamos algunas explicaciones causales para la existencia de estos resultados.

## **6. A modo de conclusión: las explicaciones causales para el proceso de ahorro e inversión en el régimen económico de la Argentina**

En este trabajo avanzamos con la observación de las relaciones entre los procesos de ahorro-inversión y otras variables macroeconómicas vinculadas a los procesos de crecimiento y distribución de ingresos. Nuestro interés surge, entre otras cosas, de la insatisfacción frente a las explicaciones más difundidas acerca de la actual fase de crecimiento económico en la Argentina. En particular, de: i) la escasa importancia que se otorga a las “condiciones iniciales” de la actual fase de crecimiento económico; y ii) las limitaciones de los ejercicios de proyección económica que se basan en relaciones de corto plazo y no tienen en cuenta las estructuras que definen la dinámica auto-organizativa de largo plazo del sistema económico y social de la Argentina; iii) la ausencia de una observación sistémica de las relaciones entre los fenómenos económicos. Con esta preocupación, nos ocupamos de observar la trayectoria del proceso de ahorro e inversión para distintas fases del ciclo económico transcurrido entre 1993 y 2006.

Así se observa una modificación en las relaciones entre los distintos componentes del Ahorro que financian la Inversión en el país. Durante la Convertibilidad el nivel de Ahorro Interno ( $A_{int}$ ) siempre superó al de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), mientras que en la post-Convertibilidad, esa relación se invirtió y el gasto en IBIF de cada año supera al nivel del  $A_{int}$ . Asimismo, durante la Convertibilidad el Ahorro Nacional ( $A_{nac}$ ) fue insuficiente para financiar la IBIF y ese déficit fue sistemáticamente cubierto por el Ahorro Externo ( $A_{ext}$ ). Luego del año 2001, cambia esta situación: el  $A_{nac}$  supera a la IBIF y el  $A_{ext}$  se vuelve negativo. El  $A_{nac}$  hoy sirve para financiar la inversión y también para cubrir la salida neta de recursos al exterior gracias al saldo positivo de la Cuenta Corriente del balance de pagos. Hoy los residentes locales deben generar suficiente ahorro (público y privado) para financiar los requerimientos de la inversión local y del saldo negativo que financia a extranjeros.

La condición inicial que permitió este cambio fue el fuerte ajuste del Consumo Privado en la salida de la Convertibilidad. Ese ajuste fue realizado a expensas de los sectores que perciben ingresos asalariados fijos (registrados y no registrados) y de los perceptores de beneficios sociales como las jubilaciones (Lindemboin, Graña y Kennedy, 2005; Giosa Zuazúa, 2007).

Teniendo presente estas condiciones iniciales, se procedió al análisis de las relaciones entre las series de datos disponibles que reflejan el comportamiento de los indicadores vinculados con el proceso de ahorro-inversión. Así, se constata que la casi totalidad de las series tienen carácter no estacionario, con la única excepción de la serie de la Tasa de Ahorro Privado. Salvo en el caso de esta última serie, las



eventuales perturbaciones a las que se ve sometida periódicamente la economía argentina, tienden a distanciar los valores efectivos de las series de datos de sus valores promedio.

Esta comprobación es consistente con el señalado ajuste del Consumo Privado impuesto a la salida de la Convertibilidad y también con las corrientes teóricas de raíz keynesiana que sugieren la presencia de una mayor estabilidad del ahorro con respecto a la inversión. Estas corrientes vinculan la fluctuación del ahorro con la del ingreso y no con movimientos de la tasa de interés. Intuitivamente, se entiende que el retorno de la serie de la Tasa de Ahorro Privado a sus valores promedio luego de ser sometida a fuertes perturbaciones, no responde a **comportamientos libres de los agentes privados sino a las políticas de shock que forman "ahorro privado no voluntario"** (inflación, manipulación de créditos y deudas, salarios, etc.). Las otras variables macroeconómicas tienen comportamientos "históricos" que las alejan de su promedio e invalidan proyectar valores a futuro en base a sus trayectorias previas.

