

# **E**xpectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad

Sebastián Galiani

Daniel Heymann

Mariano Tomassi



NACIONES UNIDAS



Oficina de la CEPAL en Buenos Aires

Santiago de Chile, junio de 2003

Este documento fue preparado por Daniel Heymann, experto de la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, Sebastián Galiani de la Universidad de San Andrés y Mariano Tommasi de la Universidad de San Andrés y del CEDI.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas  
ISSN impreso 1680-8797  
ISSN electrónico 1684-0356

ISBN: 92-1-322209-2  
LC/L.1942-P  
LC/BUE/L.185  
N° de venta: S.03.II.G.101

Copyright © Naciones Unidas, julio de 2003. Todos los derechos reservados  
Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>I. Introducción</b> .....	7
<b>II. Percepción de riqueza y desiciones económicas</b> .....	11
<b>III. Política fiscal y economía política</b> .....	17
<b>IV. Mantenimiento y administración de la convertibilidad: opciones de política</b> .....	21
<b>V. Acontecimientos y decisiones</b> .....	25
1. El nodo de entrada .....	25
2. Los años de boom: doblando la apuesta .....	26
3. Sobreviviendo el “efecto tequila” .....	29
4. Recesión y colapso: sin salida .....	31
<b>VI. Reflexiones finales</b> .....	39
<b>Bibliografía</b> .....	43
<b>Anexos</b> .....	45
1. Marco macroeconómico .....	47
2. Implementación de políticas riesgosas como mecanismo de “señalización” de oportunidades de crecimiento .....	49
3. Ajustes bloqueados .....	51
<b>Serie Estudios y perspectivas: números publicados</b> .....	53

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Escenario de deflación gradual .....	33
Cuadro 2	Escenario de deflación y ajustes súbitos .....	34

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Diagrama de fase del PBI per cápita en US\$ constantes de 2000 (1970-2002) .....	12
Gráfico 2	PBI por habitante en dólares (constantes) y tendencias .....	13
Gráfico 3	PBI a precios constantes y tendencias .....	13
Gráfico 4	Consumo privado a precios constantes (1990 = 100).....	15
Gráfico 5	Resultado del sector público nacional (% del PBI).....	18
Gráfico 6	Árbol esquemático de decisiones de política bajo convertibilidad .....	22
Gráfico 7	Gasto primario del sector público a precios corrientes (% del PBI) .....	28
Gráfico 8	Gasto público primario nacional y PBI a precios constantes (1990=100) .....	28
Gráfico 9	Exportaciones trimestrales .....	32

---

## Resumen

---

El trabajo estudia el proceso que llevó a la crisis de la economía argentina. El análisis se concentra en la secuencia de decisiones, públicas y privadas, y en las cambiantes percepciones e incentivos que las motivaron. En los años noventa, la Argentina buscó definir un nuevo sendero de crecimiento. Durante buena parte del período de la convertibilidad, el comportamiento de los agentes (internos y externos) pareció basarse en la previsión de que la secuencia de ingresos presentes y futuros sostendría un valor del gasto interno mucho mayor que en el pasado. El gobierno se vio impulsado a reforzar esas expectativas por razones de economía política, y para “señalizar” optimismo sobre las perspectivas de crecimiento. El régimen monetario de la convertibilidad no sólo proveyó una muy visible ancla nominal, sino que operó como un marco básico para el sistema de contratos, mayormente denominados en dólares. La contratación en dólares presuponía que el valor en dólares de los ingresos sustentaría el servicio de las deudas que se estaban asumiendo. Pese a que los agentes tomaron algunas medidas precautorias, a medida que pasó el tiempo se fueron haciendo más y más promesas contingentes al mantenimiento del tipo real de cambio. Al final de los noventa, las exportaciones dejaron de crecer y se endureció la oferta de crédito externo. Con estas restricciones, la economía se contrajo y la solvencia del gobierno fue puesta en cuestión. El sistema financiero era vulnerable tanto en la eventualidad de una devaluación o en la de una gran deflación con ajuste del volumen de gasto. Como estaba implícito en su diseño y en su administración, la convertibilidad mostró tener muy altos costos de salida.



## I. Introducción

---

El experimento argentino con el sistema de convertibilidad terminó en una profunda crisis económica, social y política. En este trabajo se analiza el proceso que condujo a dicha situación. Como suele ser el caso en episodios sociales de gran intensidad y prominencia, éste ha motivado una activa búsqueda analítica, con el propósito de comprender lo sucedido y de extraer lecciones para el futuro. El mero hecho de que dicha búsqueda esté en marcha es una indicación de que estamos todos (analistas y actores) involucrados en un proceso de aprendizaje y por consiguiente no puede suponerse que cuestiones que todavía se discuten *ex post*, puedan haber sido perfectamente previstas y comprendidas *ex ante* por los agentes económicos y los actores políticos. Por ello, nuestro análisis enfatiza el rol central que la información y las expectativas, y su evolución, han tenido en el proceso económico que estamos tratando de entender. De hecho, interpretamos la crisis final de la convertibilidad como un acontecimiento que frustró numerosas expectativas, creencias, y decisiones.

La discusión del caso argentino ha sido dominada por dos explicaciones. Una de ellas afirma que las políticas fiscales fueron inconsistentes con el tipo de cambio fijo, implicando que el sistema político fue incapaz de ajustarse a la disciplina impuesta por la restricción presupuestaria y permitió que la deuda pública creciera explosivamente. La otra afirma que las características del régimen de convertibilidad indujeron una sobrevaluación de la moneda, y en consecuencia, el sistema estaba condenado al colapso. Ambos argumentos tienen elementos de validez, pero son incompletos, y no pueden por sí mismos explicar el episodio de manera plena y consistente.

Un gobierno que incumple los servicios de su deuda obviamente ha gastado más allá de sus posibilidades. En retrospectiva, el gasto público (especialmente cuando se lo mide en dólares) resulta haber sido excesivo. Sin embargo, lo mismo se puede decir del gasto privado. La persistencia de déficit fiscales durante un período de alta demanda interna y alta actividad real revela problemas en los mecanismos de decisión, y muestra que las políticas fiscales no tomaron precauciones contra shocks adversos. Pero, si la década de los noventa aparece ahora como una larga fase cíclica de ingresos reales transitoriamente altos, no parece haber sido percibida de este modo en esos momentos. No sólo el gobierno sino también los tenedores de activos y el público en general actuaron durante buena parte de la década como si la evolución de la economía (y en particular la situación fiscal) no despertara grandes preocupaciones. El gobierno argentino tuvo un acceso fluido a los mercados de crédito durante la mayor parte de la década, indicando que, a pesar de que se le asignaba siempre una cierta probabilidad al escenario de default, su ocurrencia estaba lejos de considerarse como un desenlace obvio. El comportamiento del gasto privado no se correspondió con un escenario de agentes económicos que reconocían que el sector público estaba sobre extendido y que reaccionaban con una anticipación “ricardiana” a un ajuste futuro, moderando su consumo.

Cuando el tipo de cambio real se incrementa como lo hizo en Argentina en los comienzos del año 2002, más de 150% en el lapso de unos pocos meses, parece natural concluir que la moneda estaba sobrevaluada. Pero debe explicarse por qué el tipo de cambio permaneció sin presiones durante buena parte de la década, y por qué muchos agentes parecen haber actuado durante extensos períodos como si hubieran creído que la convertibilidad era un marco robusto y durable para tomar sus decisiones. En los años tempranos de los noventa, el consumo privado aumentó fuertemente y permaneció en altos niveles hasta el final de la década. La inversión también creció considerablemente, y gran parte de ella fue destinada a la producción de bienes no transables. Aunque las expectativas probablemente fueron siempre heterogéneas, este patrón parece corresponder a una percepción de un incremento permanente en el nivel de ingreso real y en el precio en dólares de los bienes domésticos.

Es decir que una explicación coherente de la crisis argentina debería tener en cuenta la interacción entre las percepciones de riqueza, y las decisiones del gobierno y de los agentes privados. La dinámica de las cuentas fiscales y el tipo de cambio real tienen que ser situadas en el contexto de las expectativas que los agentes locales y extranjeros tenían acerca del rumbo futuro de la economía.

En ese sentido, la propia evolución de la economía y las reformas de política aplicadas durante los noventa generaron cambios profundos en las expectativas. En especial, el rol del sistema monetario de convertibilidad fue mucho más allá de su función de ancla nominal. En los noventa, la Argentina buscó una nueva tendencia de crecimiento. Con el paso del tiempo, más y más promesas contractuales fueron realizadas bajo la presunción de que la economía podría sostener un crecimiento real dentro del marco de la convertibilidad. En una economía aún plagada de problemas de credibilidad, cada vez que las autoridades enfrentaron perturbaciones macroeconómicas respondieron redoblando el compromiso de mantener fijo el tipo de cambio, e implícitamente alentaron a la dolarización de los contratos. El gobierno prometió que “un peso es igual a un dólar” y que sus bonos serían puntualmente repagados en dólares; las empresas de servicios públicos privatizadas tenían sus precios fijados en dólares, los bancos prometieron devolver los depósitos en dólares, los prestatarios firmaron grandes volúmenes de promesas denominadas en dólares. El cumplimiento de todos estos compromisos requería que la economía generara suficientes ingresos en dólares. El sistema funcionó durante la expansión inicial, y mostró la capacidad de absorber grandes *shocks* financieros. Sin embargo, las promesas que parecían incondicionales en realidad eran contingentes a la concreción de un conjunto de condiciones: continuos aumentos de productividad, buenas condiciones internacionales para la exportación, políticas fiscales consistentes y la voluntad de prestamistas extranjeros de brindar suficiente crédito (lo que a su vez,



requería buenas perspectivas de crecimiento). Cuando las previsiones hechas sobre los ingresos futuros se vieron perturbadas, ello golpeó a una economía que no estaba preparada para hacer ajustes significativos en el valor en dólares de sus gastos e ingresos, sin poner en jaque todo el marco contractual.

El argumento de que grandes oscilaciones en el gasto agregado y en la actividad real pueden resultar de percepciones equivocadas de riqueza ha sido utilizado en el pasado para analizar las crisis de América Latina en los comienzos de los ochenta.<sup>1</sup> Las percepciones de riqueza pueden cambiar por diferentes razones. El valor de los ingresos y los niveles sustentables de gastos pueden ser modificados por impactos externos de naturaleza “real” o por efectos financieros (como las súbitas interrupciones de financiamiento externo inducidas por un comportamiento idiosincrático de los mercados de crédito destacadas en Calvo et al., 2002). Pero en una economía en donde la configuración “fundamental” de incentivos y oportunidades puede cambiar sustancialmente en períodos cortos, los agentes económicos tienen un problema más general al proyectar la tendencia de crecimiento de sus ingresos. En nuestra opinión esto fue un aspecto clave en la economía argentina durante los años noventa. Los agentes económicos pueden haber sostenido la creencia de que una economía con una dotación de recursos considerable, luego de modificar sus políticas económicas y de resolver un problema crónico tan grave como la alta inflación, sería capaz de permitir a sus residentes tener un nivel mucho más alto de gasto, sobre la base de un aumento sostenido en el producto. Más aún, el sistema contractual desarrollado bajo la convertibilidad era consistente con esas creencias, dado que el uso del dólar como unidad de denominación suponía que los ingresos podían ser mantenidos en términos de esa unidad. Sin embargo, esa red de contratos era efectivamente vulnerable a contingencias macroeconómicas que indujeran (o requirieran) grandes subas del tipo de cambio real. En el camino hacia el final de la convertibilidad surgieron fuertes dudas acerca de la solvencia de múltiples agentes: gobierno, bancos, individuos y firmas. El colapso del sistema monetario vino asociado con un quiebre generalizado de contratos que incluyó la destrucción del sistema financiero y también (pero no exclusivamente) la bancarrota del gobierno.

La relevancia de los arreglos contractuales en el caso argentino deriva no sólo del “pecado original” de un gobierno que emite deuda en moneda extranjera (Hausmann y Panizza, 2002), sino que tiene una naturaleza más amplia. Bajo convertibilidad, la dolarización de la mayor parte de las transacciones financieras entre residentes privados hizo que la solvencia de los deudores fuera contingente al tipo de cambio real. Esto significó que tanto el público como las autoridades percibieran que los costos de salida del sistema de tipo de cambio fijo eran extremadamente altos. Fue este efecto financiero el que indujo un fuerte “miedo a flotar”, tal que los gobiernos (de diferentes partidos) fueron muy reacios a abandonar la convertibilidad aun cuando la economía estaba sufriendo fuertes shocks adversos. La dolarización de los contratos fue también un factor principal en la traumática salida de la convertibilidad.

---

<sup>1</sup> Heymann (1984) y Barandarian (1998) han hecho un argumento similar para los respectivos episodios de Argentina y Chile de aquel momento.



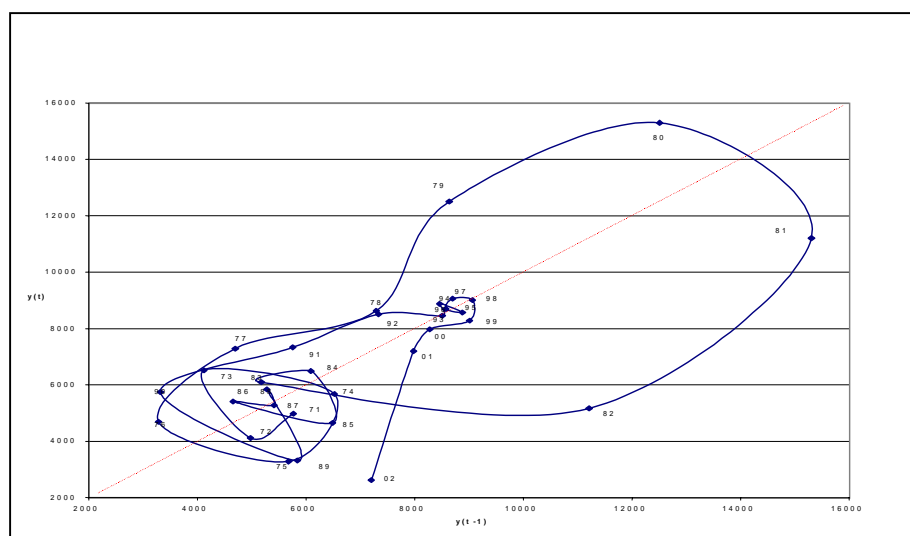
## II. Percepciones de riqueza y decisiones económicas

---

En los años ochenta, los residentes argentinos tuvieron que lidiar con los inconvenientes y costos que traía la inestabilidad de precios. Dicha inestabilidad, conjuntamente con la carga de la deuda externa y los grandes déficit fiscales, llevó a una escasa oferta de financiamiento al sector privado, y la casi total ausencia de créditos con madurez superior a unas pocas semanas. En la hiperinflación, hasta las transacciones cotidianas se vieron afectadas. Esto generó un ánimo receptivo para reformas de gran escala en las políticas económicas. Esas reformas ocurrieron en los noventa, con la convertibilidad como su pieza central. Las reformas y la renovada propensión internacional a ofrecer crédito representaron un cambio drástico en el ambiente económico. Eso modificó las oportunidades presentes y las perspectivas de muchos agentes. Sin embargo, era fácil identificar con precisión cuáles iban a ser los efectos esperables. Las preguntas que debían tenerse en cuenta en la formación de expectativas distaban de ser triviales: ¿Cuán fuertes serían los efectos de la estabilidad de precios sobre la productividad y la inversión? ¿Cómo respondería la economía a la liberalización comercial, a las privatizaciones y a los cambios impositivos y regulatorios? ¿Qué perturbaciones podrían afectar a la economía y cuál era su posible impacto? ¿Cuáles eran las perspectivas de que la convertibilidad fuera duradera, y, cuáles eran las condiciones bajo las cuales sería abandonada? ¿Cómo sería la economía en el caso de salir de la convertibilidad? Aún en retrospectiva, parece difícil especificar hipótesis bien definidas acerca de la probabilidad y de las características de los diferentes escenarios.

En cualquier caso, el hecho de que la estabilización y las reformas vinieron de la mano de un sustancial incremento en el producto y una apreciación real fue rápidamente visible. Los agentes tuvieron que interpretar (explícita o implícitamente) la expansión en un rango que podía ir entre considerar a la aguda recuperación de los ingresos reales valuados en dólares como un episodio cíclico y reversible, hasta tratarlo como el comienzo de una tendencia de crecimiento persistente. Los vaivenes de la economía argentina en el pasado no ofrecían ningún “punto focal” para fijar las expectativas. Al mismo tiempo, el clima de los tiempos (tanto en el país como en el exterior) parecía promover el optimismo sobre los potenciales efectos agregados de las reformas.<sup>2</sup> Las expectativas expansionistas podían ser auto reforzadas por un cierto período si los agentes interpretaban positivamente a los incrementos observados en el producto y la demanda agregada (Heymann y Sanguinetti, 1998, 2000). En cualquier caso, el problema de definir y proyectar los “ingresos permanentes” estuvo presente durante todo el período; en algunos momentos parecía desaparecer entre bambalinas, pero emergió prominentemente en tiempos de crisis. La identificación de las tendencias en la Argentina ha sido tradicionalmente dificultosa, particularmente durante los noventa (Kydland y Zarazaga, 2002).

**Gráfico 1**  
**DIAGRAMA DE FASE DEL PBI PER CÁPITA EN US\$ CONSTANTES DE 2000 (1970-2002)**



**Fuente:** Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía, Banco Central de la República Argentina y otras fuentes.

