



ARTÍCULOS

Formación de capital e inflación en la Argentina

Wesley Yordon

Revista de Economía y Estadística, Tercera Época, Vol. 10, No. 3-4 (1966): 3º y 4º Trimestre, pp. 133-144.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3610>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.

Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.

Contacto: rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar

Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Yordon, W. (1966). Formación de capital e inflación en la Argentina. *Revista de Economía y Estadística*, Tercera Época, Vol. 10, No. 3-4: 3º y 4º Trimestre, pp. 133-144.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3610>

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>

FORMACION DE CAPITAL E INFLACION EN LA ARGENTINA (*)

WESLEY YORDON

Recientemente, Graeme Dorrance del Fondo Monetario Internacional, ha sostenido que la inflación posiblemente impida el crecimiento económico estimulando el consumo y desalentando la inversión (1). Su trabajo cobra especial interés porque menciona como antecedente la experiencia argentina, y cita el trabajo de Rolf Hayn que fue publicado originalmente en esta Revista (2). Sin embargo, parece que Dorrance acepta con entusiasmo el punto más débil del artículo de Hayn, el que, por otra parte, es muy bueno. Hayn pretendió demostrar que "la inflación, la distribución de los ingresos y la estructura de precios y costos estimularon al consumo, mientras que desalentaron la inversión total y su canalización óptima" (3). Sin embargo, si pensamos que no hubo razón que obligase a la Argentina a mantener una tasa de cambio exterior rígida, vemos que la evidencia que presenta Hayn prueba solamente la parte de su tesis que le subrayó (4).

(*) Traducido del original inglés por la Sra. Lelia B. V. de Ortiz, traductora de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Supervisó esta traducción el Licenciado Carlos Alberto Givogri.

(1) Graeme S. DORRANCE, "The Effect of Inflation on Economic Development", *International Monetary Fund Staff Paper X* (marzo de 1963), pp. 1-44.

(2) Rolf HAYN, "Inflación, Formación de Capital y Balanza de pagos de la Argentina, 1940-1958", *Revista de Economía y Estadística*, Año VI, Nº 2, pp. 21-48. Conforme a Rolf Hayn, "Capital Formation and Argentina's Price-cost Structure", *Review of Economics and Statistics XLIV* (Agosto de 1962), pp. 340-343.

(3) *Ibid.*, p. 48.

(4) En defensa de este supuesto, véase Milton Friedman, "The Case for Flexible Exchange Rates", en su obra *Essays in Positive Economics*

En otros términos, las distorsiones que Hayn observa en la estructura de los precios, han surgido, no de la inflación *per se*, sino de un sistema particular de controles que formó parte de la economía argentina desde el año 1946 hasta 1955. El subsiguiente cambio de política dio origen a fuertes presiones inflacionarias, pero no hay pruebas de que las "distorsiones" podrían haber sido eliminadas simplemente con una política de estabilidad de precios. Conforme a Hayn, "la inflación, la consiguiente sobrevaluación y la política de control de importaciones contribuyeron a agravar las dificultades de la balanza de pagos a la vez que inhibieron la inversión en general" (5). El efecto de estos tipos de cambio sobrevaluados de Argentina, ha sido tema de discusión para muchos autores, siendo el petróleo, los bienes de capital y la agricultura los ejemplos más evidentes (6). Estos tipos mantuvieron precios artificialmente bajos para estos artículos importados estimulando con ello el consumo y desalentando la producción. Con respecto a la agricultura, se puede suponer que hubo un efecto adverso sobre las exportaciones y la consecuente disminución de las posibilidades de importación de bienes de capital (7). En el caso de otros ítem, la política comercial tuvo un doble efecto mientras se desalentaba la inversión en las industrias locales competitivas en la producción de estos insumos, las industrias que los utilizaban resultaron fomentadas por los precios más bajos, siendo la agricultura quien pagaba el costo del subsidio. No es necesario reflexionar aquí sobre lo ati-

(Universidad de Chicago, 1953) y W. R. Allen, "The International Monetary Fund and Balance of Payments Adjustment", *Oxford Economic Papers* 13 (junio de 1961).

(5) HAYN, *op. cit.*, p. 34.

(6) Especialmente Raúl Prebisch. Véase CEPAL, "El Desarrollo Económico de la Argentina", Parte 1.