Dada esta comprobación, se aplican luego técnicas econométricas para estudiar las eventuales relaciones causales entre estas series de datos. Las limitaciones de los datos disponibles y las características señaladas de las series de tiempo con las que contamos, habilitan la aplicación del "test de cointegración" para verificar si las series están relacionadas en el largo plazo. La existencia de una relación positiva permite verificar a continuación la eventual existencia de relaciones de precedencia temporal entre las series mediante el "test de causalidad de Granger".

Los resultados obtenidos ayudan a pensar el modo en que actúa el circuito del proceso de ahorro-inversión en el país y las relaciones entre los procesos de crecimiento y distribución. Por ejemplo, dado que **no se verifica relación de cointegración entre la tasa de interés y los indicadores de ahorro e inversión**, no se comprueba la tesis de la corriente de pensamiento monetarista que entiende que el ahorro y la inversión responden a movimientos de la tasa de interés. Los indicadores de ahorro e inversión se vinculan con otros elementos. Esta comprobación es consistente con un ahorro nacional creciente pese a la presencia de tasas de interés pasivas en valores negativos en el sistema bancario y también con la baja presencia del crédito en el financiamiento de la inversión; el crédito existente en el país financia principalmente consumo mientras las empresas recurren al autofinanciamiento.

Allí donde se pudo aplicar el test de causalidad en el sentido de Granger se observan cuatro bloques de resultados. Un primer bloque de resultados **desestima la presencia de relaciones de causalidad temporal entre los niveles agregados de ahorro nacional e inversión y el PBI**. Un segundo bloque obtiene resultados de causalidad positiva donde es notable la **precedencia temporal de los distintos indicadores de ahorro con respecto a los distintos indicadores de la inversión**, tal y como señala el pensamiento neoclásico. En el tercer bloque se verifica una relación de **retroalimentación entre el nivel de ahorro privado y el PBI**, comprobación consistente con el carácter estacionario de la serie de tasa de ahorro privado. También es consistente con los razonamientos generalmente aceptados que señalan que **el nivel de ahorro depende del nivel de ingreso**. En el cuarto bloque **no se verifica precedencia de los indicadores de inversión con los de ahorro y PBI**, contradiciendo algunos postulados del pensamiento keynesiano que, si bien entiende que la



inversión es autónoma, sugiere que primero se verifica el gasto en la misma y luego es el ahorro el que ajusta su valor.

Estas relaciones de precedencia temporal también parecen consistentes con los altos niveles de crecimiento del PBI de los últimos años y los menos intensos registros de la inversión. El nivel del PBI en Argentina crece sin que su crecimiento esté vinculado en el largo plazo con el nivel de la Inversión; esto sugiere que por el lado de la demanda efectiva es muy probable que el consumo sea el componente principal y que por el lado de la oferta no es el nivel de inversión lo que acompaña el crecimiento del PBI sino la mayor utilización de la capacidad instalada y la mayor productividad del empleo por hombre ocupado. Esto también dirige la mirada hacia los factores que pueden limitar ese crecimiento del PBI.

Cuando los test de causalidad de Granger se aplican a las relaciones entre las series de ahorro y distintos indicadores de la distribución del ingreso, también se llega a conclusiones llamativas. De inicio, **no hay cointegración entre la tasa de Ahorro y la distribución personal del ingreso (medida por el índice de Gini), pero sí con las variables de distribución funcional.** Esto sugiere que los ricos no parecen tener una propensión al ahorro mayor que los pobres y que los más pobres no parecen tener una propensión al consumo mayor que los ricos. De hecho, esto es lo que se intuye a simple vista cuando se observa la profundización de la tendencia regresiva en la distribución del ingreso sin un correspondiente crecimiento de la tasa de ahorro privado. También avala la visión de economistas adscriptos a la teoría **estructuralista original**, que le otorgan una importancia clave a la distribución funcional de ingresos en la comprensión de los procesos de acumulación en economías como las latinoamericanas y que entienden que el consumo capitalista es tan relevante como el consumo asalariado.

También en estos ejercicios se observan diferentes bloques de resultados. De inicio, se destaca la relación de *feedback* entre el nivel de ahorro privado y la masa salarial. Esto es consistente con la idea que **el ahorro de los trabajadores será mayor a medida que aumente su ingreso.** La fortaleza de esta relación de *feedback* contrasta con la **inexistencia de relación entre el nivel del excedente que captan los capitalistas y el nivel del ahorro.** El EBE no muestra precedencia temporal con el ahorro sino con el gasto, tanto en consumo privado como en inversión. Los capitalistas gastan más (en consumo e inversión) cuando más ingresos reciben. Esto también avala la señalada importancia de la distinción entre **consumo capitalista y consumo asalariado.** El consumo capitalista tiene preponderancia en el nivel de consumo privado que precede al nivel de la masa salarial.