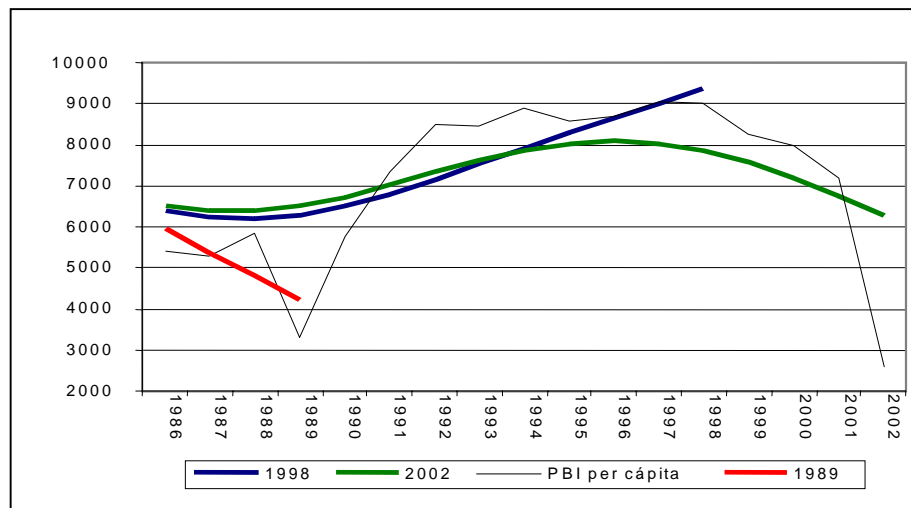
El valor en dólares del PBI argentino tuvo grandes oscilaciones. Durante un período de alrededor de tres décadas, los datos parecen agruparse en tres regiones (ver el diagrama de fase en la Gráfico 1), con un grupo de puntos correspondiente a los setenta y los ochenta, una breve pero altamente visible “excursión” (hasta un máximo superior a los US\$ 15,000) alrededor de 1980, y un estrecho conjunto de observaciones para el período de convertibilidad. Tendencias estándar (Hodrick-Prescott) calculadas con datos hasta fines de los noventa y principios de la primera década de 2000, mientras coinciden en sus fuertes contrastes con respecto a la estimación hecha, digamos, en 1989, apuntan a diferentes descripciones del comportamiento de la economía durante la convertibilidad según cuando se hiciera la observación. La tendencia estimada con información hasta 1998 describe una serie con un apreciable crecimiento; la tendencia estimada con datos hasta 2000 sugiere una convergencia gradual a un nuevo nivel, mientras que la inclusión de las observaciones hasta el 2002 muestra a los noventa como un ciclo, con todos los puntos durante la

<sup>2</sup> La visión que prevalecía en ese momento se ve reflejada en el estudio de Lora y Barrera (1997), en el cual se estima que las reformas implementadas en América Latina tendrían un efecto permanente sobre la tasa de crecimiento del 2%. Lora y Panizza (2002) revisaron dichas estimaciones con datos actualizados, encontrando un efecto mucho más modesto.

convertibilidad ubicados bien por sobre la tendencia. También el producto a precios constantes muestra visibles variaciones en las estimaciones de tendencia según el conjunto de datos utilizados (véase los gráficos 2 y 3). Al margen de la validez estadística de las fórmulas de interpolación de tendencias y de su relevancia (o no) a efectos del comportamiento de los agentes, esta evidencia sugiere que, a medida que pasó el tiempo, fueron posibles percepciones muy distintas respecto del nivel “sostenible” del gasto y del potencial de crecimiento de la economía.

Gráfico 2

## PBI POR HABITANTE EN DÓLARES (CONSTANTES) Y TENDENCIAS

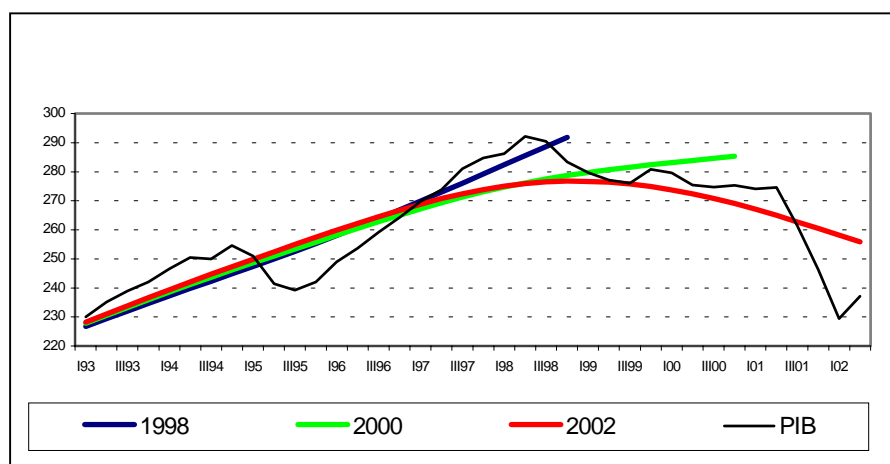


**Fuente:** Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía, Banco Central de la República Argentina y otras fuentes.

**Nota:** Las líneas interpoladas representan las tendencias Hodrick-Prescott calculadas con datos que cubren desde el comienzo de la serie (1970) hasta el año señalado en cada caso.

Gráfico 3

## PBI A PRECIOS CONSTANTES Y TENDENCIAS



**Fuente:** Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía, Banco Central de la República Argentina

La evolución del valor dólar del PBI es relevante para analizar las decisiones de los agentes sobre gasto e inversión. El nivel en dólares de los ingresos es una variable crítica para determinar la capacidad de cumplir con deudas denominadas en dólares. Por otro lado, en un simple modelo intertemporal de una economía pequeña y abierta, la cual produce bienes transables y no transables, la demanda de consumo corriente de ambos bienes y el nivel deseado del stock de capital

(especialmente en la producción de bienes no transables) depende del nivel percibido de riqueza. Por supuesto, el tipo de cambio real se determina endógenamente y, por lo tanto, la demanda por consumo e inversión depende de las productividades corrientes y anticipadas en la oferta de los bienes, de la evolución de las políticas fiscales y de la tasa mundial de interés, en cuanto se incorporan en las percepciones de riqueza. Dado que el componente no transable del ingreso del agente representativo tiene su valor determinado por el nivel del gasto, el valor presente del producto de bienes transables (el componente “transable” de la riqueza) tiene un rol crucial en el sistema, particularmente en la determinación de los niveles sustentables de consumo de bienes transables y en el tipo de cambio real (ver punto 1 del Anexo).

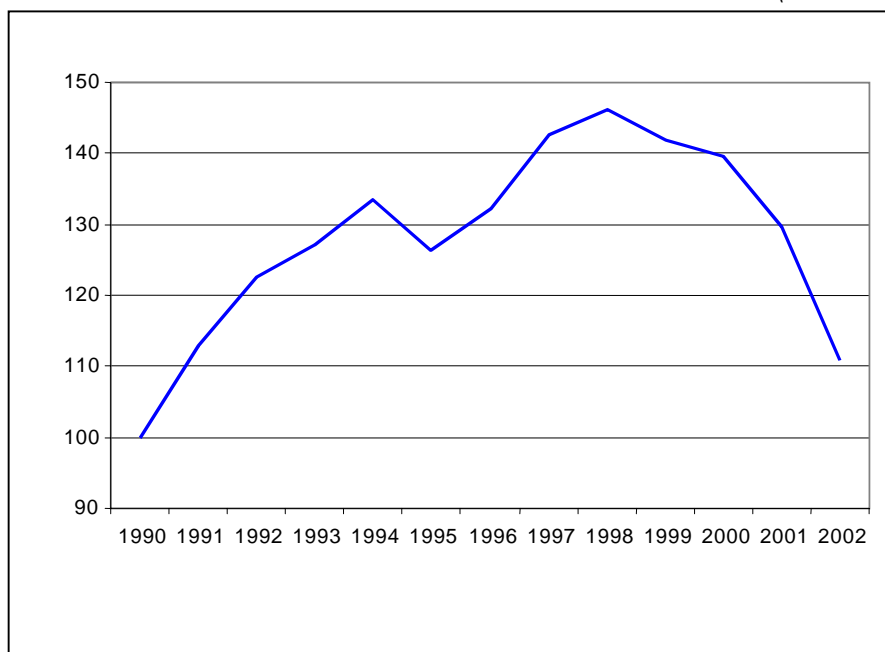
En un contexto marcado por un fuerte incremento en el consumo, por una apreciación real y por un aumento en la inversión particularmente dirigido a la producción futura de bienes no transables (Ramos y Martínez, 2000), una apreciación real y un déficit en cuenta corriente pueden ser interpretados naturalmente como producto de la percepción de un incremento permanente en el valor del ingreso en términos de bienes transables, sostenido por la expectativa de un crecimiento futuro en la oferta de esos bienes (Heymann (1994)). Las características cualitativas de la economía argentina durante los comienzos de los noventa parecían resultar de comportamientos apoyados en la anticipación de incrementos de productividad futuros (que tocarían particularmente a sectores transables, y generarían un crecimiento del producto a un tipo de cambio real más bajo), y una oferta fluida de crédito externo durante la transición. Era como si la expectativa de una nueva tendencia de crecimiento ya estaba descontada en las decisiones tanto de los agentes privados como del gobierno, induciendo un incremento en el gasto doméstico. Para poder sostener esas decisiones, los ingresos medidos en dólares tenían que ser suficientes como para mantener el gasto y pagar los servicios de la deuda, y eso requería que se materializara un crecimiento en el producto de transables antes de que la oferta de crédito se extinguiera.

Mientras que en el agregado la economía estaba generando señales positivas en términos de estabilización de precios y crecimiento del producto, también existían importantes fuentes de incertidumbre, dada la posibilidad de shocks externos sobre el comercio o las finanzas, y el riesgo de que la productividad en los bienes transables no creciera lo suficiente para validar los niveles de gasto en términos de dólares que ya se habían alcanzado. Tales incertidumbres eran compartidas en principio por el gobierno y los agentes privados, mientras que los últimos también tenían que considerar la posibilidad de que las políticas fiscales no resultaran consistentes. Estos eran motivos para un comportamiento precautorio de parte de quienes gastaban y de los prestamistas (quienes tenían razones para ponderar particularmente el desempeño en los “malos estados”, cuando el repago de deudas podía ser problemático). Los agentes, en efecto, hicieron distinciones claras entre activos en pesos y activos en dólares, y las actitudes de votantes y políticos mostraron mucho rechazo a la perspectiva de una devaluación, indicando que juzgaban que una salida de la convertibilidad traería consigo grandes pérdidas económicas. Existe evidencia de acciones dirigidas a precaverse ante shocks. Especialmente después de la experiencia de la perturbación financiera desencadenada por la devaluación mexicana a fines de 1994, las regulaciones prudenciales y el manejo de la deuda por parte del gobierno establecieron protecciones contra cambios en la oferta de crédito que podían afectar la liquidez. La posición neta de activos externos del sector privado declinó, especialmente debido a operaciones inversión directa extranjera, pero los residentes privados acumularon activos financieros en el exterior. Sin embargo, en el agregado, las decisiones de gasto y ahorro del gobierno y del sector privado no revelaron grandes preocupaciones por obtener un “seguro” contra la posibilidad de que la demanda agregada y los precios de los bienes no transables hubieran subido demasiado y tuvieran que ajustar fuertemente a la baja en algún momento. La impresión es que, una vez que el tipo de cambio real y el volumen de producto alcanzaron puntos tales que el valor en dólares del PBI tuvo su nivel “típico” de los noventa

(alrededor de US\$ 8,000 per cápita), la mayoría de los agentes vio esto como su nivel “permanente”, sujeto a fluctuaciones pero no a declinaciones catastróficas.<sup>3</sup>

Entre 1990 y 1994, el consumo privado subió más del 35% en términos reales (y su valor en dólares prácticamente se duplicó). Durante la recuperación después de la recesión de 1995, una vez más, el consumo creció rápidamente, y declinó fuertemente después de 1998, de manera que para 2002 había caído al nivel de principios de los noventa (ver Gráfico 4). Las grandes fluctuaciones en los valores de los activos reales (que parecieron sorprender a muchos agentes) y los enormes vaivenes en el consumo de un gran número de individuos son difícilmente reconciliables con decisiones hechas bajo previsión perfecta. Parecería ser que creencias ampliamente sostenidas fueron invalidadas en los hechos.

**Gráfico 4**  
**CONSUMO PRIVADO A PRECIOS CONSTANTES**  
(1990 = 100)



**Fuente:** Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía.

<sup>3</sup> Al respecto, cabe señalar que la volatilidad del PBI per cápita en dólares durante el período de convertibilidad, fue sustancialmente menor al de otras “economías emergentes” de Asia y América Latina. Este fenómeno estuvo asociado a la fijación del tipo de cambio respecto al dólar, pero de todos modos significa que en caso que la estimación del ingreso permanente tuviera algún elemento “adaptativo”, la baja variabilidad habría ayudado a confirmar la creencia que los valores observados no estaban lejos de los normales. Es claro que una pequeña volatilidad del ingreso en dólares (actual tanto como esperada) es funcional en un sistema financiero dolarizado; pero quedaba abierto el interrogante respecto a la compatibilidad de esta baja variabilidad con los requerimientos de ajuste que imponen los shocks en la economía.





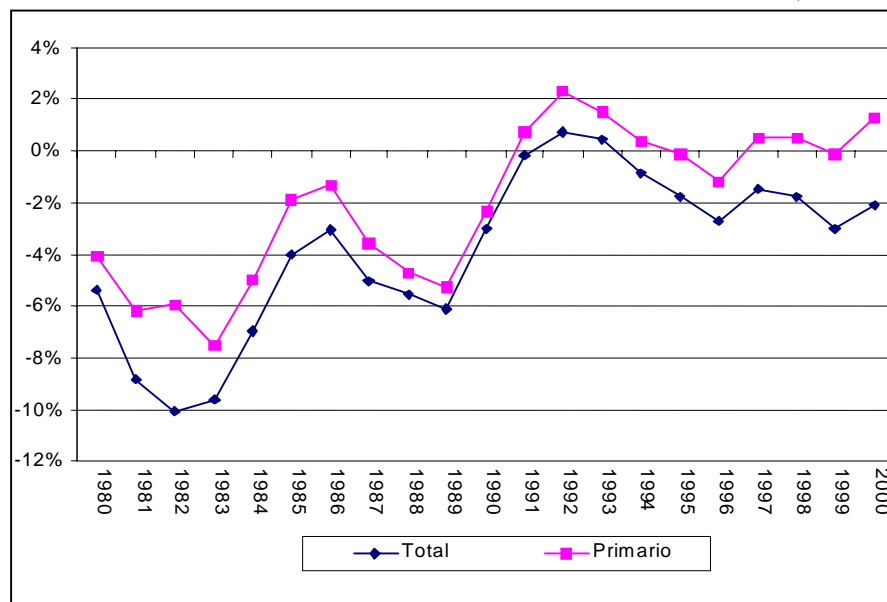
### **III. Política fiscal y economía política**

---

Los desequilibrios fiscales han sido señalados como uno de los factores más importantes en la crisis argentina (ver Mussa, 2002). En efecto, varios aspectos de las políticas fiscales fueron centrales en la dinámica política y económica durante el período de vigencia de la convertibilidad; sin embargo no coincidimos con una lectura simplista de la trayectoria fiscal argentina. Tanto los cambios en las percepciones como los aspectos institucionales y políticos subyacentes al proceso de formulación de políticas fueron relevantes en el comportamiento fiscal y para su impacto sobre el proceso que terminó en la crisis. Al final, el resultado fue el peor de los mundos: el país no pudo disfrutar los beneficios de políticas fiscales contracíclicas, ni logró ganar la reputación de confiabilidad fiscal que podría haber mejorado las percepciones de sustentabilidad en tiempos clave.

La introducción de la convertibilidad y distintas reformas de política introdujeron algunos cambios fundamentales en el sector público. La relación del gobierno central con las empresas públicas, que habían sido una fuente de restricciones de presupuesto blandas, fue fundamentalmente alterada por la privatización, que también proveyó una fuente importante de fondos durante la década. La estrecha regla monetaria tuvo entre sus propósitos principales el de forzar al gobierno a no utilizar el impuesto inflacionario. En efecto, el déficit fiscal fue notablemente más bajo que en las décadas previas.

Gráfico 5  
**RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL**  
 (% del PBI)



Fuente: Cetrángolo y Jiménez (2002).

Sin embargo, dada la posibilidad de acceder a mercados de bonos (después de un período de financiamiento completamente restringido), y al no contar con grandes ingresos por señoreaje el gobierno tuvo que lidiar con su restricción de presupuesto de manera muy diferente al pasado. Las decisiones fiscales no debieron concentrarse ahora en el manejo del día a día: las consideraciones intertemporales adquirieron relevancia, mientras que un tema persistente fue la forma en que las acciones de política influían (o podían influir) sobre las percepciones de los operadores financieros. Las fluctuaciones en la actividad económica (como la recesión de 1995 y la larga baja de la actividad que precedió a la crisis) crearon disyuntivas entre aplicar medidas contracíclicas estándares y/o adoptar medidas más restrictivas para aliviar las tensiones en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la falta de disponibilidad de instrumentos de política monetaria y cambiaria impuso nuevas demandas sobre las políticas fiscales en términos de objetivos tales como la competitividad y la atención de los crecientes problemas de empleo.

Los cambiantes diagnósticos sobre la economía influyeron en las decisiones a través del tiempo. El gran incremento en el gasto de gobierno en los comienzos de los noventa probablemente respondió a una visión de las autoridades que, a grandes rasgos, el crecimiento en los ingresos estaba bien apuntalado por una tendencia en la actividad económica y por un incremento sostenible en el precio de los bienes no transables, lo cual permitiría la emisión de deuda para instrumentar obligaciones previamente no reconocidas (como aquella con los jubilados) y las transferencias de las contribuciones de la seguridad social a fondos privados a través de una reforma del sistema de pensiones. Además, el gobierno parece haber intentado señalar su fuerte confianza en el éxito de sus políticas, para así inducir al sector privado a reaccionar a las oportunidades de crecimiento existentes. Este argumento se modela en el punto 2 del Anexo.