(7) Aunque este punto de vista es ampliamente aceptado, es fácil que aún provoque dudas. Si el consumo y la producción de productos agrícolas fuesen inelásticos con relación al precio, los precios bajos no tendrían un marcado efecto sobre las exportaciones. Por otra parte, el subsidio concedido a la manufactura por medio de tasas de cambio sobrevaluadas para los insumos provenientes del exterior (posibilitadas por el "impuesto" a la agricultura) tiene que haber estimulado la producción de bienes de consumo, liberando así el cambio extranjero para la importación de bienes de capital. El segundo puede haber sido mayor que la pérdida de los ingresos de las exportaciones.

nado o no de esta política. Simplemente quiero formular una pregunta: ¿esta política fue una *consecuencia* de la inflación, o fue parte fundamental de una política de gobierno que hubiera persistido aun en ausencia de la inflación?

La segunda parece una interpretación más razonable a pesar de la inflación existente. El sistema podría haber sido abandonado en cualquier momento, con sólo adoptar una tasa de cambio flexible y uniforme. Supongamos que el gobierno hubiera mostrado una profunda aversión a la inflación. ¿Hubiera sido significativamente diferente la situación económica? Pienso que aún hubieran prevalecido las características que Hayn hace resaltar. Los impuestos hubieran sido quizá más altos, y los gastos públicos menores. Pero dudo que una aversión a la inflación hubiera inducido al gobierno de entonces a abandonar su programa fundamental tendiente a elevar los salarios reales y a estimular a la industria con fondos obtenidos a expensas de la agricultura. Toda vez que el primer plan quinquenal tuvo por objeto preservar y fortalecer las industrias de bienes finales ya existentes, nos parece atinado suponer que una política anti-inflacionaria no hubiera cambiado la política básica que se dirigía a fijar condiciones más favorables para la importación de bienes intermedios que para la de productos finales, no importando se logrará esta discriminación mediante tipos de cambio múltiples o tarifas diferenciales (aunque el primer sistema esté probablemente más sujeto al abuso político).

Con frecuencia se afirma que la inflación desanima la inversión extranjera, aunque la repatriación de capitales extranjeros por el gobierno y la oposición de algunos sectores al contrato con la Standard Oil de California, indican que la oposición argentina a desalentar la inversión extranjera, era mucho más importante que la propia reticencia de las firmas del exterior a operar en un ambiente inflacionario. (Más adelante veremos en detalle cuál fue el efecto sobre la inversión interna o nacional).

A mi juicio, la situación económica de la Argentina en 1955 hubiera sido esencialmente la misma aun si la estabilidad de precios se hubiera mantenido en los diez años anteriores, y es casi seguro

que el nuevo gobierno hubiera utilizado los mismos remedios —mayores precios agrícolas y la consiguiente reducción de los salarios reales. Como los sindicatos obreros hubieran tolerado estas reducciones sólo con gobiernos que eran inaceptables para otros sectores, la inflación resultaba inevitable, por cualquiera de estos dos canales: sea por la espiral salario-precio, o bien por las presiones registradas en los tipos de cambio como consecuencia de la inestabilidad política. Igualmente fue inevitable el aumento del precio relativo de los bienes de capital importados como consecuencia directa (aunque retrasada) de la finalización de un período caracterizado por elevados precios de exportación.

Por consiguiente, estoy convencido de que los problemas económicos de la Argentina, no pueden atribuirse a la inflación, sino que son el resultado de factores reales. Mi criterio no es totalmente distinto al que sustenta Hayn, que trata los factores reales y monetarios en forma conjunta, pero sí difiere totalmente con la opinión de Dorrance.

Dorrance afirma especialmente que:

La distorsión de la estructura de precios, originada por la inflación, es probable que desaliente el ahorro y fomente el consumo. En la mayoría de los países no industrializados, la inversión contiene un elevado componente de importaciones. La excesiva depreciación externa del peso, provocada por la inflación y la política proteccionista de sustitución de las importaciones que probablemente adoptan las autoridades respectivas, conducen a menudo a aumentos relativamente grandes en los precios de los bienes de inversión. Este aumento en el precio relativo de los bienes de inversión disminuye la tasa de rentabilidad de la inversión, y lógicamente afecta al ahorro, con el consecuente efecto desfavorable en la inversión y fomento del consumo. (Para una discusión más completa del tema, en relación a un país, véase R. Hayn...)⁽⁸⁾.