Estas relaciones causales se relacionan de manera ambigua con las explicaciones causales de las teorías económicas más difundidas en la materia. Esquemáticamente, en la Argentina **el ahorro antecede a la inversión (como dicen los neoclásicos) pero no parece que sea el ingreso de los capitalistas el que registra una fuerte vinculación con el ahorro (contrariando a los neoclásicos).** La inversión se comporta de manera autónoma (como dicen los keynesianos) pero el gasto de la misma no depende de la **ganancia esperada de los capitalistas (contrariando a los keynesianos) sino de la ganancia efectivamente realizada previamente.** Esto es consistente con los estudios que muestran un nivel de **autofinanciamiento** de la inversión por parte de las empresas. Por otra parte, el **ahorro externo también precede a la inversión** y en su ausencia, claramente debe ser cubierto por los otros componentes del ahorro que también preceden a la inversión.





El circuito económico en la Argentina parece reclamar como condición temporal que **los capitalistas realicen ganancias y una vez que tienen esos ingresos gasten en consumo y en inversión**. En cualquier caso, las relaciones más sólidas van desde el gasto en consumo a la masa salarial y de allí al ahorro privado, mientras que la inversión no muestra relación de precedencia con ninguna variable. Es el gasto en consumo el que precede al crecimiento de la masa salarial y de allí se retroalimenta con el ahorro.

La relación de retroalimentación de la masa salarial con el ahorro es consistente con la importancia de los mecanismos de **ahorro privado no voluntario** que históricamente han primado en la economía argentina. Decir que la tasa de ahorro privado tiene una relación positiva con la masa salarial no significa decir que los trabajadores tienen una “propensión voluntaria” al ahorro mayor que los capitalistas. En el caso argentino probablemente signifique que actúan políticas públicas que generan ahorro no voluntario (inflación, sistema tributario regresivo, AFJPs, etc.).

**¿Cómo puede sostenerse en el tiempo el circuito dibujado por estas relaciones de causalidad temporal?** Si no se cambia el régimen de organización económica y social, los resultados sintetizados señalan que el carácter auto-regulador del sistema tiende a que el Nivel de Ahorro Privado sea creciente junto con el PBI para mantener la Tasa de Ahorro Privado en torno a su promedio. Una pregunta a dilucidar es si un creciente nivel de Ahorro Público puede alterar en el futuro este comportamiento, pero no está claro en los análisis realizados y por el momento todo indica que lo determinante es el Ahorro Privado.

La retroalimentación entre nivel de Ahorro Privado y nivel de PBI es una relación consistente con la estacionariedad de la Tasa de Ahorro Privado; si el PBI crece, el nivel de Ahorro Privado debe crecer en el régimen económico y social del país. Si esta retroalimentación no responde a comportamientos voluntarios, entonces han de funcionar mecanismos de ahorro no voluntario. A nuestro modo de ver esto ofrece una visión estructural del creciente proceso de inflación en la Argentina: es un mecanismo de ahorro no voluntario que auto-regula el crecimiento de ahorro privado frente al creciente nivel de PBI,

Esto es consistente con el proceso de retroalimentación entre Masa Salarial y Nivel de Ahorro Privado, porque ese y otros mecanismos de ahorro no voluntario se descargan sobre los ingresos de los trabajadores. El problema es que esto no garantiza que los capitalistas hagan el gasto de inversión, sino sólo que haya ahorro previo para financiarlo. Ese ahorro puede tener otros destinos, incluso salirse del circuito económico y enviarse al exterior (como lo refleja los valores negativos del ahorro externo).