En la segunda parte de los noventa, mientras la deuda pública seguía aumentando (en parte debido a sucesivas reducciones en los impuestos de seguridad social cuando el desempleo se convirtió en un tema prominente), el gasto primario aumentó en términos absolutos pero, mientras la actividad real se expandió, declinó como proporción del PBI y la evolución de las finanzas públicas no fue una causa de alarma para el gobierno. El ajuste fiscal sólo se convirtió en una preocupación cotidiana cuando la economía había estado en recesión por algún tiempo y la

credibilidad del gobierno había sido puesta en duda. En este punto, cortar el gasto público (o aumentar los impuestos) tenía que superar la resistencia de la población que estaba crecientemente preocupada por el desempleo, la desigualdad del ingreso y la corrupción política. La percepción de que la economía había alcanzado un estado crítico quizás pudo inducir al público a resignarse a los ajustes, pero no ayudó a estimular las expectativas de una mejor posición fiscal. Esta tensión fue una de las características de la última fase de la crisis (véase el modelo del punto 3 del Anexo).

Durante el período de convertibilidad, el sector público acumuló déficit, pero éstos no fueron particularmente grandes como proporción del PBI hasta que los ingresos colapsaron. Sin embargo, el gobierno había establecido un nivel de gasto y había emitido bonos denominados en dólares de manera tal que su solvencia requería un continuo incremento en el valor en dólares de los ingresos, que a su vez fuera anticipado por los operadores financieros, para inducir préstamos a tasas de interés moderadas. Una economía en crecimiento podría haber provisto sustentabilidad a una política fiscal prudente. Pero no se había tomado ningún “seguro” (ni en la forma de superávit en la expansión o en la denominación de deudas) contra la posibilidad de que el valor en dólares de los ingresos y la recaudación de impuestos cayeran considerablemente (y posiblemente desencadenara la realización de obligaciones contingentes originadas en el sistema financiero, si la solvencia de los deudores privados también empeoraba). Cuando este peligro estuvo presente, los ingresos decrecientes y las sustancialmente mayores tasas de interés complicaron aún más el problema fiscal, hasta que finalmente la devaluación y el default hicieron explícita la insolvencia.

El final de la convertibilidad fue un episodio más, aunque de especial dramatismo, en una larga historia de inestabilidad económica y política. La estabilización de precios permitió implementar prácticas presupuestarias que eran imposibles bajo alta inflación. Sin embargo, los problemas en el funcionamiento del sistema político continuaron influyendo el diseño y la implementación de medidas fiscales. El sistema político argentino ha sido tradicionalmente incapaz de establecer los acuerdos intertemporales necesarios para instrumentar políticas públicas efectivas (Spiller y Tommasi, 2003a). Actores clave (corporativos, partidarios, institucionales) han tendido a comportarse de manera oportunista y no-cooperativa.<sup>4</sup> La incapacidad de instrumentar acuerdos a través del tiempo generó inconsistencias y excesiva volatilidad de políticas, lo que hizo que los agentes económicos dudaran fuertemente de las promesas de las autoridades, e indujo a éstas a buscar “credibilidad” a través de la instrumentación de mecanismos de gran rigidez.

La relación entre comportamientos políticos y funcionamiento económico, también tuvo efectos en la otra dirección: los frecuentes cambios bruscos en las condiciones económicas crearon difíciles dilemas de política y condujeron a repentinas reversiones en instancias “críticas”. En tal contexto, los actores políticos tendieron a comportarse de manera miope, con esporádicos intentos de contener la inestabilidad y el cortoplacismo a través de la adopción de rígidos mecanismos de política (“reglas”). El quiebre de dichos intentos fue un elemento importante en la generación de grandes fluctuaciones en la economía y en la configuración de políticas. En la Argentina, ni la discrecionalidad ni las reglas resultaron exitosas.

La falta de compromisos sustentables entre los actores político-institucionales claves impidió el desarrollo de alternativas creíbles al rígido régimen monetario de caja de conversión. Instituciones judiciales, fiscales, monetarias y otras que podrían haber liberado al sistema cambiario de asumir la carga de ser el principal soporte del sistema contractual, claramente no estuvieron presentes en el comienzo y tampoco se desarrollaron a través del tiempo. A pesar de que se hicieron intentos de establecer algunos procedimientos fiscales sistemáticos, algunos acuerdos federales, algunas instituciones monetarias, y de mejorar el desempeño del sistema judicial, todo resultó ser

---

<sup>4</sup> Las interacciones entre las provincias y la Nación con respecto al federalismo fiscal son quizá el ejemplo más notable de la naturaleza oportunista y no-cooperativa de los comportamientos y de la incapacidad de sostener acuerdos políticos a través del tiempo (Tommasi, 2002). Más generalmente, Spiller y Tommasi (2003b) documentan la volatilidad de políticas en Argentina. El país ocupa el séptimo puesto de mayor volatilidad en la política macroeconómica en el mundo (sobre un total de 106 países).

tinta sobre papel cuando fueron puestos a prueba. Leyes de responsabilidad fiscal, pactos fiscales, independencia del banco central, garantías de depósitos, todos fueron ignorados en momentos cruciales. A su vez, esto fue influido en parte por la ausencia de instrumentos monetarios que sirvieran al propósito de lidiar con shocks, lo que indirectamente presionó a las otras políticas: los drásticos cambios en el desempeño de la economía pusieron a los acuerdos legislativos bajo una gran tensión. Una vez más, la inestabilidad económica y las “promesas de política” incumplidas se reforzaron mutuamente en una espiral explosiva.

Los defectos del proceso de decisiones de política en Argentina (frecuentemente reflejados en la influencia personal de algunos individuos en el gobierno) fueron muy visibles en momentos críticos, especialmente hacia el final de la convertibilidad, durante la salida, y luego de ella. Aún cuando la crisis hubiera sido muy difícil de manejar en cualquier caso, los actores relevantes (incluyendo agentes internacionales como el FMI) fueron incapaces de establecer un curso de política preciso. Al mismo tiempo, los problemas urgentes que emergieron de manera rápida y sucesiva frecuentemente condujeron a las autoridades ejecutivas a tomar medidas de mayor importancia “en el acto” (a veces a través de decretos de necesidad y urgencia), sin atravesar por un proceso de discusión detallada y de decisión legislativa, que se juzgaba como inaceptablemente lento e incierto. Por el otro lado, el Parlamento votó leyes que cuestionaban elementos centrales de las políticas económicas, amenazando con crear dilemas irresolubles. El poder Judicial, desprovisto a su vez de una reputación de imparcialidad (Iaryczower, Spiller y Tommasi, 2002), a menudo revirtió decisiones del gobierno. El resultado fue que las políticas no siguieron una dirección definida y fueron percibidas como arbitrarias y carentes de legitimidad, causando daños mayores en una situación que ya era de por sí conflictiva.

## **IV. Mantenimiento y administración de la convertibilidad: opciones de política**

---

La convertibilidad duró alrededor de diez años, un período muy largo para los estándares de las políticas económicas argentinas. Su colapso vino de la mano de una de las crisis económicas más profundas en la historia del país. Estas características del régimen merecen atención. Ellas estuvieron ligadas a los altos costos de salida del sistema, que lo hicieron robusto ante shocks no demasiado fuertes y, al mismo tiempo, implicaron que si el régimen era abandonado, dicho abandono ocurriría de manera traumática y en circunstancias en que la economía se enfrentase a fuertes perturbaciones. El dramático final de la convertibilidad se correspondió con los altos costos de salida que fueron establecidos por el diseño inicial y por la dinámica de las decisiones políticas y económicas a lo largo de la década.

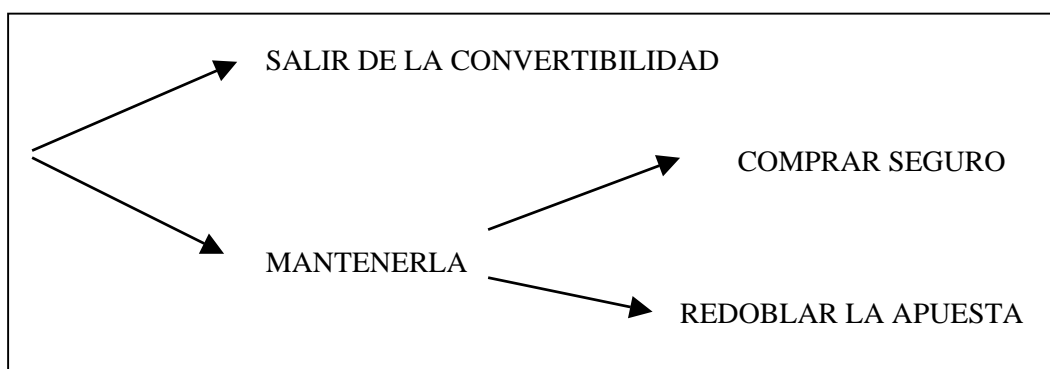
En el gráfico 6 presentamos un árbol de decisión que esquematiza alternativas enfrentadas por las políticas luego de la introducción del régimen de convertibilidad. (Los “nodos” de ese árbol son analizados de manera más específica en la sección siguiente).

En diversas ocasiones, la opción de salir de la convertibilidad estuvo sobre la mesa, recomendada por algunos analistas (en su mayoría extranjeros) y temida por la mayoría de los agentes económicos. Dada la decisión de no salir de la convertibilidad, podían adoptarse medidas de política complementarias que proveyeran algún seguro contra los peores escenarios posibles (o que dejaran algún espacio para “cláusulas de salida” en el caso de shocks) o, alternativamente, podían adoptarse políticas que simbolizaran un compromiso aún más fuerte (a través del aumento de los costos de

salida).<sup>5</sup> Las ramas superiores del árbol estarían asociadas a comportamientos precautorios, mientras que las ramas inferiores implicarían comportamientos más riesgosos adoptados para señalar “dureza” en el mantenimiento de la regla monetaria. Si bien se adoptaron algunas medidas para proteger a la economía contra malos estados de la naturaleza originados en shocks financieros (por ejemplo, reforzamiento de la regulación prudencial especialmente luego de la crisis mexicana), en su conjunto, la mayor parte de las decisiones de política de la década siguieron la rama inferior del árbol y tendieron a aumentar los costos de salida del régimen. Estas medidas tuvieron un efecto sobre las expectativas. Sin embargo, hacia el final quedó claro que el estado de la economía, y no sólo las percepciones sobre el “compromiso” del gobierno con el esquema monetario, condicionaban la credibilidad (véase Drazen y Masson, 1994; Drazen, 2000).<sup>6</sup>

Gráfico 6

## ÁRBOL ESQUEMÁTICO DE DECISIONES DE POLÍTICA BAJO CONVERTIBILIDAD



Fuente: Elaboración propia.

Los costos de salir de la convertibilidad, un indicador sintético de un amplio conjunto de problemas de decisión que se abriría en caso de abandonar el régimen, son una “variable de estado” clave en este análisis. Dichos costos no fueron simplemente determinados por el diseño institucional del sistema monetario, dado que dependieron de la evolución de las decisiones de política y del comportamiento de los agentes privados, particularmente en lo que se refiere a la denominación de los contratos. Sin embargo, puede ser útil considerar qué criterios pudieron haber determinado la selección del tamaño de los costos iniciales de salida (como se analiza en los modelos de reglas con cláusulas de escape *à la Flood e Isard*, 1989). Es un resultado estándar que los costos de salida deseados varían positivamente con la magnitud de la distorsión (inconsistencia temporal) que provee la motivación para imponer la regla, y negativamente con la intensidad típica de los shocks que pueden golpear a la economía y requerir flexibilidad de aquella variable fijada por la regla (en este caso, el tipo de cambio). En el caso argentino los costos de la discrecionalidad habían sido muy visibles y, al mismo tiempo, en 1991 la percepción con respecto a potenciales shocks (no inducidos por las políticas) probablemente no era muy vívida. Además, era previsible que los beneficios de una regla estricta iban a concretarse rápido, mientras que los riesgos potenciales eran más de mediano plazo. Estas consideraciones pueden haber pesado en la adopción de una regla rígida, especialmente dados los horizontes de los actores políticos.

Luego del lanzamiento de la convertibilidad, los agentes privados tuvieron que descifrar cómo funcionaría la economía bajo las nuevas condiciones; lo mismo se aplica a los hacedores de

<sup>5</sup> En este contexto, las propuestas de dolarización podrían interpretarse como una forma particular de redoblar la apuesta, saliendo de la convertibilidad “en la dirección contraria” a la devaluación. Por otro lado, parece útil recordar que en diversas ocasiones las autoridades manifestaron que cuando se dejara el tipo de cambio fijo, sería revaluando. Al margen de la intención de aventar expectativas de depreciación, esa actitud sugería la creencia de que la economía podría sostener “realmente” un nivel de gasto en términos de dólares aun mayor que el observado (y, por ende, un tipo real de cambio más bajo).

<sup>6</sup> Al mismo tiempo, el clima general la salida de la convertibilidad pareció validar las percepciones de una orientación de política económica poco “amistosa con el mercado”. (un ejemplo de estas conductas fue el cerrado aplauso con el que se celebró en el Congreso la decisión de interrumpir los pagos de la deuda).

política, quienes a su vez tienen generalmente incentivos a comportarse estratégicamente para influir las creencias del público. En este aspecto, reforzar el compromiso a un tipo de cambio fijo podría ser visto como una señal de que las autoridades confiaban fuertemente en sus políticas y, por lo tanto, instaban al público a “aprovechar las oportunidades” que identificaban en la economía (punto 2 del Anexo). También, habiendo introducido una regla rígida, argumentos del tipo “valor de opción” (Dixit y Pindyck, 1994) pueden haber influido las decisiones, dado que la salida era claramente una acción irreversible. En el evento de un shock, apearse al sistema dejaba abierta la posibilidad de manejar la perturbación sin una reversión en la política, con claros beneficios para el gobierno.

Varios de los argumentos presentados hasta ahora se aplicarían aun si la política fuera decidida por un planificador benevolente (aunque con imperfecto conocimiento sobre cómo funciona la economía). Pero los juegos de política de información asimétrica observados en la Argentina fueron (y son) mucho más profundamente políticos. Por un lado, los actores políticos tienden a tener horizontes temporales cortos, sesgando sus decisiones hacia aquellas con mayores beneficios inmediatos y subestimando el costo futuro de las acciones. Por otro lado, esos actores transmiten mensajes con respecto a la conexión entre las políticas y los resultados para afectar así las creencias de la gente acerca de su capacidad y sus intenciones (Tommasi y Velasco 1996, Cukierman y Tommasi 1998). En algunos momentos clave, tales como las campañas electorales de 1995 y 1999, estas consideraciones (y sus interacciones con las creencias de los ciudadanos) también inclinaron la balanza hacia el estrecho corredor de una apuesta a todo o nada por la convertibilidad.





## V. Acontecimientos y decisiones

---

### 1. El nodo de entrada

En 1989 y 1990 la inestabilidad de precios alcanzó proporciones extremas en varios episodios de hiperinflación. La hiperinflación puso en evidencia los costos que el manejo monetario irrestricto y el uso y abuso del impuesto inflacionario habían impuesto a la economía. La estabilización de precios era percibida como una prioridad básica por el gobierno y por el público. La dolorosa y frágil caída de tasa de inflación en 1990, bajo una flotación sucia (mientras los precios todavía subían rápidamente, con altas tasas de interés y una actividad real deprimida) había creado una demanda por acciones más directas y efectivas hacia la estabilización, especialmente cuando un repentino arranque de la demanda por moneda extranjera había una vez más inducido una gran depreciación de la moneda doméstica y un aumento en las tasas de inflación en los primeros meses de 1991. En este contexto las autoridades decidieron establecer un tipo de cambio pegado al dólar con convertibilidad plena.

Fijar el tipo de cambio implica dilemas de política bien conocidos (véase, por ejemplo, Calvo y Vegh 1993, y Guidotti y Vegh, 1999). El compromiso de atarse a un tipo de cambio fijo puede variar por grados: puede ir desde un *peg* de facto difícilmente distinguible de una flotación sucia, a un esquema institucional que limite casi completamente la discrecionalidad de los encargados de la política, o llegue al límite de la dolarización. Las autoridades tienen que decidir si fijan el tipo de cambio “por un tiempo” o si se comprometen a mantener la paridad indefinidamente. Fijar el tipo de cambio como medida transitoria tiende a mantener altas tasas de interés e inercia

inflacionaria (a la manera del “*peso problem*”, Krasker, 1980) cuando las expectativas incorporan la posibilidad de que el ancla sea levantada aun frente a perturbaciones moderadas. Una promesa fuerte de mantener un tipo de cambio fijo por largo tiempo, por el otro lado, confía en que la inflación va a descender a niveles internacionales lo suficientemente rápido y que el tipo de cambio real permanecerá en valores sustentables.

En conjunto, los incentivos y percepciones del gobierno argentino en 1991 pesaron fuertemente en la dirección de definir una regla rígida. Sin embargo, era concebible que el sistema de convertibilidad fuera utilizado como un instrumento transitorio para estabilizar los precios, y que fuera reemplazado después de unos pocos años, o bien porque las políticas económicas hubieran ganado fuerza y reputación permitiendo un movimiento a un sistema más flexible sin perder el control de la inflación, o bien porque un shock golpeará a la economía. Ninguna de las dos alternativas ocurrió por varios años. La convertibilidad resistió los shocks durante gran parte de la década, y claramente la confianza en las capacidades del gobierno para conducir políticas sensatas sin atarse a estrictas reglas no se desarrolló mayormente. Más bien, fue la convertibilidad la que se constituyó en un “punto fijo” dentro del conjunto de políticas, contrarrestando la baja reputación del resto del proceso de formulación de políticas. Así, en vez de decrecer, la importancia de la convertibilidad como institución económica básica creció a lo largo del tiempo.