La esencia misma del argumento, es que la inflación provoca una excesiva depreciación de los tipos de cambio exterior y el consiguiente aumento del precio de los bienes de capital importados re-

(8) DORRANCE, *op. cit.*, pp. 15-16.

duce el incentivo a invertir. La dialéctica es buena —si el público espera una inflación, tratará de reducir sus tenencias de moneda nacional y, como resulta más conveniente comprar moneda extranjera que bienes físicos, la demanda de divisas aumentará con mayor celeridad que la de productos. Sin embargo, es difícil obtener una confirmación empírica. La correspondiente depreciación del tipo de cambio es la “inducida por la inflación”, que debe distinguirse de alguna forma de la provocada por factores exógenos, tales como una reducción en los ingresos provenientes de exportaciones. Además, no se puede comparar los tipos de cambio sobrevaluados que existieron conforme al sistema de cambios múltiples con otros que entraron a regir más tarde bajo un sistema de tipos de cambio único. Hasta la magnitud total del cambio se hace difícil de determinar de un modo significativo cuando el tipo de cambio es “apuntalado” artificialmente y en forma repentina se lo abandona. ¿Es cierto, acaso, que el peso argentino bajó un 50% en los últimos días del mes de julio de 1956? ¿O fue tal vez el mero reconocimiento oficial de una devaluación “de facto” registrada antes?

Estas consideraciones bastan para indicar que es poca la significación que puede atribuirse a los datos estadísticos del F. M. I. que utiliza Dorrance, los que, en el caso de la Argentina, muestran una depreciación del tipo de cambio del 900% acompañada por un aumento del 364% en el nivel de los precios internos⁽⁹⁾. Los datos que se presentan en la Tabla 1 evidentemente no reflejan un aumento de esta magnitud en el precio de los bienes de capital, y, en general, sólo ofrecen una base débil a la tesis que él sustenta. El mayor aumento registrado entre 1935 y 1943 (período de relativa estabilidad en los precios) fue el operado como resultado de la guerra. El aumento registrado desde 1949 hasta 1951 puede atribuirse en parte a la devaluación de la libra esterlina y a la reducción de las exportaciones, presionando ambos factores sobre el tipo de cambio. El aumento operado desde 1955 a 1957 refleja, principalmente, la desaparición de los tipos de cambio sobrevaluados para los bienes de capital, como así también los cambios en los precios internacionales.

(9) *Ibid.*, p. 32.

A pesar de las objeciones que hago a la tesis de Dorrance, y a las pruebas que la sustentan, no he de negar que la política inflacionaria tiende, por muchas razones, a reducir la *propensión* al ahorro y a la inversión. Sin embargo, de esto no podemos deducir que la formación de capital lograda con inflación, sea menor que la que podría obtenerse bajo una política de estabilidad de precios. Las políticas inflacionarias obligan al ahorro reduciendo el poder adquisitivo y estimulan la inversión, por medio de tasas de interés que en términos reales son artificialmente bajas, y a menudo negativas. El déficit del gobierno, aunque inflacionario, permite con frecuencia inversiones estatales que de otra manera serían políticamente irrealizables. En este marco, la inversión que se consigue realmente será mayor que la magnitud indicada por los ahorros "ex-ante" y los planes de inversión, y las políticas deben evaluarse, no por su efecto sobre los planes "ex-ante", sino por los resultados "ex-post". Lo que se necesita es comparar la formación de capital realmente lograda con una política inflacionaria, con la que podría haberse registrado con una política no-inflacionaria.

Conjeturar sobre lo que pudiera haber sido resulta un juego un tanto peligroso, pero es posible llegar a una aproximación general, pasando por alto las muchas objeciones que se han hecho al respecto. El problema del caso es saber cuál es el efecto que produce en la capacidad de la economía para la importación de bienes de capital. Esta capacidad depende de: a) la cantidad de moneda nacional disponible para estos bienes; b) el tipo de cambio; y c) el precio internacional de estos bienes, determinado exógenamente. El argumento Hayn-Dorrance puede evaluarse calculando cuáles hubieran sido los valores de (a) y (b) si no hubiera habido inflación, y comparar el monto de la formación de capital así logrado con la cantidad realmente lograda con inflación.

Con políticas no-inflacionarias, la oferta interna de fondos para invertir estará limitada aproximadamente por el monto de los ahorros, incluido el excedente de impuestos sobre consumos del gobierno (10). La función de ahorro correspondiente debe calcularse no

(10) No trato las inversiones externas por tres razones que son las

con los datos referentes al período inflacionario sino tomando otra base. Durante el período no-inflacionario comprendido entre 1935-39, el consumo total (privado y del gobierno) representó un promedio del 87% del producto nacional, a precios corrientes⁽¹¹⁾. Quizá este porcentaje haya disminuido en el período de post-guerra, de manera que a los fines de la demostración permítaseme suponer que los ahorros brutos puedan haber sido de un 20% del producto bruto nacional a través del período 1946-58 (que es aproximadamente la tasa que se consigna para el Canadá en el período 1949-1953). Aplicando este porcentaje a las cifras del producto bruto nacional (con base de 1945) se calcula la cantidad de ahorros para cada año en pesos de 1945.