Mientras tanto, el gasto en inversión de los capitalistas no se vincula con ninguna otra variable y es precedido por el excedente bruto de explotación. O sea, para que haya inversión tiene que haber previamente ahorro (vinculado con la masa salarial) y ganancia “realizada”. También, pareciera que el gasto en inversión pública favorece esa ganancia realizada. Esta trayectoria reconoce **dos momentos**. El primero tiene que ver con las “**condiciones iniciales**” de la fase de crecimiento (¿extracción por shock de plusvalía absoluta?) y el segundo con la **continuidad del mismo** (¿extracción continua de “plusvalía relativa”?). Entre otros factores, los precios relativos en un determinado momento son los precios relativos que permiten estos dos procesos.



Así, en el régimen económico de la Argentina, la caída del Ahorro Privado es el antecedente de un ajuste en la masa salarial y, viceversa, la recuperación del Ahorro Privado por políticas de ajuste de “ahorro no voluntario” es el antecedente de la posterior recuperación de los ingresos de los trabajadores (claro, desde el piso previo). Por lo mismo, la caída del EBE precede a la del consumo privado y la inversión; la recuperación del EBE anticipa la del consumo y la de la inversión.

Aquí se observan las **contradicciones internas de este circuito de auto-regulación**. ¿Por qué? Porque hay una suerte de **inconsistencia** entre, por un lado, la **Masa Salarial creciente para tener Ahorro Privado precedente a la inversión** y, por otro lado, el **EBE creciente para realiza niveles de ganancia que precedan al gasto de consumo privado y de inversión**. Esta inconsistencia se refleja, entre otras cosas, en presiones inflacionarias como forma de generación de ahorro no voluntario.

¿Cómo se podrían resolver estas inconsistencias? Muy difícil sin cambiar el régimen económico y social del país. Particularmente, sin generar los siguientes procesos: i) que el gasto en inversión no sea antecedido por ganancia realizada sino por expectativas de ganancia futura; ii) que el financiamiento de la inversión empresaria dependa más del crédito que del auto-financiamiento; iii) que los capitalistas ahorren más y no sea necesario recurrir al ahorro no voluntario sobre la masa salarial; iv) que la distribución progresiva del ingreso no dependa tanto de la masa salarial creciente sino que sea la política fiscal (tributaria y de gastos) la que cumpla con esa tarea.

Esto debería hacerse con la convicción que una **distribución más progresiva del ingreso entre las personas (familias)** no perjudica el ahorro ni el gasto en inversión. Se trata de realizar reformas institucionales que busquen una distribución del crecimiento de la productividad hacia los sectores más vulnerables del trabajo por mecanismos complementarios al salario directo (que, de paso, alcanza sólo a los trabajadores formales). Entendemos que las políticas más razonables y eficientes en ese sentido son las que se inspiran en la noción de “**ingreso ciudadano**” (Lo Vuolo et al, 1995; Van der Veen et al, 2002).

Lo anterior remite a una política más compleja que la actual. Sin dudas, en el campo tributario es necesaria una reforma tributaria progresiva que capte ingresos sobre los grupos de mayor nivel. Pero también en materia de estructura financiera, política monetaria, endeudamiento público y de regulación de precios. Finalmente, un replanteo de las políticas que sostienen la demanda efectiva y dan así previsibilidad a futuro a las expectativas de ganancias.

La mera apuesta al sostenimiento del tipo de cambio competitivo y los superávit gemelos no va a cambiar el patrón de acumulación y distribución en el país. Tampoco cambia nada el modo en que se pretende imponer políticas supuestamente con fines redistributivos pero que en realidad conducen a una mayor concentración económica y mayor conflicto social porque no se modifican las estructuras básicas del régimen económico y social heredado. Es una forma diferente de alimentar **una trayectoria que no logra resolver las contradicciones entre la acumulación y la distribución de los beneficios del crecimiento económico en la sociedad argentina**.



## ANEXO

### A.1. Diferentes cálculos del ahorro privado

Como se sostuvo anteriormente, se puede trabajar con dos fuentes distintas a la hora de calcular el ahorro privado, ya que esta serie se calcula como diferencia entre el ahorro nacional y el ahorro público; según la serie de ahorro público a utilizar, queda calculada la de ahorro privado.

Los cálculos econométricos se realizaron con la serie de ahorro privado que se elabora considerando como fuente de información los datos que se extraen de la publicación “SPA Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento 1994-2004 (2005)” de la Secretaría de Hacienda. Utilizamos esta reformulación y no la serie publicada por Cuentas Nacionales dado que consideramos que es una serie que se ajusta más al verdadero ahorro disponible en la economía argentina.