Las autoridades introdujeron el nuevo sistema como una reforma fundamental de las instituciones económicas, tal que en la práctica no hubiera más discrecionalidad en temas monetarios y que el banco central dejara definitivamente de ofrecer crédito al gobierno. El anuncio de la regla, en efecto, actuó como una fuerte señal para los agentes privados, e indujo rápidas reacciones. Sin embargo, más allá del hecho de que la convertibilidad fue establecida por un acto parlamentario (como lo fue un tiempo después la norma que reformó la carta orgánica del Banco Central y le dio independencia con respecto al poder ejecutivo) y requería otra ley para ser modificada, restaba por ver hasta qué punto el sistema sería durable, esto es, qué circunstancias desencadenarían una “cláusula de escape” y cuán probables eran esas circunstancias (Fanelli y Heymann, 2002).

## 2. Los años de boom: doblando la apuesta

En su conjunto, el público respondió con fuerza al cambio en las políticas monetarias, de una manera que reveló (particularmente en el deseo de ofrecer y demandar crédito) un cambio considerable en las expectativas sobre el desempeño real de la economía. El gasto privado y el producto real aumentaron rápidamente. Sin embargo, no estaba claro si la evolución observada indicaba una recuperación cíclica o el comienzo de una nueva tendencia de crecimiento. En este aspecto, el gobierno atribuyó mucha importancia a las condiciones que estimularían la inversión.<sup>7</sup>

Claramente, una oferta fluida de crédito era una de ellas. Dada la experiencia de los años recientes, podían existir dudas razonables sobre la posibilidad de desarrollar rápidamente un mercado financiero amplio con contratos denominados en unidades domésticas (aún más cuando la ley de convertibilidad había prohibido la indexación formal). Así, fue bastante natural percibir que o bien la economía iba a tener un sistema financiero dolarizado, o bien el crédito permanecería restringido. En este contexto, podía identificarse una disyuntiva entre “crecimiento riesgoso” (si se reconocía que el valor dólar de los ingresos estaba sujeto a la eventualidad de grandes movimientos) o crecimiento lento. Las autoridades vieron el incremento en el volumen de depósitos y préstamos en dólares como un medio muy importante para movilizar recursos (y, particularmente, activos en moneda extranjera que los residentes habían atesorado en períodos de inestabilidad) para propósitos

---

<sup>7</sup> El informe anual del Ministerio de Economía del año 1992 argumentaba: “La recuperación productiva estuvo impulsada por ... el consumo y el incremento en la disponibilidad de crédito...El crecimiento observado en 1991 y 1992 puede ser el comienzo del despegue económico. Pero muchas décadas de estancamiento han deteriorado la infraestructura productiva. En estas condiciones, la inversión es el instrumento básico para el crecimiento”. (Ministerio de Economía, 1992, pag. 2).

de inversión, y no mostraron mucha preocupación por la posibilidad de que se generaran inconsistencias entre la magnitud de los compromisos y la capacidad de repago. Esto pareció consistente con una actitud de tratar de inducir decisiones que generaran crecimiento económico, dejando en un segundo plano la búsqueda de un “seguro” contra impulsos negativos (véase el punto 2, Anexo).

Al cambiar rápidamente la balanza comercial de un gran superávit a un déficit y subir apreciablemente los precios internos con el tipo de cambio fijo, el futuro de la convertibilidad se hizo un tema de discusión, aún en círculos del gobierno.<sup>8</sup> Esto generó incertidumbre entre los tenedores de activos. También, a mediados de 1992, la enorme suba en los precios de las acciones (que se habían multiplicado por tres en pocos meses) fue abruptamente revertida por grandes caídas. El crecimiento en la actividad real se desaceleró de modo visible (pero transitorio) en la segunda mitad de ese año. Mientras tanto, los mercados financieros mostraron signos de dudas con respecto al tipo de cambio fijo: las tasas de interés se elevaron, el crecimiento de los depósitos en pesos se interrumpió, mientras los depósitos en dólares seguían creciendo, y las reservas paraban de aumentar (con una caída efectiva en un breve episodio en noviembre). Este comportamiento no llegó a ser un ataque de escala completa, pero sí estableció la pregunta sobre si la convertibilidad debía ser considerada como un sistema permanente o como un instrumento transitorio para la desinflación. Ante este evento, el gobierno eligió mostrar un firme compromiso con el tipo de cambio fijo a través de medidas financieras que, a pesar de no ser muy fuertes en sí mismas, transmitieron claramente el mensaje de que cuando fuera puesta a prueba, la respuesta de política sería reforzar la regla monetaria y atar más estrechamente la moneda al dólar.<sup>9</sup> Aquí y más tarde, cuando la robustez de la convertibilidad fue cuestionada, las autoridades eligieron redoblar la apuesta.

Una vez que el gobierno dejó en claro que estaba fuertemente comprometido a mantener la paridad del peso con el dólar, la pregunta (al menos retrospectivamente) era cómo construir precauciones contra el evento de un aumento significativo en el tipo de cambio real compatible con la restricción externa. Esto requería que el gobierno pudiera ser percibido como solvente aún en condiciones desfavorables.

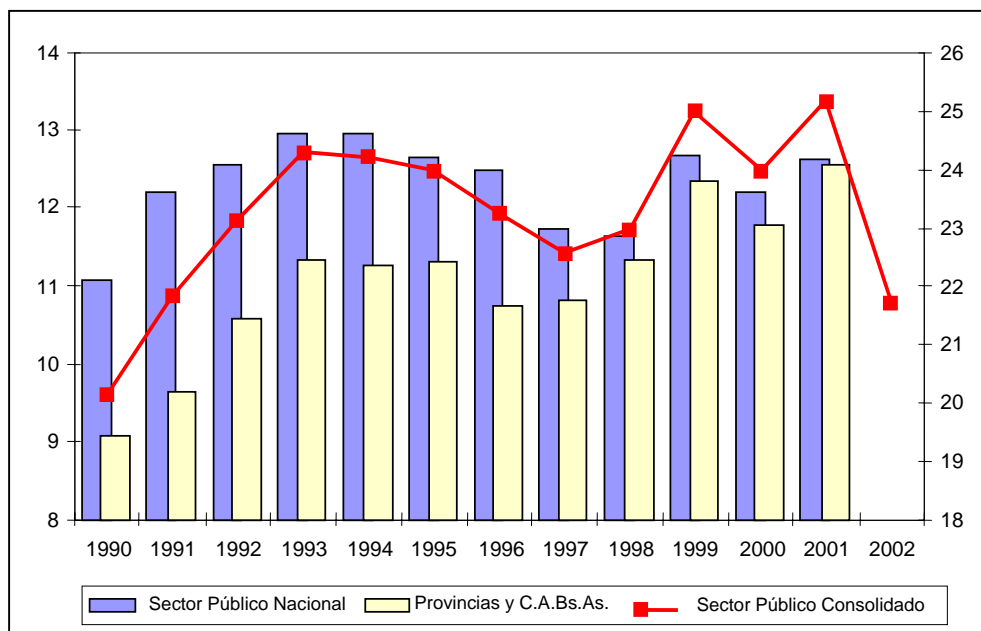
La situación fiscal cambió rápidamente como resultado de medidas de política y de desarrollos macroeconómicos. El gobierno se mostró muy preocupado por incrementar la recaudación impositiva, y la recaudación, en efecto, creció considerablemente. Sin embargo, el gasto primario del gobierno como proporción del PBI también aumentó notablemente durante la primera parte de la década (véase el gráfico 7). Este incremento tuvo componentes de precio y de cantidad. Los efectos precio fueron importantes, dado que el deflactor implícito del consumo público subió mucho más que el deflactor del PBI. Usando estos índices como deflatores para las correspondientes variables nominales, el gasto primario muestra un crecimiento inferior que el PBI (véase el gráfico 8). Este efecto negativo de “términos de intercambio” para el sector público tuvo determinantes macroeconómicos, dados la apreciación real y el incremento de los salarios reales; otro factor que incrementó el precio unitario del gasto público fue el ajuste en el valor de las jubilaciones para conformarlas con las cantidades legisladas.

---

<sup>8</sup> En una reunión académica el Ministro de Economía mencionó la posibilidad de reemplazar (en algún momento futuro no definido) el tipo de cambio fijo por una canasta de monedas.

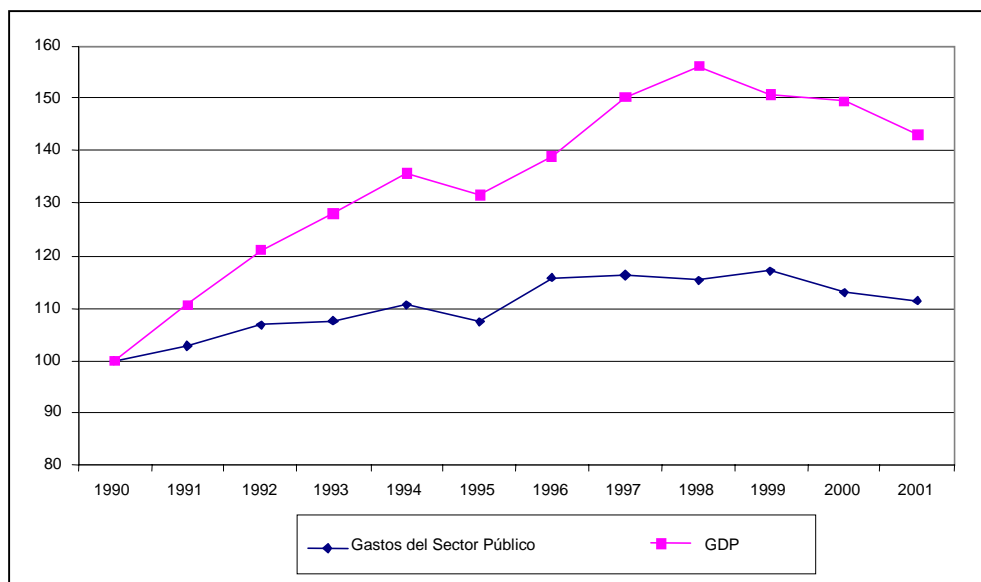
<sup>9</sup> Otras políticas adoptadas en los primeros años de convertibilidad estuvieron dirigidas a reforzar la dolarización. Por ejemplo, el gobierno renegoció las cláusulas de variación de precios con las empresas privatizadas, reemplazando el ajuste basado en el IPC por uno nominado en dólares que incorporaría los movimientos de precios en los de EE.UU.

**Gráfico 7**  
**GASTO PRIMARIO DEL SECTOR PÚBLICO A PRECIOS CORRIENTES**  
 (% del PBI)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía.

**Gráfico 8**  
**GASTO PÚBLICO PRIMARIO NACIONAL Y PBI A PRECIOS CONSTANTES**  
 (1990 = 100)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía.

La reforma del sistema de seguridad social (sancionada en 1993 e implementada en 1994) tuvo grandes efectos a lo largo del tiempo. Creó un sistema dual para las contribuciones personales de los trabajadores activos, quienes podían optar por permanecer en el segmento público (aunque fueron inducidos a no hacerlo, sobre todo los jóvenes) o pasarse a un segmento recientemente creado operado por fondos de pensión. El gobierno aún recaudaría impuestos al trabajo de los empleadores; quedaba como responsable del pago de las pensiones existentes y estaba

comprometido a complementar las pensiones de los futuros retirados en el segmento de capitalización (una medida relacionada incrementó la edad de retiro). Uno de los objetivos del nuevo sistema era canalizar fondos de largo plazo al sector privado. Sin embargo, para generar un cambio agregado en la asignación del crédito, el gobierno tenía que hacer lugar al efecto *crowding-in*, absorbiendo al menos parte de la caída en la recaudación que ahora iría a los fondos de pensión (del orden de magnitud de 1,5 % del PBI) sin aumentar sus necesidades de financiamiento. Para esto, las autoridades confiaban en efectos positivos sobre los ingresos de seguridad social derivados de mayores incentivos a contribuir y del crecimiento económico en sí mismo. Si la implementación del nuevo sistema se demostraba sostenible en el tiempo, el sector público estaría reduciendo deudas futuras, dado que las administradoras asumirían su parte del pago de jubilaciones. Sin embargo, estas deudas bajo el viejo régimen no estaban fijadas contractualmente por un monto definido, mientras que los bonos que ahora vendería el gobierno para “financiar la transición” representaban compromisos fijos (la mayor parte de ellos denominados en dólares, véase Hausmann y Velasco, 2002). En este sentido, la reforma endureció considerablemente la restricción intertemporal de presupuesto del gobierno, y la hizo aún más dependiente de la evolución del tipo de cambio real. Esto ciertamente no se correspondía con la necesidad de un “seguro” que tenía el sistema de convertibilidad.

El desempeño fiscal del período mostró una gran reducción del déficit presupuestario en comparación con otros años. Las autoridades no percibieron el rápido incremento en la recaudación tributaria y en el valor del gasto primario como efectos cíclicos, sino que en sus afirmaciones y comportamientos, indicaban su anticipación de que el crecimiento continuaría a ritmo acelerado. En cualquier caso, durante la expansión, tanto el sector público como los agentes privados tomaron decisiones que implicaron fuertes apuestas a la sostenibilidad del tipo de cambio real y a una tendencia creciente del producto real, acotando sus posibilidades en el caso en el que el desempeño futuro no validara esas expectativas.

### 3. Sobreviviendo el “efecto Tequila”

Con ingresos tributarios más bajos luego de la reforma del sistema de pensiones y un déficit sustancial de cuenta corriente, la economía se había vuelto más vulnerable a los shocks. En ese momento la economía se vio afectada por el incremento de las tasas de interés de Estados Unidos y, hacia finales de 1994, sufrió una gran perturbación financiera después de la devaluación mexicana. Ese evento desencadenó una importante caída en el precio de los bonos argentinos, una marcada caída en las reservas del Banco Central y retiros de depósitos de los bancos que pronto alcanzaron la intensidad de una corrida. Al mismo tiempo, el sistema de convertibilidad restringía mucho las posibilidades de aplicar políticas monetarias para propósitos de prestamista de última instancia, e imposibilitaba el uso del tipo de cambio para acomodar el exceso de demanda de moneda extranjera. En estas condiciones, la pregunta central era si el gobierno quería y podía sostener la convertibilidad.

Un shock financiero inducido por un evento exógeno podría haber sido tomado como una oportunidad para reemplazar el sistema de tipo de cambio fijo sin demasiada pérdida de reputación. Sin embargo, también había fuertes incentivos para no salir, particularmente cuando el gobierno había estado elevando las apuestas de manera tal que enfrentaría grandes costos si abandonaba la convertibilidad, y correspondientemente grandes recompensas si la crisis podía ser manejada sin salirse de ella. El público (y los operadores financieros) entendieron que la crisis tenía un origen externo, pero también vieron que el shock iba a probar la fuerza o la debilidad de la economía y el comportamiento de un sistema político que seguía impregnado de severos problemas de credibilidad. Es probable que terminar con la convertibilidad hubiera sido una señal de que la economía era débil y de que el “juego de la estabilización” había concluido, con la posibilidad de inducir una ola de pesimismo, simétrico con la mejora de expectativas que había generado el

comienzo del programa. Contrariamente, el gobierno vio que la convertibilidad habría pasado un importante test de fuerza si sobrevivía al shock, lo que a su vez fortalecería su credibilidad (como de hecho sucedió). También, la memoria de la alta inflación y, especialmente el gran número de personas que habían contraído deudas en dólares crearon una corriente de opinión muy fuerte en contra de la devaluación.<sup>10</sup> En efecto el gobierno usó como su principal lema de campaña el mérito de haber acabado con la hiperinflación y el hecho de constituir la única fuerza política que podría mantener la convertibilidad (Starr, 1999). La estrategia funcionó y condujo a la victoria oficial por amplio margen en las elecciones presidenciales de 1995.

En cualquier caso, la perturbación puso sobre la mesa dilemas urgentes. El gobierno se ató a la regla rígida de tipo de cambio y señaló fuertemente su compromiso con ella, pero operó activamente con una variedad de instrumentos (incluyendo algunos aspectos de política monetaria). Las políticas domésticas recibieron un crucial respaldo a través de un amplio y rápido paquete de créditos multilaterales. Esto oportunos fondos en un momento en el que el futuro del sistema financiero estaba en duda, así como el efecto simbólico del anuncio de la asistencia internacional fueron probablemente esenciales para el desenlace favorable de la crisis (Ganapolsky y Schmuckler, 1998). Más aún, las condiciones internacionales facilitaron el rápido incremento en las exportaciones, y continuaron influyendo positivamente después de que el shock financiero había pasado.

Tal como el gobierno había esperado, la convertibilidad salió del episodio con una reputación fortalecida. La experiencia sumó a la credibilidad del sistema como mecanismo estabilizador, y promovió la percepción de que podía soportar impactos aún mayores con sólo aplicar firmeza política al defender el sistema. Esto incrementó nuevamente los costos de salida, los cuales continuaron creciendo al compás del volumen de contratos financieros dolarizados.

El episodio de 1995 fue causado por una perturbación de la oferta de crédito en un buen contexto externo para las exportaciones. Las lecciones más importantes que se extrajeron fueron de naturaleza financiera. En lo que respecta a la deuda del gobierno, éste se movió activamente para extender los plazos de vencimiento de deudas y para programar la emisión de bonos de modo de disponer de fondos antes de que éstos fueran requeridos. Las regulaciones financieras aumentaron los requerimientos de capital y liquidez de los bancos. El Banco Central negoció una línea contingente de crédito externo, con el propósito de reforzar la disponibilidad de recursos en el caso de un shock. Estas políticas fueron precauciones contra problemas de liquidez: su objetivo era crear fondos para ser usados en caso de una repentina escasez en la oferta internacional de crédito o de una extemporánea reducción en la demanda por depósitos bancarios. Tales medidas jugaron de hecho en ese sentido durante la larga fase contractiva que se inició en 1998, hasta que ésta comenzó a ser percibida como señal de un serio problema de solvencia: en ese punto, los mercados financieros operaron como grandes amplificadores de la perturbación.