En cuanto a la tasa de cambio, el volumen y el precio de las exportaciones argentinas fueron muy favorables en 1946-1948 y es posible que el peso hubiera podido ser revaluado en la cotización oficial, de u\$s 0.236 a u\$s 0.25. Pero teniendo en cuenta los estrechos vínculos con la economía británica, como así también la disminución del 25% en el volumen de exportaciones de 1948 a 1949, resulta difícil creer que hubiera podido evitarse la devaluación de fines de 1949, luego de la devaluación de la libra esterlina en un 30.5%. Aun en caso de haberse evitado la devaluación en esa época, las grandes presiones pronto hubieran obligado a hacerlo. Sobre una base de 1950 = 100, el volumen de las exportaciones bajó a 79 en 1951 y a 51 en 1952⁽¹²⁾. Al mismo tiempo, los términos del intercambio comercial se movían adversamente (véase la Tabla 1), pero cabe presumir que el peso podría haberse mantenido a la par con la libra esterlina —o sea, un valor de u\$s 0.25 por peso hasta octu-

siguientes: a) La Argentina puede considerarse razonablemente como "deudor maduro", con ingresos de capital que sirven para compensar la repatriación del antiguo capital; b) Durante una parte del período en cuestión, deliberadamente se puso trabas o se desaprobó la inversión extranjera, cosa que como digo no fue accidental; c) El argumento de Dorrance, está destinado a aplicarse tanto a la inversión nacional como a la extranjera, y yo sólo deseo tratar un problema más manejable.

(11) República Argentina, *Producto e Ingreso de la República Argentina*, 1935-1954.

(12) "La Situación Argentina y la Nueva Política Económica", *Boletín Económico de América Latina* I (enero de 1956), p. 28.

bre de 1949, y u\$s 0,175 desde aquella fecha en adelante. (Siguiendo el argumento de Dorrance, admito por conveniencia que *toda* la depreciación real del peso con relación a la libra, pudo haberse evitado con la estabilidad de los precios aunque es evidente que una parte de la depreciación fue el resultado inevitable de los cambios operados en los precios del mercado mundial).

T A B L A I

PRECIOS DE LOS BIENES DE CAPITAL, LAS IMPORTACIONES Y EL DOLAR

Año	Precios Internos		Dólar (pesos)	Precios Externos
	Pro con (Índice: 1950 = 100)	Pro mfr (Índice: 1950 = 100)		imp exp (Índice: 1950 = 100)
1935	42	69	3.81	—
1939	52	76	4.33	93a)
1943	89	102	4.08	121b)
1947	63	69	4.53	69
1949	92	87	11.71	85
1951	106	108	23.74	91
1953	87	97	22.50	100
1955	84	87	30.48	114
1957	110	126	39.62	138
1959	108	121	79.19	122
1961	95	113	82.83	119

NOTAS: a) 1935-39; b) 1940-44. "Pro/con" es la proporción del deflactor de precio del Producto Bruto Nacional para el "Equipo durable de producción" con relación al "Consumo Total". "Mfr" es el deflactor para la "Industria Manufacturera". Los datos se han calculado de distintas fuentes de "Producto e Ingreso de la República Argentina". "Imp/exp" es la proporción de los precios de importación con respecto a los de exportación (ambos consignados en dólares) calculados de los datos de CEPAL en "El Desarrollo Económico de la Argentina", Parte 1, p. 110 (Para 1959 y 1961 los datos han sido tomados del *Boletín Mensual de Estadística*, convertidos a una base de 1950). Las cotizaciones del dólar corresponden a los promedios anuales de la tasa del mercado libre.

FORMACION DE CAPITAL E INFLACION EN ARGENTINA

El supuesto valor del peso, junto con la presunción de que el 20% del producto bruto nacional había podido ahorrarse e invertirse, permite que surja un presunto valor en dólares de la inversión financiada internamente que podría haberse producido en la Argentina contando con la estabilidad de los precios. La Tabla 2 nos presenta los datos, junto con el valor en dólares de la inversión realmente lograda con una política inflacionaria. Salvo que se quiera

T A B L A 2

INVERSIONES DE FINANCIACION INTERNA

Año	Alcanzada con Inflación	Posible sin Inflación
	(Millones de dólares)	
1946	1158	1064
1947	2056	1232
1948	1738	1296
1949	925	1141
1950	876	857
1951	770	882
1952	827	822
1953	875	863
1954	997	905
1955	819	940
1956	865	932
1957	1083	969
1958	1177	996
1959	1381	949
1960	1821	990
1961	1706	1046
Totales	19084	15889

FUENTE: "Inversión Alcanzada" corresponde a la inversión bruta interna o nacional más la inversión neta en el extranjero, convertida o traducida a dólares a la cotización del mercado libre (promedio anual) para ese año.