En la serie utilizada en los cálculos mencionados se detectan diferencias con respecto a las series presentadas en las Cuentas Nacionales. Estas diferencias ya se verifican en la década del noventa pero no son de magnitudes relevantes; por el contrario, **las discrepancias son muy fuertes para los años de la post-Convertibilidad**. Esto es lo que se mostrará a continuación.

Vale recordar que **lo que cambia es el dato del ahorro público y en consecuencia el ahorro privado (que se calcula por diferencia)**. A su vez, es importante resaltar en profundidad las diferencias en las metodologías para la construcción de los datos analizados.

La más importante radica en la forma de contabilizar el **pago de intereses** a partir del año 2002 y por ende en el **concepto de devengado** de ambas fuentes de información. Por un lado, los intereses para la Secretaría de Hacienda se devengan “al vencimiento del servicio por la liquidación correspondiente”. En consecuencia los intereses contabilizados como devengados son los intereses cuyo pago es exigible. En el caso de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y la correspondiente a las Cuentas Internacionales, se incluye en el cálculo los montos devengados al vencimiento del ejercicio se hayan o no pagado; es decir, **se contabilizan los intereses exigibles y no exigibles**. Esta discrepancia en la metodología hace que el valor del ahorro público calculado según la Secretaría de Hacienda presente un valor mayor al de Cuentas Nacionales y por ende que el valor del ahorro privado sea menor.

A su vez, dadas las diferentes definiciones en cuanto a los subsectores del sector público considerado, el ahorro/desahorro que surge de la cuenta de Inversión se ajustó a los conceptos utilizados por Cuentas Nacionales con respecto a dichos componentes. Por ejemplo, como Cuentas Nacionales excluye a los Fondos Fiduciarios Nacionales y las Empresas Públicas Nacionales (TELAM, Casa de la Moneda, Lotería Nacional, Canal Siete, EDCADASSA y otros), se restó el ahorro de estos subsectores al total del ahorro del sector público. Este nuevo tratamiento de los intereses requiere de una adecuada compatibilidad con el ahorro externo, ya que esta metodología de cálculo también se utiliza en la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

Estos cálculos son más complejos de realizar no sólo porque requieren un análisis aún más profundo de lo que sucede en el sector externo, sino porque es



necesario dar cuenta de la proporción exacta de intereses que vinculan al sector público no sólo con el sector externo, sino también con el privado. Asimismo, hay un problema referido a la presentación de la información, que vuelve más complejo el análisis porque la información no está suficientemente desagregada. Por otra parte, este realineamiento con respecto al pago de los intereses no puede ser una vinculación solamente atribuida a las relaciones entre el sector público y el sector externo, ya que parte de los intereses pagados por el primero están vinculados al sector privado. Es necesario dilucidar la proporción de intereses que vinculan al sector público con el sector externo, por un lado, y con el sector privado, por el otro.

Dadas las complicaciones que dicho recalcule genera, el supuesto con el que trabajamos es que la forma de contabilizar los intereses según la publicación de la Secretaría de Hacienda “SPA Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento 1994-2004 (2005)” y que genera un nuevo valor de ahorro público implica una reasignación del ahorro nacional entre el sector en cuestión y el sector privado. Por lo tanto, no se modificó el dato correspondiente al sector externo, sólo se modificó la composición del ahorro nacional.

## A.2. Los resultados del test de cointegración

Como se explica en el texto principal, los resultados del test de cointegración están siempre relacionados con otros análisis, especialmente con el llamado “modelo de corrección de errores”. Los resultados del test de cointegración se expresan siempre como **vectores normalizados**, donde el **signo negativo implica una relación positiva**.