Entretanto, la recuperación de la crisis financiera y de la recesión de 1995 condujo a una fase de optimismo acerca de la capacidad de crecimiento de la economía, a pesar de que la persistencia de alto desempleo y el crecimiento en la desigualdad de la distribución del ingreso eran temas de creciente preocupación pública (de hecho, para finales de los noventa solamente los hogares en los segmentos más altos de la distribución tenían ingresos reales per cápita superiores a los de mitad de 1994). La expansión agregada en este período tenía características diferentes que aquella de principios de los noventa. Los precios internos habían prácticamente parado de aumentar y, de hecho, el tipo de cambio bilateral real con el dólar aumentó gradualmente. Las exportaciones (sobre todo su cantidad) crecieron muy rápido, especialmente (pero no sólo) a Brasil. La inversión en maquinaria y equipo también creció rápidamente. El déficit de cuenta corriente fue interpretado

---

<sup>10</sup> Según una encuesta realizada por el Centro de Estudios por una Nueva Mayoría en marzo de 1995 (cuando la crisis financiera se encontraba en momentos de gravedad) el 80% de los opinantes estaba en contra de devaluar, el 5% a favor, y el 15% no se manifestaba.

como un elemento del proceso de crecimiento. Los inversores internacionales se sumaron activamente al clima de optimismo, no solamente incrementando su demanda de bonos argentinos, sino también a través de importantes flujos de inversión extranjera directa que entraron al país en esos años en un amplio espectro de sectores (servicios, finanzas, manufactura, actividades primarias). El gobierno no parecía preocupado por la evolución de la economía, especialmente cuando la crisis asiática de 1997 no produjo ningún efecto importante al margen de un breve impacto en los mercados financieros.<sup>11</sup>

Sin embargo, hacia finales de la expansión de 1998, las deudas del gobierno y del sector privado eran mucho más grandes que algunos años antes. La cuestión de cómo evitar un problema de solvencia ya estaba allí. Para aumentar los ingresos tributarios hacían falta crecimientos del producto, los cuales no se podían basar en persistentes déficits de la cuenta corriente y por lo tanto requerían una fuerte tendencia al incremento de las exportaciones. En estas circunstancias, los shocks a las exportaciones (bajos precios, baja demanda de Brasil, dólar apreciado) golpearon a la economía en un punto particularmente vulnerable. Si la expectativa de que las exportaciones continuaran creciendo no podía ser mantenida, la sustentabilidad del valor dólar de los ingresos sería puesta en duda y, con ella, la capacidad del gobierno de servir sus deudas mayoritariamente denominadas en dólares; en última instancia, el sistema financiero en sí mismo sería puesto en peligro. Había una tensión visible entre ajustes fiscales y ajustes externos. Esta tensión, en una economía que había estado creciendo rápidamente pero donde el desempleo había permanecido muy alto, causó dilemas de creciente dificultad en los años siguientes.

#### 4. Recesión y colapso: sin salida

Hacia finales de 1998 los precios unitarios de las exportaciones eran 20% más bajos que en sus picos de dos años atrás, y habían retrocedido a los niveles de la primera parte de la década.<sup>12</sup> La demanda de Brasil se había estancado, y el proceso que condujo a la depreciación del real en los comienzos de 1999 estaba ya en curso. La economía estaba recibiendo un importante shock real que contribuyó al estancamiento del valor de las exportaciones en los años subsiguientes (véase gráfico 9) Al mismo tiempo, la crisis de la deuda rusa tuvo un fuerte efecto en los mercados de crédito de Argentina; cuando la tensión se había aliviado un poco, la devaluación de Brasil de comienzos de 1999 indujo otro importante aumento en la tasa requerida para mantener bonos argentino.

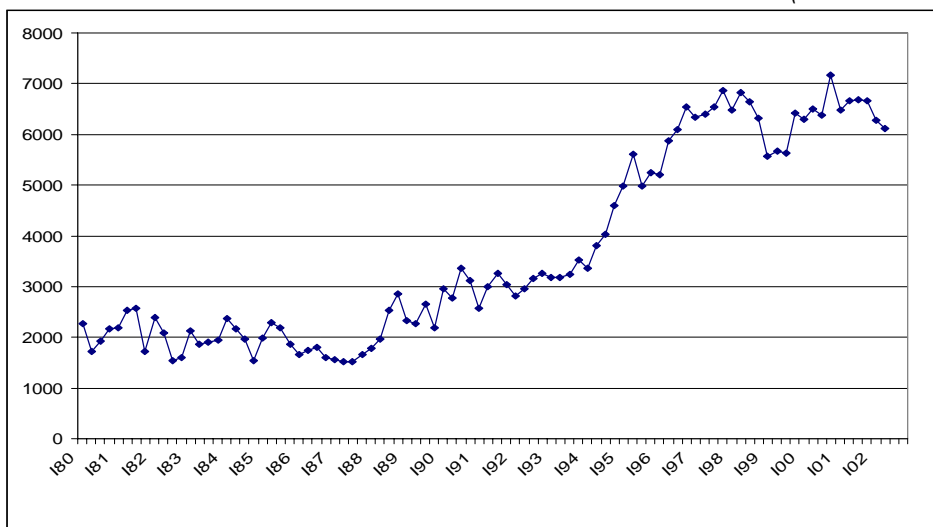
El gobierno reaccionó a los shocks financieros tratando de “diferenciar” a la economía de aquellos países en crisis e insistiendo en la fortaleza de las posiciones fiscal y financiera. Esto tuvo como objetivo proveer reaseguros a los operadores financieros, esperando reducir el nivel de “riesgo país”. En este contexto hubo amplias discusiones sobre una posible dolarización: los argumentos a favor señalaban que había una correlación entre el *spread* de deuda soberana y los diferenciales de tasa de interés peso-dólar, y trataron de inferir que el riesgo de devaluación producía dichos cambios. Según esa visión, el problema con el sistema monetario era la persistencia de una cláusula de escape implícita, y no la insuficiente flexibilidad para responder a shocks reales: la acción apropiada era señalar que había garantías institucionales adicionales contra aquellos hacedores de política que con criterios equivocados o incentivos sesgados pudieran romper la regla monetaria. Pero la dolarización no encontró un apoyo internacional significativo y, en cualquier caso, no podía restaurar el crecimiento de las exportaciones o solucionar los problemas fiscales si la

<sup>11</sup> “La solidez de los fundamentos de la economía argentina y las políticas llevadas a cabo, que incluyeron las reformas realizadas desde 1995 para fortalecer al sistema financiero, acotaron los efectos de la crisis exclusivamente a los mercados de capitales... En el sistema financiero, los préstamos y depósitos totales siguieron aumentando, y las consecuencias más negativas consistieron solamente en alzas momentáneas en las tasas de interés..., ligera retracción de los depósitos en moneda nacional, y una caída transitoria en las reservas internacionales...La incertidumbre y temores de los mercados financieros no se trasladaron a la economía real, ya que la producción y las inversiones continuaron creciendo” (Ministerio de Economía, 1997, p. 7).

<sup>12</sup> Cabe señalar, que en una economía con deudas en dólares, una “deflación neutral” en los precios de las exportaciones e importaciones (es decir, una deflación que no modifica los términos de intercambio) puede tener fuertes efectos reales, ya que al reducir los precios de equilibrio en dólares, produce una caída en la riqueza de los deudores respecto a sus pasivos.

economía se estancaba o caía en una recesión más seria por razones económicas más fundamentales que el miedo a una reversión “arbitraria” de política.

**Gráfico 9**  
**EXPORTACIONES TRIMESTRALES**  
(millones de US\$)



Fuente: Ministerio de Economía (INDEC).

El tema principal que seguía vigente era el de la sostenibilidad del valor del producto agregado y los ingresos en términos del dólar (como el principal denominador de contratos). La cuestión dependía “fundamentalmente” de la prudencia fiscal a través de su influencia en las tasas de interés, pero sobre todo del comportamiento de las exportaciones y la producción de bienes transables en general. Un desempeño suficientemente fuerte de las exportaciones podría permitir mantener la cuenta corriente y el balance fiscal dentro de márgenes manejables a niveles de actividad y precios que (aunque probablemente más bajos que las tendencias proyectadas un tiempo antes) no causarían gran tensión en el repago de la deuda. De otro modo, había un riesgo de espiral de ajustes en el gasto privado y público (véase el punto 1 del Anexo) que, independientemente de que los precios se mostraran flexibles, podía resultar en un proceso de deflación de la deuda que pusiera eventualmente en peligro al sistema financiero y al propio sistema de convertibilidad.

Un simple ejercicio aritmético puede ilustrar la naturaleza de las disyuntivas que se abrían. Imaginando un escenario de ajuste gradual (partiendo del estado inicial de 1998), en que el producto real permaneciera estancado por cuatro años, con una deflación persistente del orden del 3% anual (es decir, cerca de 12% acumulado), el déficit en cuenta corriente no disminuiría por debajo del 3% del PBI al final del período, aun cuando la tasa de interés sobre los pasivos externos netos permaneciera en cerca del 7% (una cifra netamente inferior a la de 1998) y las exportaciones crecieran al 7% anual. Es decir, la necesidad de financiamiento externo para cubrir la brecha de la cuenta corriente se podría estimar en unos 30 mil millones de dólares en el período, suponiendo que las exportaciones mantuvieran una expansión no despreciable, aunque desacelerándose respecto de las extraordinarias tasas de incremento del período 1994-1998.<sup>13</sup> Al mismo tiempo, la caída de la

<sup>13</sup> Puede notarse que, con los mismos supuestos efectuados, un incremento de las exportaciones de 10% por año se correspondería a una anulación aproximada del déficit en cuenta corriente en un lapso de cuatro años. En estos ejercicios, las importaciones están calculadas según una función cuyas características y procedimientos de estimación se describen en Heymann y Ramos (2003). En esa función, la “elasticidad tipo real de cambio” de largo plazo de las importaciones está estimada en el orden de 0.6 (mientras que la elasticidad-producto es algo mayor a 3). Por otro lado, el déficit en la cuenta de servicios reales del balance de pagos se estima como una fracción constante del PBI en dólares. El saldo en la cuenta de servicios financieros” resulta de aplicar la tasa de interés supuesta a los pasivos externos netos, que resultan del valor inicial por acumulación de resultados de la cuenta corriente. De modo similar, los intereses sobre la deuda pública se estiman a partir del supuesto sobre la tasa de interés “media” y el monto de deuda que



recaudación de impuestos (por efecto de la deflación) hubiera presionado sobre las finanzas públicas. Postulando una apretada política de gasto, con una caída nominal de 5% por año en las erogaciones primarias del gobierno nacional, y con una tasa de interés también en 7%, la deuda pública se incrementaría en cerca de 20 mil millones de dólares en el intervalo (véase el Cuadro 1). Al parecer, hacía falta un todavía apreciable dinamismo de las exportaciones, un ajuste fiscal considerable y acceso al crédito en volúmenes significativos para mantener a la economía en el punto de partida, así como confiar en que un prolongado episodio con deflación y sin crecimiento real no creara grandes dificultades financieras.

**Cuadro 1**  
**ESCENARIO DE DEFLACIÓN GRADUAL**

(miles de millones de dólares corrientes)

Cuentas Externas							
Año	PBI en dólares	Exportac. (FOB)	Importac. (FOB)	Balanza de servicios Reales	Rentas	Cuenta Corriente	Cta. Cte. sobre PBI (%)
0 (1998)	298.9	26.4	29.5	-4.5	-7.0	-14.6	-4.9
2	281.3	30.3	29.4	-4.2	-5.2	-8.6	-3.1
4	264.7	34.6	29.2	-4.0	-6.3	-4.8	-1.8
Cuentas Fiscales							
Año	Gasto primario	Intereses	Ingresos	Deuda pública	Déficit primario sobre PBI	Déficit total sobre PBI	Deuda sobre PBI (%)
0 (1998)	73.4	8.0	74.6	123.8	-0.4	2.3	41.4
2	66.2	9.1	70.1	135.0	-1.4	1.8	48.0
4	59.8	9.7	66.0	142.8	-2.4	1.3	54.0

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía.

Pero ese sendero no estaba abierto si las exportaciones simplemente no crecían (como ocurrió de hecho en 1998-2002). Ahí, parece claro que la configuración de precios relativos no resultaba sostenible. Mucho se ha discutido sobre la mayor o menor flexibilidad de los precios (particularmente en relación con el régimen laboral), pero no es nada obvio que una gran deflación hubiera resuelto los problemas. En el papel, se puede explorar un escenario de “deflación balanceada” (que, dicho sea de paso, hubiera requerido no sólo reducciones salariales, o sea “flexibilidad laboral”, sino también “flexibilidad contractual”, en el sentido de la redefinición de abundantes contratos, en la determinación de tarifas y alquileres, por caso). Con una caída inmediata de 20% del nivel de precios internos (lo cual, a los efectos del ejercicio, se asoció con una baja del orden de 30% en los precios de los bienes no transables), y suponiendo que las exportaciones reaccionaban a un ritmo de 7% por año y los intereses sobre pasivos externos no crecían por sobre 7%, el déficit de la cuenta corriente se habría reducido a cerca de 1% del PBI hacia el cuarto año del experimento. Pero, según parece, ni siquiera una rebaja nominal de 30% del gasto primario del gobierno central (es decir, un ajuste abrupto del gasto de 24.5% del PBI a 21.5%) habría anulado el déficit del gobierno (haciendo la hipótesis que los ingresos públicos acompañarían al PBI nominal), mientras la deuda pública habría crecido de cerca de 40% el PBI a más de 50%, por efecto del salto inicial en el valor real de los pasivos (véase el Cuadro 2). Y, por cierto, el ejercicio postula que, de algún modo, manteniendo fijos los valores nominales de las deudas tras una masiva intervención sobre los niveles de precios y salarios, el sistema financiero habría absorbido sin perturbaciones y sin presionar sobre la política fiscal una caída súbita del 20% promedio en los ingresos de los deudores en una economía con la perspectiva de un estancamiento de varios años.

se actualiza en función de los déficit de cada período. En los ejercicios, la recaudación de impuestos varía (en términos nominales) proporcionalmente al PBI nominal.

**Cuadro 2**  
**ESCENARIO DE DEFLACIÓN Y AJUSTE SÚBITOS**

*(miles de millones de dólares corrientes)*

Cuentas Externas							
Año	PBI en dólares	Exportac. (FOB)	Importac. (FOB)	Balanza de servicios Reales	Rentas	Cuenta Corriente	Cta. Cte. sobre PBI %
0 (1998)	298.9	26.4	29.5	-4.5	-7.0	-14.6	-4.9
2	239.2	30.3	27.0	-3.6	-5.1	-5.4	-2.3
4	239.2	34.6	27.8	-3.6	-5.7	-2.5	-1.0
Cuentas Fiscales							
Año	Gasto primario	Intereses	Ingresos	Deuda pública	Déficit primario sobre PBI	éficit total sobre PBI	Deuda sobre PBI %
0 (1998)	73.4	8.0	74.6	123.8	-0.4	2.3	41.4
2	51.4	8.7	59.6	124.6	-3.5	0.2	52.1
4	51.4	8.7	59.6	125.5	-3.5	0.2	52.5

**Fuente:** Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía.

Para volver al escenario fáctico, aunque las condiciones prevalecientes a finales de los años noventa, de resultar persistentes, apuntaban a que el tipo real de cambio estaba por debajo de valores sostenibles, una devaluación preventiva (contra un “caso peor” de escenario de crisis) no parecía una opción concreta, dado que implicaba romper un compromiso de política altamente valioso, y enfrentar penosas decisiones sobre cómo manejar los contratos denominados en dólares. En efecto, durante la campaña presidencial de 1999, mantener la convertibilidad fue una vez más uno de los principales argumentos electorales. La opinión pública parecía demandar cambios claros en las costumbres políticas y más atención al desempleo y temas sociales, pero las sugerencias de que el régimen de tipo de cambio fijo podía ser puesto en duda causaban miedo y visible oposición.<sup>14</sup>

Las políticas fiscales (probablemente influidas por consideraciones electorales) operaron como si no hubiera necesidades urgentes de ajuste. En 1999, el gasto primario aumentó en términos absolutos (a nivel nacional y en las provincias), y creció considerablemente como fracción del PBI. Las autoridades implementaron algunas medidas expansionistas como un esquema de subsidios para estimular la compra de autos nuevos. Los ingresos fiscales declinaron: una vez más, los bajos impuestos de la seguridad social fueron un factor importante (en parte debido a reducciones en las tasas). El déficit consolidado saltó al 3% del PBI (o casi el 4% sin considerar los ingresos por privatizaciones, influidos por la venta de la petrolera YPF).

Hacia finales de 1999, el producto real y el consumo mostraron una recuperación, y se discutió la posibilidad de que la recesión hubiera terminado. Sin embargo, el déficit en la cuenta corriente indicaba que podía haber escaso margen para una recuperación sin un renovado aumento de las exportaciones, mientras que las finanzas del gobierno distaban mucho de estar balanceadas. Tanto el público en general como los operadores financieros esperaban señales del gobierno que asumiría en diciembre de 1999. “Los mercados” parecían demandar medidas fiscales que mostraran que las nuevas autoridades eran de “tipo confiable”. El público estaba preparado para apoyar cortes en gastos “superfluos” del gobierno, pero no parecía dispuesto a aceptar ajustes profundos. Todo el mundo parecía estar esperando buenas noticias sobre la economía, esto es, signos de que el crecimiento podría comenzar nuevamente.