"Inversión posible" equivale al 20% del Producto Bruto Nacional en pesos de 1945, traducidos a dólares a la cotización de u\$s 0.25 por peso hasta octubre de 1949, u\$s 0.175 desde esa fecha en adelante. Los datos pertenecen a "Producto e Ingreso de la República Argentina" y "Boletín Estadístico del Banco Central".

afirmar que el peso argentino podría haber subido de valor con respecto a la libra esterlina, o que los ahorros podrían haber sido mayores al 20% del producto bruto nacional, se deduce o infiere que la inflación posibilitó una tasa de formación de capital más rápida que la que podría haberse logrado si el efecto "compulsivo" hubiese predominado sobre el efecto "incentivo".

Quiero aclarar que lo que antecede no significa una defensa de la inflación, pues los efectos adversos sobre la distribución del ingreso y sobre la asignación de los recursos, probablemente neutralizan cualquier posible ventaja. La relación entre la inflación y el monto de las inversiones constituye uno solo de los aspectos, y probablemente no sea el más importante, de la relación entre la inflación y el crecimiento económico. Concretándome sólo a este aspecto, la propia lógica me lleva a formular esta herética pregunta: ¿Si la inflación contribuyó a la formación de capital, no hubiera sido aun mejor más inflación?

Desde el punto de vista teórico, el banco central es algo análogo al monopolio de la fuente de agua mineral de Cournot, que vende un producto con costo caro (moneda nacional) a un precio (tipo de cambio) que se mueve adversamente a medida que aumentan las ventas. Una política de crédito fácil habrá de aumentar la cantidad de la moneda nacional disponible para la inversión, pero cuando las empresas privadas o públicas que han sido favorecidas con el crédito lo emplean para comprar equipos importados, el tipo de cambio y el precio de los equipos, habrán de aumentar. La expansión monetaria que excede el óptimo se evidenciará en una demanda inelástica,

o bien, $\frac{AQ}{Q} / \frac{AP}{P} < 1$. La Tabla 3 nos muestra los datos corres-

pondientes para la Argentina, y prueba que la expansión estuvo alrededor del nivel óptimo en los años considerados.

Aunque en realidad los efectos de la inflación son más complejos que lo señalado anteriormente, opino que los problemas económicos de Argentina no pueden atribuirse a la inflación o a la falta

FORMACION DE CAPITAL E INFLACION EN ARGENTINA

de inversión. La inversión neta alcanzó un promedio de aproximadamente el 10% del producto nacional neto desde 1951 a 1960, lo cual se considera por lo general suficiente para acrecentar el ingreso nacional entre 30 y 40% por década. Aunque el porcentaje invertido parece mucho menor cuando se calcula en precios de 1935-39 (Véase el Cuadro 9 de Hayn), es probable que los cambios de precio sean en su mayoría ilusión estadística —el pan sigue siendo pan y el vino, vino, pero la maquinaria de 1960 es mejor que la de 1935.

Si la falta de inversiones no ha sido problema, entonces, ¿cuál puede considerarse como tal?

T A B L A 3

VOLUMEN Y PRECIO DE LOS PESOS VENDIDOS

Año	Expansión del crédito	Cambio en el precio del peso	Elasticidad
1946	57%	-27%	2.1
1947	91	-11	8.3
1948	61	-54	1.1
1949	24	-68	0.4
1950	19	-37	0.5
1951	26	-48	0.5
1952	16	+ 3	∞
1953	16	+ 2	∞
1954	20	-13	1.5
1955	18	-20	0.9
1956	18	-16	1.1
1957	10	-11	0.9
1958	43	-26	1.7
1959	26	-61	0.4
1960	49	- 5	9.8
1961	38	0	∞

FUENTE: "Expansión" es el porcentaje de aumento en los préstamos bancarios de un año al siguiente. (Banco Central, *Suplemento del Boletín* del mercado libre, promedio anual. Dic. a Sept.: La cifra para Dic. 1957 es artificialmente baja debido al cambio en la clasificación de los "préstamos congelados".

Todo lo que yo he pretendido mostrar es que el rompecabezas del estancamiento económico no tiene una respuesta sencilla, y estoy seguro de que la búsqueda de un resultado o respuesta, requiere un estudio profundo de la estructura política y social de la sociedad argentina.