En nuestro caso, se testeó la relación de cointegración entre las series de ahorro e inversión y las siguientes series de datos: **la tasa de interés, el PBI y el ahorro externo**. Los resultados son los siguientes

- 1) (*AhorroNacional*; *IBIF*): (1; -0,51)
- 2) (*AhorroNacional*; *PBI*): (1; -0,3)
- 3) (*IBIF*; *PBI*): (1; -0,43)
- 4) (*AhorroExterno*; *AhorroNacional*): (1; -0,15)
- 5) (*AhorroExterno*; *IBIF*): (1; -0,36)
- 6) (*AhorroPrivado*; *IBIFPrivada*): (1; -0,84)
- 7) (*AhorroPrivado*; *PBI*): (1; -0,22)
- 8) (*IBIFPrivada*; *PBI*): (1; -0,20)

Por otra parte, también se aplicó el test de cointegración entre las series de ahorro e inversión y series relacionadas con la distribución del ingreso: **la wage share, la masa salarial, el EBE, la profit share, el Gini y el consumo privado**. Los resultados son los siguientes.



- 1) (Tasa de *Ahorro Nacional*; *WageShare*) : (1; - 0,35)
- 2) (*Ahorro Nacional*; *Masa Salarial*) : (1; - 0,33)
- 3) (*Ahorro Nacional*; *EBE*) : (1; - 0,39)
- 4) (Tasa de *IBIF*; *ProfitShare*) : (1; - 1,13)
- 5) (*IBIF*; *EBE*) : (1; - 0,83)
- 6) (*Ahorro Privado*; *Masa Salarial*) : (1; - 0,57)
- 7) (*Consumo Privado*; *Masa Salarial*) : (1; - 0,23)
- 8) (*EBE*; *Consumo Privado*) : (1; - 0,99)



## BIBLIOGRAFIA

- Aglietta, M. y Orléan, A., (1998), *La Monnaie Souveraine*, Paris, Editions Odile Jacob.
- Bebczuk, R (2000). *Corporate Saving and Financing Decisions in Latin America*. Quintas Jornadas de Economía Monetaria e Internacional.
- Blachard, O. y Summers, L., (1986) "Hysteresis and European Unemployment", *NBER Macro Annual*.
- Bourdieu, P., (1977), "Les trois états du capital culturel", *Actes de la recherche en sciences sociales*.  
———. (1995), "L'Etat et la concentration du capital symbolique" en Théret B. (dir.), *L'Etat, la finance et le social. Souveraineté nationale et construction européenne*, Paris: La Découverte, 73-105.
- Cibils, A. y Lo Vuolo, R. (2004): "Régimen de metas de inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria?", *Serie Documentos de Trabajo Ciepp*, Nro 41, Octubre.
- Cutri, S. y Lo Vuolo, R. (2005) "Hacia una nueva forma de observación de la economía y la sociedad. La atribución de sentidos en los sistemas sociales", *Serie Documentos de Trabajo Ciepp*, Nro 48, Noviembre.
- Damill, M. y Frenkel, R. (2005): "Globalización financiera y mercado de trabajo en Argentina", en *La globalización y el desarrollo nacional*, Buenos Aires, OIT.
- Dillard, D., (1965), *La teoría económica de John Maynard Keynes: teoría de una economía monetaria*, Madrid, Aguilar.
- Dupuy, J. (1999): *El pánico*. Barcelona, Gedisa.
- Enders, W., (1995), *Applied Econometric Time Series*, John Wiley & Sons INC., New York.
- Feldstein, M. y Horioka, C., (1980), "Domestic savings and capital flows", *Economic Journal* 90: 314-329.
- Flandreau, M. y Riviere, MC., (1999), "La Grande Retransformation? Integration financiere internationale et controles de capitaux, 1880-1997," *Economie Internationale*, CEPII research center, issue 2Q, pages 11-58
- Frenkel, R. (2005): Una política macroeconómica enfocada en el empleo y el crecimiento, *Revista de Trabajo Nro.1*, Buenos Aires, MTESS.  
———. (2007): "La sostenibilidad de la política de esterilización", *Documento de Trabajo CEFID-AR N° 17*, Agosto.
- Fundación Observatorio PyME, (2006), *Informe sobre Inversión y Financiamiento de las PyME*, enero 2006.
- Gaggero, J. y Libman E., (2007), "La inversión y su promoción fiscal: Argentina 1976-2006", *Documento de Trabajo N°15*, CEFID-AR, Junio 2007.
- García, Rolando (2006), *Sistemas Complejos*. Barcelona: Editorial Gedisa