El gobierno anticipó que los efectos de ganancias de productividad y recuperación en las condiciones internacionales permitirían que las exportaciones aumentaran de nuevo, lo que sería

<sup>14</sup> El apoyo a la convertibilidad se mantuvo muy fuerte mientras la crisis se desarrollaba. En enero del 2001, una encuesta realizada por Graciela Römer & Asociados, indicaba que el 67% de los encuestados estaba a favor del mantenimiento de la convertibilidad y que sólo el 12% estaba en contra.

compatible con un aumento moderado en el PBI. Las autoridades identificaron la situación fiscal como el principal problema inmediato.<sup>15</sup> El anuncio de política más saliente hecho en la inauguración del nuevo gobierno fue un paquete que aumentaba una variedad de impuestos, sobre todo el impuesto al ingreso.

Los mercados financieros reaccionaron con calma a estos anuncios, aunque analistas influyentes criticaron lo que veían como un énfasis insuficiente en la reducción de gastos. Para el público, el aumento de impuestos pareció representar el preludio de tiempos aún más difíciles, quizás no sólo por sus impactos directos, sino porque podía indicar que la situación de la economía era “peor que la esperada”. Sin perder aún la confianza en el sistema financiero (los depósitos aumentaron, y los bancos ofrecieron préstamos activamente, especialmente hipotecas), parecía que la gente estaba revisando hacia abajo sus expectativas de ingreso. De hecho, la demanda interna declinó nuevamente en los primeros meses de 2000, lo que afectó a la recaudación impositiva. Las autoridades reaccionaron anunciando recortes del gasto, incluyendo cortes en los salarios más altos del gobierno nacional. Las expectativas privadas parecieron volverse más y más sensibles a las noticias de corto plazo, las variaciones del “humor del mercado” se marcaban en las oscilaciones en los *spreads* de riesgo país.

A medida que pasaba el tiempo sin signos de recuperación, las previsiones eran revisadas hacia abajo y los planes revisados consecuentemente. Con ingresos impositivos estancados, la restricción de financiamiento del gobierno se volvió más estrecha, y las presiones para ajustes fiscales adicionales se fortalecieron. Pero además del efecto directo sobre el gasto agregado, nuevas medidas de ajuste fiscal en esas condiciones podían interpretarse de manera pesimista, con efectos secundarios en los ingresos. La demanda agregada (y la base impositiva) dependían también de la disponibilidad de fondos para financiar la cuenta corriente, y por consiguiente, del desempeño esperado de las exportaciones. En este contexto, la robustez del sistema de convertibilidad era crecientemente cuestionada y, especialmente en círculos internacionales, el tipo de cambio fijo empezó a mirarse con ojos menos aprobatorios que en el pasado (particularmente dado que los analistas interpretaban la reciente experiencia de Brasil como una indicación de que la devaluación y posterior flotación no necesariamente era traumática).

Al mismo tiempo, la escena política mostraba complicaciones crecientes. En octubre de 2000, el Vicepresidente renunció (criticando al gobierno por no tomar acciones suficientes con respecto a las denuncias de coimas a los senadores para votar una ley de reforma laboral). Esa renuncia, y sus motivos, debilitaron claramente a la coalición gobernante, especialmente cuando la falta de mejoría en las condiciones sociales y económicas estaba también erosionando el apoyo de las políticas en curso. Este fue un shock importante para las expectativas.

En la última parte del año los índices de riesgo país se incrementaron sustancialmente, y las perspectivas de refinanciación de la deuda pública aparecían como problemáticas. En este punto, el gobierno negoció un paquete de préstamos (popularmente conocido como el “blindaje”) del FMI y otros organismos multilaterales. Claramente, el paquete implicaba una apuesta a un número de condiciones: que el anuncio del acuerdo iba a producir un efecto suficiente e inmediato sobre las tasas de interés, que la economía mostraría signos de recuperación sin brechas de cuenta corriente demasiado grandes, y que las políticas fiscales generarían un creciente superávit primario, todo de tal manera que los problemas que la economía estaba sufriendo se convertirían en dificultades financieras transitorias. O los agentes identificaban un “escenario de recuperación” concreto, o habría problemas más profundos en el futuro. Con el paso del tiempo, la carga de la prueba se había invertido de tal manera que (en contraste con lo que se había observado no mucho tiempo atrás)

---

<sup>15</sup> “La...deuda pública se ha elevado a cerca de 45.7% del PBI en 1999. Aunque este nivel no es particularmente alto en comparación con otras economías emergentes, el rápido incremento en años recientes es motivo de preocupación. Aun más preocupante era la perspectiva para 2000. Aun aceptando que el PBI nominal crecería cerca de 5%, el déficit del gobierno nacional excedería ...3% del PBI, una cifra totalmente inaceptable...” (Ministerio de Economía, Informe Anual, 1999, p.7).

ahora la posibilidad de que la economía argentina “todavía pudiera funcionar” era un caso que había que demostrar y estaba bajo serios cuestionamientos. En efecto, no había argumentos fuertes para sostener que ocurriría una recuperación sustentable con alta probabilidad, especialmente cuando los movimientos en las monedas de los principales socios todavía iban en la dirección de apreciar el peso. Sin embargo, era también menos que obvio que definitivamente “nada podía hacerse” (o “nada podía pasar”) para evitar un enorme colapso y eventos irreversibles como un default, el abandono de la convertibilidad, o una dolarización forzada. Motivos de preferencia por flexibilidad parecen haber llevado al gobierno a tratar de evitar la posible precipitación de tales hechos. La incertidumbre acerca de los efectos de grandes cambios de la política también podían ser un factor en la dirección de la inacción (distintos diagnósticos pueden cancelarse mutuamente, véase Heymann, 1990). Pero, sobre todo, no existía ni internamente ni en el exterior un plan completo que pudiera abordar los problemas de manejar concretamente un escenario en que se abría la perspectiva de insolvencia fiscal y/o externa. La falta de una “alternativa de salida” específica fue una característica de los últimos meses de la convertibilidad.

El anuncio del paquete de crédito ayudó a aliviar las condiciones financieras por un tiempo en los primeros meses de 2001. Sin embargo, la actividad real no se recuperó, y el desempeño fiscal se desvió de las metas del programa del FMI. Después de la renuncia del Ministro de Economía José Luis Machinea, un nuevo equipo económico (encabezado por Ricardo López Murphy) propuso un programa de recortes en el gasto público, que incluía la reducción de las transferencias a las provincias y a las universidades. El plan recibió apoyo del FMI y de los grupos económicos, pero se enfrentó a una fuerte oposición en la mayor parte del sistema político (incluyendo miembros del gabinete que renunciaron y una importante fracción de la coalición de gobierno), y fue recibido con marcado escepticismo por el público.<sup>16</sup> Las medidas tuvieron contenidos impopulares y, aún cuando eran interpretadas como una indicación de que la situación económica era muy seria, esa percepción no era probablemente lo suficientemente fuerte (y las mejoras que las medidas podían generar no suficientemente claras) para generar suficiente aceptación como “la única alternativa posible”. O bien por la resistencia política al ajuste fiscal, o bien por las expectativas negativas sobre la economía, los índices de riesgo país aumentaron mientras el programa estaba bajo discusión. Los depósitos cayeron notablemente en marzo de 2001: un signo particularmente amenazador, dado que creó un nuevo y fuerte factor de perturbación, en el que hasta ese momento había sido el “punto fuerte” en una economía muy debilitada en la mayoría de los otros flancos.

Finalmente, el plan de ajuste fue abandonado y el Ministro López Murphy renunció después de un muy corto tiempo de ejercer el cargo. Esto trajo de vuelta al arquitecto original de la convertibilidad, Domingo Cavallo. Después de obtener poderes de emergencia por parte del Congreso, las nuevas autoridades económicas iniciaron políticas fiscales y monetario-financieras activas, con la intención de inducir rápidamente una recuperación. El drenaje de depósitos de los bancos se detuvo por un tiempo. Sin embargo, serios dilemas y dificultades emergieron poco tiempo después.

El gobierno generó una pequeña depreciación de la moneda para transacciones comerciales atando el tipo de cambio para esas transacciones a una canasta de euros y dólares (como paso preliminar al establecimiento de una “convertibilidad ampliada” que se pondría en funcionamiento para todo propósito cuando las dos monedas internacionales hubieran alcanzado una paridad una con la otra). Esta medida (y los desacuerdos sobre el manejo de los requerimientos de liquidez de los bancos) causó un conflicto con el presidente del Banco Central (quien había estimulado las propuestas de dolarización), después del cual éste fue obligado a renunciar. El episodio generó una respuesta negativa en los círculos financieros. Además, contrariamente al propósito de las

---

<sup>16</sup> Dos encuestas realizadas por un periódico (Clarín, marzo 16 y 17 del 2001) dieron los siguientes resultados: ¿Cuáles son sus expectativas sobre el futuro del programa económico?: Buenas (25.8%), Moderadas (16.8%), malas (57.6%). ¿Cree que el ajuste inducirá al crecimiento económico? Si (30%), No (70%).

autoridades, la introducción de la canasta de euros y dólares fue interpretada por el público como una señal de futuros movimientos para terminar con la convertibilidad.

El financiamiento del gobierno fue complicándose progresivamente. Con un acceso restringido a los mercados internacionales, más deuda era colocada internamente, en su mayor parte a bancos y fondos de pensión. El incremento persistente en los índices de riesgo país (hasta alrededor de 1200 puntos a fines de abril) indicó que los tenedores de bonos le estaban asignando una probabilidad sustancial al no pago, y que la refinanciación de la deuda era problemática. El gobierno decidió realizar un “megacanje”, intercambiando títulos de más pronta maduración por bonos a largo plazo. Esto tenía como objetivo alejar los riesgos de una crisis de liquidez, pero las nuevas emisiones validaron muy altas tasas de interés, que cuestionaron de manera frontal la solvencia.<sup>17</sup> Los índices de riesgo país no cayeron mucho y aumentaron explosivamente en julio hasta alrededor de 1600 puntos. Mientras tanto, los depósitos bancarios estaban una vez más declinando rápidamente. En este punto, las expectativas pesimistas se habían transformado en una actitud generalizada de correr a cubrirse. La huída de capitales privados estaba alcanzando proporciones tan altas que, aún recurriendo fuertemente al uso de financiamiento multilateral, las reservas internacionales cayeron considerablemente. La actividad real estaba ahora cayendo precipitadamente, la recaudación impositiva era mucho más baja que un año antes, y las fuentes de financiamiento para el sector público se cerraron.

La reacción de las autoridades fue anunciar una política de “déficit cero”, poniendo el énfasis en el manejo de caja del gobierno, de manera de hacer que los pagos mensuales fueran de igual magnitud que los ingresos mensuales. Como parte de esta política, el Congreso votó, después de mucho debate pero muy rápidamente, un recorte del 13% en los salarios públicos y en las jubilaciones superiores a los \$ 500 (dólares en ese momento) por mes. Es decir, en una situación de gran deterioro económico, el gobierno tomó decisiones de gran dureza, y que por cierto no indicaban una actitud contemplativa en materia fiscal. Sin embargo, más allá de las señales sobre las intenciones y los criterios de las autoridades, la disposición a gastar y mantener activos en el país estaba seriamente dañada. En esas circunstancias, el gobierno recurrió al FMI en busca de ayuda urgente.

Para ese entonces, las “D de la Argentina” (depresión, devaluación, default, dolarización, medidas sobre los depósitos bancarios...) eran objeto de mucha discusión pública (véase por ejemplo Eichengreen, 2001). El gobierno argentino era urgido a implementar políticas “sustentables”. El significado exacto de dicho término no era explicitado, aunque parecía incluir una devaluación y/o default sobre la deuda pública. Sin embargo, esas afirmaciones y opiniones estaban lejos de especificar un diseño de política preciso. El ingreso que la economía podía generar había sido menor que lo esperado y una gran variedad de contratos estaban basados en las expectativas que ahora parecían estar muy lejos de ser validadas. Los problemas se reforzaban uno a otro (y tenían que ser abordados de manera simultánea: “uno a la vez” no funcionaría). La perspectiva de default sobre la deuda pública generaba un “miedo fundamental” de los depositantes (dado que los bancos tenían grandes tenencias de bonos); la corrida contra los depósitos ponía a la convertibilidad bajo un inminente peligro, la devaluación probablemente causaría un colapso del sistema financiero y el agravamiento del problema de la deuda del gobierno y de muchas firmas, la perspectiva de tal catástrofe prolongaba la caída vertical en la actividad real, de tal manera que los ingresos del gobierno eran más y más bajos cada vez.

La economía estaba en un estado en el que las bancarrotas generalizadas parecían muy probables: encontrar la respuesta de “mínimo costo” hubiera requerido una capacidad extraordinaria de diseño de política y un igualmente extraordinario grado de coordinación y compromiso de grandes conjuntos de agentes (prestamistas y prestatarios, contribuyentes, jubilados

<sup>17</sup> Ver la interpretación de Mussa (2002, p. 67): “...un acto desesperado de un deudor que puede prometer casi cualquier cosa en el largo plazo para obtener un modesto alivio a corto plazo”.

y trabajadores del sector público, empresas privatizadas, bancos, empresas, autoridades gubernamentales de diferentes jurisdicciones, instituciones internacionales) muchos de los cuales tenían fuertes sentimientos acerca de sus derechos y sobre las culpas de otros. La solución aparecía más allá de la capacidad de los economistas de diferente orientación, de los políticos y agencias internacionales, y ciertamente mucho más allá de las capacidades institucionales y políticas del país.

Finalmente, el FMI otorgó un préstamo de emergencia, pero lo hizo con una evidente falta de entusiasmo, y sin ofrecer ideas precisas, al margen de exhortaciones a la buena conducta y a la búsqueda de sostenibilidad. La falta de nociones claras en el sistema internacional sobre cómo tratar un problema como el argentino (y que, sea dicho, no puede reducirse simplemente a fallas del algún “carácter nacional”, ausentes en otros lados) fue bastante evidente a lo largo de la crisis, antes y después del final de la convertibilidad.

En todo caso, el acuerdo con el FMI no generó mucho alivio. Parecía como si el sistema estuviera sobredeterminado, y las inconsistencias emergían una atrás de la otra en rápida sucesión. Las autoridades anunciaron su intención de reestructurar la deuda pública. Mientras el gasto público estaba cayendo, la rápida caída de la recaudación condujo al gobierno a utilizar medios de financiamiento no ortodoxos como la emisión de “dineros de emergencia” por parte de las autoridades provinciales. La emisión de estos instrumentos fue otro motivo para el drenaje de depósitos y la pérdida de reservas. Finalmente, enfrentado con una corrida frenética, el gobierno decidió aplicar restricciones al retiro de depósitos e introducir controles de cambio. Esto significó suspender de facto la convertibilidad; después de algunas semanas (y diversos cambios de Presidente) ésta fue formalmente abandonada. La convertibilidad, se sabía, tenía grandes costos de salida; en efecto, se verificó que estos fueron extremadamente altos.

## VI. Reflexiones finales

---

Durante los años ochenta, la inestabilidad de la economía argentina fue tal que los agentes eran reacios a tomar compromisos que se extendieran más allá de muy cortos períodos de tiempo. El menú de instrumentos financieros era muy pobre, y se realizaba muy poca inversión que no tuviera algún tipo de subsidio. En esas circunstancias, la economía se estancó. La experiencia condujo a un reconocimiento general de los costos que habían infligido a la economía la alta inflación y la falta de un marco que permitiera formular contratos y tomar decisiones de inversión. La convertibilidad trató de proveer ese marco restringiendo a la política monetaria, y validando el uso generalizado del dólar como el estándar de denominación de las transacciones internas de crédito. Existía la visión generalizada de que tales medidas eran necesarias para estimular el surgimiento de mercados de crédito, y esto a su vez, haría posible aprovechar grandes posibilidades de crecimiento que habían quedado sin explotar en un entorno macroeconómico desfavorable. Al mismo tiempo se instrumentaron un gran conjunto de reformas económicas siguiendo a grandes rasgos lo que en ese momento era un amplio consenso internacional sobre el tipo de políticas que promovían el crecimiento.

La convertibilidad fue un elemento central en un intento de cambiar la tendencia de la economía, y que en algún momento generó en el público la percepción de que ello bien podía ocurrir.<sup>18</sup> El arreglo

---

<sup>18</sup> Algunos comentaristas han indicado que se trató de “oportunidades perdidas” (Servén 2003), o de “ilusiones” (Terra, 2003) y que, por lo tanto, un fuerte crecimiento “no debía” incorporarse a las expectativas. Esas afirmaciones, realizadas después de la crisis, ignoran que, en los hechos, los agentes actuaron como si confiaran en la permanencia de ingresos medios netamente más altos que en el pasado. Por otro lado, es claro que si hubiera valido la perfecta previsión (retrospectiva), simplemente la crisis no habría ocurrido y, por lo tanto, no quedaría fenómeno para explicar.

monetario fue la base de un elaborado sistema de contratos. La “densidad contractual” (que claramente significó un quiebre con el pasado en una economía en la que, por ejemplo, los préstamos hipotecarios habían sido una rareza durante décadas) aumentó las oportunidades de consumo e inversión de un gran número de agentes, y contribuyó al crecimiento de la actividad económica. Esto generó expectativas de mayores mejoras en el ingreso real. Al mismo tiempo, los contratos fueron de hecho (aunque no explícitamente) contingentes a la realización de un buen desempeño de la economía, que sostendría las expectativas de que los ingresos en dólares podían ubicarse en niveles históricamente altos. Las promesas aparentemente incondicionales eran vulnerables si resultaba que los ingresos sostenibles eran mucho más bajos que lo predicho, ya fuera porque inicialmente las percepciones habían sido exageradas, o porque en el ínterin se producían shocks. Los contratos no contenían una cláusula de escape contra tal eventualidad (Hausmann y Velasco, 2002, Perry y Servén, 2002). Los agentes (públicos y privados) se mostraron dispuestos a tomar esos riesgos (independientemente de que los percibieran como tales o no) al concertar un creciente volumen de contratos en dólares. A su vez, ello operó como un efecto de *lock-in* para la convertibilidad, al incrementar visiblemente los costos de salida.

Con el tiempo, el gobierno se volvió más y más comprometido, de diversas maneras, con el tipo de cambio fijo. Dado que no se desarrollaron mecanismos alternativos para ganar credibilidad, la estricta adherencia a la regla monetaria existente se identificó con estabilidad y previsibilidad. A través de la emisión de bonos denominados en dólares, el gobierno hizo que su solvencia fuera dependiente del mantenimiento del tipo de cambio. Como regulador, el gobierno había fijado legalmente en dólares los precios de las empresas privatizadas, un compromiso que difícilmente podría cumplirse si el tipo de cambio real subía de manera significativa. El sector privado había acumulado grandes deudas y activos en dólares, y era claro que una salida del status quo de “un peso-un dólar” generaría una perturbación de consecuencias impredecibles (pero ciertamente muy fuertes). El conjunto de promesas parecía tal que o bien se cumplían todas juntas o bien se rompían todas juntas. Para poder mantenerlas, el sector público tenía que ser intertemporalmente solvente (y percibido como tal hasta que fuera eventualmente capaz de reducir su deuda). Pero esto requería un “balance externo” (o sea, cumplir la restricción agregada de presupuesto de la economía) a tipos de cambio real que no perturbaran el repago de las deudas.

Esta condición descartaba la devaluación y una gran deflación (que también pondría en dudas el servicio de las deudas). Evitar estos resultados era posible sólo si el tipo de cambio de “equilibrio” no estaba demasiado lejos de sus valores corrientes. En consecuencia, la tendencia de crecimiento de las exportaciones tenía que ser lo suficientemente alta (y, de nuevo, percibida como tal) para sostener a la demanda interna agregada sin caer en una restricción de financiamiento externo. De otro modo, si se requería una caída considerable del gasto agregado, el ajuste fiscal se chocaría con una merma en la recaudación (en términos del denominador de contratos) y probablemente contribuiría a una espiral deflacionaria amplificada a través de efectos financieros. El cumplimiento de los contratos dependía del comportamiento de las políticas fiscales pero, en última instancia, requería que las condiciones internacionales y la fuerza real de los efectos de productividad e inversión en la capacidad productiva de los bienes transables, se correspondieran con la evolución de la economía implícita en las expectativas sostenidas por los agentes cuando habían decidido prestar o pedir prestado.

Hacia el final, resultó claro que la apuesta al rápido crecimiento no fue exitosa; mientras los niveles de ingreso se volvieron insostenibles, grandes grupos de deudores (obviamente el gobierno entre ellos) fueron vistos como incapaces de cumplir con sus obligaciones. Probablemente había formas de manejar la crisis de manera que tuviera resultados menos traumáticos que los observados; pero es difícil ver cómo esas alternativas podrían haber evitado una revisión generalizada de los contratos, con todos los conflictos asociados, incertidumbres legales y costos de negociación y pérdida de reputación.



Finalmente, la defraudación de las expectativas fue de una intensidad dramática. Condujo a niveles de pobreza nunca vistos en el país, a profundas incertidumbres económicas en el medio de una enorme depresión (donde las transacciones de crédito se detuvieron prácticamente todas juntas y el status legal de los depósitos bancarios reprogramados/pesificados y de los préstamos estaría indefinido durante meses de litigios) y el sistema político había sido desacreditado. En estas condiciones, la actividad real cayó y el tipo real de cambio se elevó de una manera tal que el valor en dólares (constante) del PBI per cápita cayó a sus niveles más bajos en décadas. Como un legado de los años de estabilidad de precios (y como consecuencia del deprimido gasto doméstico) la demanda de moneda local para las transacciones cotidianas y su uso como denominador de precios probó ser notablemente resistente, incluso cuando el tipo de cambio nominal se multiplicó aproximadamente por cuatro. Al mismo tiempo, aunque en lo inmediato las exportaciones no crecieron, la economía se ajustó como para generar un enorme superávit en la cuenta corriente (por cierto, contrapartida de una rápida fuga de capitales).

Con visión retrospectiva, parece claro que un resultado como la crisis argentina ciertamente debería haber sido evitado. Pero “comprar seguro” contra tal colapso puede ser costoso en términos del desempeño económico en los “buenos” estados del mundo: en el caso particular de la Argentina, parecía que la recuperación post hiperinflación hubiera sido mucho más débil sin el ancla que proveyó la convertibilidad y el uso del dólar como denominador de activos financieros. En particular, un sistema monetario sin una atadura estricta al dólar, hubiera implicado tasas de interés mucho más altas y una inversión más baja. Tratar de aplicar la convertibilidad con alguna forma de “seguro” fiscal resultaba difícil, ya que hubiera requerido que el gobierno fuera “contra la corriente”, por ejemplo desalentando el consumo si se veía que el aumento en la demanda agregada ocurría “demasiado rápido”. Sin embargo, aun reconociendo esos problemas, la experiencia argentina indica a las claras cómo un sistema que toma pocos recaudos contra eventos desfavorables puede terminar revirtiendo las ganancias que en algún momento se podría haber pensado que eran permanentes.

Una conclusión posible es que, especialmente en una economía en transición, los riesgos a ser contemplados incluyen aquéllos derivados de la “incertidumbre acerca del modelo”<sup>19</sup>: las políticas que siguen aquello que en el momento se considera la “buena práctica” no son garantías de éxito. En el caso argentino, podría haber ocurrido que la combinación de estabilización y reformas resultara en alto crecimiento; pero no existía un conocimiento firme para tomar el resultado como una conclusión inmediata, y aún menos para hacer posible una “estimación puntual” precisa del probable incremento en el ingreso. Incorporar este tipo de incertidumbre genera sutiles preguntas analíticas (véase Hansen y Sargent, 2001) y, en la práctica, requeriría hacedores de política con suficiente perspectiva temporal y autocontrol que les permitiera considerar (más o menos explícitamente) la falibilidad de su modelo “preferido”. Hacer políticas en transición no puede sino tener un importante elemento de juicio (incluso en los países desarrollados, la frontera entre el “optimismo bien fundado” y la “exuberancia irracional” puede ser difícil de identificar a veces). Esta es una razón importante que hace a la flexibilidad en la política especialmente valiosa en esas condiciones, aún después de reconocer las disyuntivas cuando hay grandes problemas de credibilidad.<sup>20</sup> Una economía en donde las condiciones futuras son muy inciertas y donde al mismo tiempo se desconfía mucho de la discrecionalidad del gobierno tendrá dificultades para establecer un marco apropiado de política. Sin embargo, es improbable que las “soluciones de esquina” sean la respuesta correcta. Si el descuento temporal no es demasiado grande, la inversión en reputación puede sustituir beneficiosamente a las restricciones estrictas.

<sup>19</sup> Esto también es cierto para los países desarrollados. Blinder (2000) señala que la principal dificultad que encontró en la Reserva Federal para conducir la política monetaria fue la incertidumbre respecto al modelo: “En la práctica, no conocemos el modelo pero hay que estimarlo económicamente. Pero dado que los economistas no están de acuerdo con cuál es el modelo “correcto”, ni con cuales son las técnicas econométricas apropiadas, surge un problema no trivial”.

<sup>20</sup> Aunque vale la pena recordar una vez más el argumento de Drazen y Masson (1994): credibilidad requiere factibilidad.

Estos aspectos relacionados al manejo de la incertidumbre se conectan con uno de los temas más importantes que mostró la experiencia argentina: la correspondencia entre las características de los contratos (incluyendo las promesas de política institucionalmente sustentadas) y la naturaleza de las contingencias a las que la economía puede estar sujeta. Es evidente que un shock que puede ser manejado por un conjunto de contratos (a través de una cláusula de escape implícita o explícita) puede causar el colapso de otros (y el caso argentino sugiere que puede ser difícil esperar que una renegociación masiva de contratos que han sido incumplidos ocurra con pocas fricciones). En el caso específico de la Argentina, se percibió que la economía “realmente no podía” mantener ingresos en dólares más o menos estables. La pregunta de por qué los agentes querían hacer contratos sujetos a grandes shocks (y si ellos reconocen los riesgos asociados a los diferentes tipos de contratos) es una que no estamos preparados para discutir aquí. Pero, con seguridad, establecer un arreglo tal que los acuerdos entre partes no sean modificados por intervenciones “arbitrarias” de política y tal que, al mismo tiempo, los agentes no sean inducidos a tomar “riesgos innecesarios” (tratando de evitar esas intervenciones) es un crucial desafío de política. Otro de los grandes desafíos que la economía argentina (y sus hacedores de política) enfrentará será reconstituir gradualmente un sistema de crédito en el que las contingencias macroeconómicas “típicas” (tales como los movimientos en el tipo de cambio real) no causen el riesgo de un colapso. El problema del diseño contractual también parece relevante para la renegociación de la deuda pública de una economía cuyo futuro está sujeto a un alto grado de incertidumbre.

## Bibliografía

---

- Barandiarán, Edgardo, 1988. “La gran recesión de 1982” en F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel, *Del auge a la crisis de 1982. Ensayos sobre liberalización financiera en Chile*. Washington: Interamerican Institute of Capital Markets e ILADES/Georgetown.
- Blinder, Alan, 2000. *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press.
- Cetrángolo, Oscar. y Juan Pablo Jiménez, 2002: “Finanzas públicas en la convertibilidad”, Mimeo, CEPAL Buenos Aires
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, 2002. “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, Mimeo, BID.
- Calvo, Guillermo y Carlos Vegh, 1993. “Exchange-Rate-Based Stabilization under Imperfect Credibility”, en Frisch, Helmut and Worgotter (eds.), *Open Economy Macroeconomics*, Macmillan.
- Cukierman, Alex y Mariano Tommasi (1998) “Credibility of Policymakers and Economic Reforms”, en F. Sturzenegger y M. Tommasi (comps.) *The Political Economy of Economic Reforms*, MIT Press, Cambridge Massachusetts.
- Drazen, Allan y Paul Masson, 1994. “Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, 735-54.
- Drazen, Allan, 2000. *Political Economy in Macroeconomics*, Princeton University Press.
- Dixit, Avinash y Robert Pindyck, 1994. *Investment Under Uncertainty*, Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry, 2001. “Argentina after the IMF”, Mimeo.
- Fanelli, José y Daniel Heymann, 2002. “Dilemas monetarios en la Argentina”, *Desarrollo Económico*, 165, 3-24.
- Flood, Robert y Paul Isard, 1989. “Monetary Policy Strategies”, *IMF Staff Papers*, 36, 612-32
- Ganapolsky, Eduardo y Sergio Schmukler, 1998. “Crisis management in Argentina during the 1994-1995 Mexican crisis. How did markets react?” Policy Research Working Paper 1951, Banco Mundial.

- Guidotti, Pablo y Carlos Vegh, 1999. "Loosing Credibility: The Stabilization Blues", *International Economic Review*, 40, 23-51.
- Hansen, Lars y Thomas Sargent, 2001. "Acknowledging Misspecification in Macroeconomic Theory", Mimeo.
- Hausmann, Ricardo y Ugo Panizza, 2002. "The Mystery of Original Sin: The Case of the Missing Apple", Mimeo.
- Hausmann, Ricardo y Andrés Velasco, 2002. "Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis", Mimeo, Harvard University.
- Heymann, Daniel, 1984. "Precios relativos, riqueza y producción", *Ensayos Económicos*, Marzo, 53-90
- Heymann, Daniel, 1990. "Decisiones con conocimiento limitado", *Revista de Economía*, 1, 23-37.
- Heymann, Daniel, 1994. "Sobre la interpretación de la cuenta corriente", *Desarrollo Económico*, 135, 323-343.
- Heymann, Daniel y Pablo Sanguinetti, 1998. "Business Cycles from Misperceived Trends", *Economic Notes*, 2, 205-232
- Heymann, Daniel y Pablo Sanguinetti, 2000. "Pseudo equilibrios de expectativas: algunos ejemplos macroeconómicos", *Económica (La Plata)*, 46, 23-36.
- Heymann, Daniel y Adrián Ramos (2003): "La sustentabilidad macroeconómica de mediano plazo", Mimeo, CEPAL Buenos Aires.
- Iaryczower, Matías, Pablo Spiller y Mariano Tommasi (2002) "Judicial Decision-Making in Unstable Environments: The Argentine Supreme Court, 1936-1998." *American Journal of Political Science*, 46(4), octubre, 699-716.
- Krasker, William, 1980. "The 'Peso Problem' in Testing the Efficiency of Foreign Exchange Markets", *Journal of Monetary Economics*, 6, 269-76.
- Kydland, Finn y Carlos Zarazaga, 2002. "Argentina's recovery and excess capital shallowing of the 1990's", Mimeo, Carnegie Mellon.
- Lora, Eduardo y Felipe Barrera, 1997. "Una década de reformas estructurales en América Latina: El crecimiento, la productividad y la inversión ya no son como antes", Research Department Working Paper N. 350, BID.
- Lora, Eduardo y Ugo Panizza, 2001. "Structural Reforms in Latin America Under Scrutiny", Mimeo, BID.
- Ramos, Adrian y Ricardo Martínez, 2000. "El comportamiento de la inversión", en D. Heymann y B. Kosacoff, eds., *La Argentina de los noventa: Desempeño económico en un contexto de reformas*. Buenos Aires, CEPAL-Eudeba, 2000
- Ministerio de Economía: Informe Económico, varios números.
- Ministerio de Economía (1993): *Argentina en Crecimiento 1993-1995*.
- Ministerio de Economía (1995): *Argentina en Crecimiento 1995-1999*.
- Mussa, Michael. 2002. *Argentina and the IMF, From Triumph to Tragedy*.
- Perry, Guillermo y Luis Servén, 2002. "The anatomy of a multiple crisis: why was Argentina special and what can we learn from it", Mimeo, Banco Mundial.
- Servén, Luis, 2003. "Comment on Galiani, Heymann and Tommasi" *Economía: Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, primavera, pp. 148-154.
- Spiller, Pablo y Mariano Tommasi, 2003a. "The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 19, N° 2, Otoño.
- Spiller, Pablo y Mariano Tommasi, 2003b. *The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina*. Manuscrito de futura aparición en Cambridge University Press.
- Starr, Pamela, 1999. "Capital Flows, Fixed Exchange Rates, and Political Survival: Mexico and Argentina, 1994-1995", en P. Oxhorn y P. Starr (eds.), *Markets and Democracy in Latin America. Conflict or Convergence?* Lynne Rienner Publishers.
- Terra, María Cristina, 2003. "Comment on Galiani, Heymann and Tommasi" *Economía: Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, primavera, pp. 154-157.
- Tommasi, Mariano, 2002. "Fiscal Federalism in Argentina and the Reforms of the 1990's." Mimeo, Center for Research on Economic Development and Policy Reform, Stanford University.
- Tommasi, Mariano y Andrés Velasco (1996) "Where Are We in the Political Economy of Economy of Reform?", *Journal of Policy Reform*, Vol. 1.

## **Anexo**

---



## 1. Marco Macroeconómico

### a) Modelo simple de economía abierta: notas recordatorias

Se considera un modelo básico de agente representativo, en una economía con dotaciones exógenas de bienes transables (T) y no transables (N). La economía participa en el mercado internacional de crédito, donde la tasa de interés es conocida y (se supone por simplicidad) resulta igual a la tasa de preferencia temporal del consumidor representativo del país. Se supone que las preferencias sobre los bienes  $T$  y  $N$  son tales que el consumidor asigna una proporción constante del gasto al consumo de cada bien,  $\gamma$  y  $1-\gamma$ , respectivamente. (El parámetro  $\gamma$  se relaciona al grado de apertura de la economía, definido como la participación del sector T en el producto total). El valor del consumo en términos de bienes transables es igual al retorno de la riqueza percibida en términos de dichos bienes. Se asume que el gasto primario del gobierno se destina al consumo de bienes no transables. También se postula que las condiciones de la equivalencia ricardiana se cumplen.

Sean  $Y_{Tk}$ ,  $Y_{Nk}$  el producto de bienes  $T$ ,  $N$  en el período  $k$ ;  $C_{Tk}$ ,  $C_{Nk}$  los volúmenes de consumo de dichos bienes,  $G_{Nk}$  el gasto del gobierno,  $p_{Nk}$  el precio del bien  $N$  (con  $T$  como numerario),  $A_0$  los activos financieros en poder del agente representativo al comienzo del período  $0$ , y  $B_0$  el nivel de deuda pública en el mismo momento. Entonces, la riqueza privada es igual a:

$$W_0 = A_0 - B_0 + \sum_{k=0}^{\infty} \frac{Y_{Tk}}{(1+r)^k} + \sum_{k=0}^{\infty} \frac{p_{Nk}(Y_{Nk} - G_{Nk})}{(1+r)^k} \quad (1)$$

En equilibrio, el componente no transable de la riqueza es determinado endógenamente por las decisiones de gasto de los consumidores, y puede escribirse en función de la riqueza, ya que:

$$p_{Nk}(Y_{Nk} - G_{Nk}) = p_{Nk}C_{Nk} = (1-\gamma)\frac{r}{1+r}W_0 \quad (2)$$

Por lo tanto, si se incorporan estas condiciones en las expectativas, la riqueza percibida (y efectiva) vendría dada por:

$$W_0 = \frac{1}{\gamma} \left( A_0 - B_0 + \sum_{k=0}^{\infty} \frac{Y_{Tk}}{(1+r)^k} \right) = \frac{1}{\gamma} W_{0T} \quad (3)$$

Esto implica que el consumo de bienes transables y el valor del consumo de bienes no transables son proporcionales al “componente transable” de la riqueza percibida dada por el nivel neto de activos extranjeros y el valor presente del flujo de producción de bienes transables. En este marco básico, surgen las siguientes implicaciones:

- i) La secuencia “sostenible” de gasto no puede ser determinada sin referencia a la futura evolución de la producción y de los ingresos. La información pasada no es suficiente para poder establecer si los déficit de la cuenta corriente son “muy grandes” o “muy pequeños”, o para determinar si el tipo de cambio real se encuentra subvaluado o sobre apreciado.