- Garmendia (2003). Ahorro corporativo y decisiones financieras, mimeo.
- Giosa Zuazúa, N. (2007), “L`emploi, intégrateur social dans l`Argentine de l`après – convertibilité?” En: *Revue Tires Monde* N° 189 – Enero-Marzo 2007. Publicado por el Institut d`Étude du Développement économique et social de l`Université de Paris I- Panteón-Sorbonne.
- Gujarati, D. (2003), *Econometría*, Editorial McGraw-Hill, Madrid.
- Harris, R. I. D., (1995), *Using Cointegration Analysis in Econometric Modeling*, Prentice Hall/Harvester Wheatsheaf, Hertfordshire.
- Lindemboin, J., Graña, J. y Kennedy, D. (2005): “Distribución funcional del ingreso en Argentina. Ayer y hoy”. *Documentos de Trabajo Ceped*, Abril.
- Leijonhufvud, A. (2006): *Organización e inestabilidad económica. Ensayos elegidos*. Buenos Aires, Temas Grupo Editorial.
- Lo Vuolo, R., Barbeito, A., Ovejero Lucas, F., Gargarella, R., Pautassi, L., Offe, C. y Van Parjis, P., (1995), *Contra la exclusión. La propuesta del ingreso ciudadano*, Madrid, Buenos Aires, Ciepp/Miño y Dávila.
- Lo Vuolo (2007), “Argentina: Los límites del análisis del comportamiento virtuoso de los agregados macroeconómicos”, en Boyer, R., Neffa, J. y Quenan, C. (Compiladores), *Salida de crisis y estrategias alternativas de desarrollo. La experiencia argentina*, Buenos Aires: Institut CDC pour la Recherche/ Miño y Dávila.
  - . (2006): “Régimen monetario y credibilidad de la política económica: el ejemplo de las metas de inflación”, en *La credibilidad social de la política económica en América Latina*. Madrid, Buenos Aires: Ciepp/Miño y Dávila.
  - . (2001): *Alternativas. La economía como cuestión social*. Buenos Aires, Grupo Editor Altamira.
- Lo Vuolo, R. y Seppi, F. (2008) “La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina. Evolución de la deuda post-default y sus impactos fiscales”, Serie *Documentos de Trabajo Ciepp*, Nro 61, Enero.
- Luhmann, N. (1990): *Political theory in the Welfare State*. Walter de Gruyter. Berlín, Alemania, New York, USA.
- Marques-Pereira, J. (2007): “Crecimiento, conflicto distributivo y soberanía monetaria en Argentina”, en Boyer, R., Neffa, J. y Quenan, C. (Compiladores), *Salida de crisis y estrategias alternativas de desarrollo. La experiencia argentina*, Buenos Aires: Institut CDC pour la Recherche/ Miño y Dávila.
- Ministerio de Economía y Producción-Secretaría de Política Económica (2005), *Evolución reciente de la economía argentina y perspectivas de sostenibilidad. Un enfoque comparado*, en [www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar)
- Novick, M., Tomada, C., Damill, M., Frenkel, R y Mauricio, R. (2007): *Tras la crisis: El nuevo rumbo de la política económica y laboral en Argentina y su impacto*. Serie de Investigación N° 114, Instituto Internacional de Estudios Laborales, OIT.



- **Rodríguez Enríquez, C. y Reyes, F. (2006): “La política social en la Argentina post-convertibilidad: políticas asistenciales como respuesta a los problemas de empleo”, Serie *Documentos de Trabajo Ciepp*, Nro 55, Diciembre.**
- **Tavares, M. da C. (1998): *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*, Instituto de Economia. UNICAMP. Campinas. Serie 30 Anos. Terceira Edição.**
- **Théret, B., org. (2008): *La monnaie dévoilée par ses crises*. Paris, Odile Jacob, en prensa.**
- **Théret, B. (2006): “La efectividad de la política económica: de la ‘autopoiesis de los sistemas sociales’ a la ‘topología de lo social’”, en Rubén M. Lo Vuolo (compilador), *La credibilidad social de la política económica en América Latina*. Buenos Aires: Ciepp/miño y Dávila.**
- **Van der Veen, R., Groot, L. y Lo Vuolo, R., (2002), *La renta básica en la agenda: Objetivos y posibilidades del ingreso ciudadano*, Madrid, Buenos Aires, Ciepp/Miño y Dávila/Red Renta Básica.**