- ii) La previsión de un incremento en la producción futura de bienes transables induce un aumento en el consumo de esos bienes (con reducción del balance comercial), y en el precio de los bienes no transables en proporción al incremento de la riqueza en términos de bienes transables, independientemente de la futura evolución de la producción de bienes no transables.
- iii) De manera similar, una disminución en la disponibilidad de bienes transables (por ejemplo, por una exigencia de transferir recursos al exterior para servir deudas pasadas) reduce la demanda agregada en proporción a su magnitud relativa al producto de transables. En particular, para un valor dado en el ratio transferencia/PBI, la apreciación real será mayor cuanto más cerrada sea la economía (menor sea  $\gamma$ ) (Perry y Servén, 2002).
- iv) Un incremento en la riqueza en bienes transables, a través del efecto sobre los precios de equilibrio, induce un incremento en el ratio de gasto público/PBI.
- v) Un mayor volumen de gasto público (en bienes no transables) implica, *ceteris paribus*, una apreciación real (ya que la oferta de bienes para consumo privado disminuye mientras que el valor del consumo privado no cambia), pero no tiene efectos sobre el consumo de bienes transables y la balanza comercial.

### b) Ajuste sin restricciones de crédito y con ingresos impositivos proporcionales al PBI

El ejercicio consiste en estudiar el efecto que tiene un shock negativo en la oferta de bienes transables (o de manera similar, una caída en el “precio dólar” de los bienes transables), asumiendo que los ingresos del gobierno son una proporción  $\tau$  del valor del producto (en este simple esquema, el supuesto no modifica la proposición Ricardiana). El shock consiste en una caída “inesperada” y “permanente” el valor del producto de bienes transables. Por simplicidad, se considera que los niveles de  $Y_T$  eran constantes antes del shock y permanecen fijos después de este. Se asume que el gasto del gobierno ajusta en una única vez y para siempre a un nuevo valor constante y consistente con la nueva restricción presupuestaria intertemporal. Las condiciones de crédito no cambian: el acceso a financiamiento continúa irrestricto, y la tasa de interés no se modifica.

Sea  $\gamma' = \frac{\gamma}{1-\gamma}$  el ratio entre el valor de consumo privado de bienes transables y no

transables. Se puede mostrar que, dado que  $Y_N$  está fijo por hipótesis, la elasticidad de respuesta (en equilibrio) del precio de los bienes no transables respecto a la producción de transables es:

$$\frac{\hat{P}_N}{\hat{Y}_T} = \frac{\kappa (1 + \gamma' \tau)}{\gamma' (1 - \tau)} \quad (4)$$

Donde  $\kappa$  indica el ratio entre el valor de producción de bienes transables y no transables. La dependencia del volumen de gasto público con respecto al valor del producto, hace que el shock tenga un “amplificador fiscal”.

### c) Ajuste con restricciones de deuda pública y externa

Este experimento es similar al anterior, excepto que ahora se supone que el nivel de deuda pública está restringido como proporción del valor del PBI, y que la deuda externa debe mantenerse a lo sumo igual a cierta proporción de la producción de transables.<sup>21</sup> Sean  $\beta$  y  $\alpha$ , respectivamente,

<sup>21</sup> La restricción de deuda externa genera un “frenazo” (*sudden stop*) endógeno (Calvo et al., 2002). La producción de bienes transables es un indicador de la capacidad de repago de la deuda externa. En el caso de la restricción del gobierno, sería preferible representarla



los parámetros que miden estas restricciones. Se asume que previo al shock, los niveles de deuda se encontraban en el límite dado por ambas restricciones. El gasto público y el consumo de bienes transables está acotado respectivamente por:<sup>22</sup>

$$B_0 + P_{N0}G_{N0} - \tau(Y_T + P_N Y_N) = \beta(Y_T + P_N Y_N) \quad (5)$$

y

$$B_0 - A_0 + C_{T0} - Y_T = \alpha Y_T \quad (6)$$

La elasticidad de respuesta de los bienes no transables en equilibrio resulta:

$$\frac{\hat{P}_{N0}}{\hat{Y}_T} = \frac{\kappa (1 + \alpha + \gamma'(\beta + \tau))}{\gamma' (1 - \beta - \tau)} \quad (7)$$

Se ve que el “multiplicador” resultante es mayor que en el ejercicio anterior. Si los efectos de deflación de la deuda estuvieran presentes, incrementarían el impacto del shock, por la repercusión de las pérdidas patrimoniales de los deudores sobre la demanda agregada vía la contracción de la oferta de crédito.

## 2. Implementación de políticas riesgosas como mecanismo de “señalización” de oportunidades de crecimiento

Este ejemplo muy simple ilustra cómo un encargado de política, que es percibido como contando con información privada sobre las perspectivas de la economía, puede elegir una acción de política más riesgosa que la que hubiera elegido en un contexto que no generara incentivos a la “señalización”. La toma de riesgos operaría como instrumento para reforzar las percepciones optimistas del público y, de esa manera, inducir incrementos en la inversión privada, u otras acciones deseables por parte de los agentes económicos. Sea el siguiente modelo:

Hay dos jugadores, un encargado de política  $G$  y un agente privado  $A$ . La secuencia de decisiones es la siguiente: El gobierno observa una señal privada  $Pi$ , que indica la probabilidad que existe de que el estado de la naturaleza futuro sea de “alta productividad”. Hay tres posibles señales,  $i=B, M, E$  (indican probabilidad baja, media y elevada). Luego el gobierno actúa, y su acción puede adoptar tres valores, que también denotaremos  $B, M, E$ . Finalmente,  $A$  toma una decisión de inversión  $I$ , que adopta valores  $0$  o  $1$ . El proyecto es exitoso en el buen estado de la naturaleza y fracasa en el “mal” estado.

Excepto por la señal, el resto de la información es de público conocimiento. Si la señal  $Pi$  fuera totalmente confiable, la creencia a posteriori de  $G$  sería igual a la señal. Sea  $RG \in (0, 1)$  la medida de confiabilidad de la señal percibida por el gobierno (es decir,  $RG$  es la probabilidad que el gobierno le asigna a que la señal que recibió sea plenamente informativa, el complemento es la probabilidad, vista por el gobierno que esa señal sea puramente “ruidosa”, y no contenga información alguna sobre el éxito del proyecto). Entonces, la creencia posterior del gobierno (respecto de la probabilidad de éxito del proyecto) luego de observar  $Pi$  es igual a  $RG*Pi + (1-$

---

como función de los valores esperados del PBI. La distinción es relevante ya que se producirá un “sobreajuste” en el valor del gasto agregado cuando los niveles de deuda ajustan a sus restricciones. Sin embargo, la construcción simple que utilizamos en este caso alcanza para los objetivos del ejercicio propuesto.

<sup>22</sup> El ejercicio se concentra en el impacto del shock en lo inmediato, es decir en el período durante el cual el gasto ajusta a los cambios en las restricciones de deuda.

$RG)*P0$ , donde  $P0$  es la creencia original. Por otro lado,  $P0=QB*PB+QM*PM+QE*PE$  donde  $Qi$  es la probabilidad a priori de observar la señal  $i$ .

Luego de que  $G$  observa  $Pi$ , decide qué acción de política tomar. Se supone que la acción de política  $i$  constituye la óptima en un contexto sin “señalización” (es decir, cuando  $Pi$  es información pública).

Se puede interpretar que, si el gobierno elige la acción  $M$  (por ejemplo, al decidir el nivel de gasto o endeudamiento) su comportamiento incorpora un elemento de seguro ante la chance de fracaso, dado que la probabilidad del “buen” resultado implícita en la decisión no es la mayor. En el mismo sentido, elegir  $E$  hubiera implicado que el gobierno actúa “como si” no fuera conveniente tomar dicha precaución.

Por simplicidad, resumimos el proceso de decisión de  $A$  en la elección de equilibrio sobre si invertir o no. Se supone que  $A$  invertirá si y solo si su creencia posterior sobre la probabilidad de éxito del proyecto es mayor que un cierto nivel  $PU$ . Asumimos que  $PM>PU>P0$ . Es decir,  $A$  realizará el proyecto si actúa creyendo que la probabilidad de éxito es la “intermedia”,  $PM$ , pero no invertirá sobre la base de su “prior”  $P0$ .<sup>23</sup>

El pago de  $G$  es una función  $V(P,Y,I)$ , donde  $P$  es la probabilidad “posterior” percibida por  $G$ ,  $Y$  es la acción del gobierno, e  $I$  es la acción del sector privado. Asumimos que:

$$V(RG*PM+(1-RG)*P0,E,I)>V(RG*PM+(1-RG)*P0,M,0) \quad (8)$$

Esto implica que  $G$  prefiere que se realice la inversión en el proyecto, aún en el caso de tener que actuar de forma “agresiva” tomando la acción  $E$ , cuando en realidad recibió la señal intermedia  $PM$ .<sup>24</sup>

Por brevedad, en lugar de analizar completamente el juego, nos limitamos a mostrar la existencia de un equilibrio (Bayesiano Perfecto) donde se obtienen los resultados que deseamos enfatizar. En ese equilibrio, la estrategia del gobierno es adoptar la política  $B$  luego de observar la señal  $PB$ , y adoptar la política  $E$  en caso de observar  $PM$  o  $PE$ . El sector privado “responde” no invirtiendo si observa que el gobierno implementó  $B$ , e invirtiendo si observa  $E$ .

Considérese primero la elección del sector privado. Dada la estrategia del gobierno, tenemos que construir la creencia posterior de  $A$  usando la regla de Bayes, y buscar la elección óptima. Sea  $RA5(0,I)$  la confiabilidad que el agente privado le asigna a la señal recibida por el gobierno (es decir,  $RA$  es la probabilidad que el agente le asigna a que la señal que recibió el gobierno sea plenamente informativa. Cuanto mayor es  $RA$  mayor es la “confianza” que el agente tendría acerca de la capacidad predictiva del gobierno. ( $RA$  no necesita coincidir con  $RG$ ). Si el agente observa la acción  $B$ , su “creencia posterior” es  $RA*B+(1-RA)*P0$ , que es menor que  $PU$ , por ende  $I=0$ . Cuando  $A$  observa  $E$ , su “posterior” es (notar que  $A$  reconoce que  $G$  tiene incentivos a dar la señal  $H$  cuando observa  $M$ )

$$RA*[PM*QM/(QM+QE)+PE*QE/(QM+QE)]+(1-RA)*P0,$$

que para algunos valores de los parámetros (por ejemplo  $RA$  no demasiado pequeño) es mayor que  $PU$ , induciendo a invertir, o sea  $I=1$ . Suponemos que ése es el caso.

El sector privado no puede usar la regla de Bayes en caso de observar la acción  $M$ , ya que no es una acción de equilibrio en el equilibrio postulado (aunque es necesario analizar este nodo ya que

<sup>23</sup> A fortiori, el proyecto no se realiza sobre la base de  $PB$ , y sí se realiza sobre la base de  $PE$ , ya que  $PE>PM>PU>P0>PB$ .

<sup>24</sup> Notar que  $[RG*PM+(1-RG)*P0]$  es la creencia posterior del gobierno sobre la probabilidad de éxito del proyecto de inversión, luego de recibir la señal  $PM$ .

resulta necesario su análisis al momento de considerar la optimalidad de la estrategia de  $G$ ). Es natural imponer el supuesto en  $V$  tal que  $Y=B$  es la opción dominante (con o sin inversión del sector privado) si el gobierno observa  $PB$ . Entonces, si  $A$  observa la acción  $M$ , creará (con probabilidad uno) que  $G$  observó  $PM$ . En dicho caso, la “creencia posterior” de  $A$  sería  $RA*PM+(1-RA)*P0$ . Para algunos valores de  $RA$  esta probabilidad” será menor que  $PU$ , induciendo a  $I=0$ .

Para ciertos valores en los parámetros  $QM$ ,  $QH$  y  $RA$ , las dos condiciones previas se satisfacen, tal que  $Y=M$  induce a  $I=0$  e  $Y=E$  induce a  $I=1$ . Si esa es la mejor respuesta de  $A$ , la estrategia postulada de  $G$  sería óptima.

Miremos ahora las opciones del encargado de política, tomando como dada la estrategia de  $A$ . De la condición (8) se tiene que  $G$  elige  $E$  cuando observa  $PM$ , si ésta es la única manera de inducir a la inversión (y, a fortiori, ejecuta  $E$  cuando observa  $PH$ ).

Resumiendo, hemos mostrado que hay un equilibrio en el cual el gobierno adopta la política subóptima que es demasiado “expansiva” (o arriesgada, si se quiere) ( $Y=E$  cuando observa  $PM$ ), con el objetivo de promover inversión en el sector privado. El incentivo refleja un “diferencial de confianza” del sector privado y del gobierno respecto de la señal que aquel último percibe: el gobierno actúa “arriesgadamente” para indicar al sector privado que ha recibido “al menos una señal intermedia”, de manera que el público crea “al menos” que la probabilidad de éxito supera el umbral. El sector privado responde realizando la inversión, aun cuando sabe que el éxito no está asegurado con una probabilidad tan alta como “deja entrever” el gobierno ( $PE$ ).

### 3. Ajustes bloqueados

El ejercicio busca representar esquemáticamente situaciones donde un ajuste fiscal puede ser bloqueado por oposición de la “opinión pública”, o bien dar lugar a una reacción negativa de los potenciales prestamistas en cuanto a su predisposición a financiar al gobierno. El argumento se basa en la observación de que “malas noticias” pueden hacer a los ajustes más aceptables para el público (por una percepción de “necesidad”), pero también reducen los incentivos a prestar. El ejercicio considera la posibilidad de que los responsables de política sean de distintos “tipos”, caracterizados por sus preferencias y por la “confianza” que inspiran a los prestamistas. El esquema es como sigue:

- i) Hay tres clases de agentes: formuladores de política ( $G$ ), un conjunto de “agentes internos” ( $A$ ) interpretados como “el público en general” y un conjunto de prestamistas-tenedores de activos ( $F$ ). El agente  $G$  puede ser de dos tipos:  $G1$  y  $G2$ . Se supone por simplicidad que el “tipo” del gobierno es públicamente observable.
- ii) Hay dos estados posibles de la naturaleza: bueno y malo. En cada momento, el público percibe (como información pública) una probabilidad  $P$  del mal estado. El agente  $G$  puede ejecutar tres acciones:  $N$ ,  $R1$ ,  $R2$  que corresponden, respectivamente a “no ajuste”, “ajuste (o recorte) de tipo 1” y “ajuste de tipo 2” (la interpretación sería que ambos tipos de ajuste difieren en el contenido de la correspondiente política fiscal). Se supone que las preferencias del tipo  $G1$  son tales que en cualquier circunstancia preferiría (y ejecutaría) la acción  $R1$  (es decir que  $G1$  no ve simplemente a  $R1$  como un “ajuste”, sino como una acción deseable por sí). El individuo  $G2$  tiene preferencias tales que si  $P < PR2$  propodría la acción  $N$ , y elegiría  $R2$  si  $P > PR2$ . Es decir, la probabilidad  $PR2$  es el umbral más allá del cual  $G2$  percibe que la situación es lo suficientemente grave como para requerir un ajuste.
- iii) Los agentes  $A$  actúan atomísticamente (o sea que no se comportan de manera estratégica en relación a  $F$ ). La posible acción de  $A$  es dicotómica: aceptar o rechazar un ajuste propuesto. Pos simplicidad, se supone que la decisión depende dolamente de la

probabilidad observada del “mal estado”,  $P$ . Por hipótesis,  $A$  prefiere el ajuste  $R2$  al ajuste  $R1$ . También por simplicidad, se postula que el umbral de  $P$  para el cual  $A$  acepta el ajuste  $R2$  es  $PR2$  (la misma probabilidad que hace que  $G2$  proponga el ajuste), y hay un valor crítico  $PR1 > PR2$  que hace al ajuste  $R1$  aceptable para  $A$ . Es decir,  $PR1$  es el umbral de probabilidad del “estado malo” más allá del cual el público “se resigna” al ajuste propuesto por  $G1$ .

- iv) El agente  $F$  puede ejecutar la acción  $F$  de financiar al gobierno, o puede negarse a hacerlo ( $NF$ ). La predisposición a dar crédito depende del tipo de formulador de política, de la acción del gobierno (si ajusta o no), y de la probabilidad del mal estado. Se supone que, si  $P < PR2$ , el prestamista elige la acción  $F$  cualquiera sea el tipo de gobierno, e independientemente de que haya ajuste o no (es decir, la probabilidad del buen estado es lo suficientemente alta para inducir oferta de crédito). El agente  $F$ , se postula, está más dispuesto a financiar al gobierno de tipo  $G1$  que al  $G2$ . Esto se representa definiendo dos umbrales,  $PF1 > PF2$  más allá de los cuales  $F$  se niega a financiar a  $G1$  y  $G2$ , respectivamente (es decir, habría estados de “no tanto pesimismo” en los cuales  $G1$  podría obtener crédito aunque  $G2$  no, y estados de tan alta probabilidad de fracaso que el crédito sería negado independientemente del tipo de gobierno).
- v) Para que  $G$  tenga éxito, su propuesta debe ser aceptada por el público y, al mismo tiempo, debe tener acceso al crédito (es decir que la política debe ser aceptable tanto para  $A$  como para  $F$ ).

Se consideran entonces los siguientes casos:

i)  $PR2 < PF2 < PF1 < PR1$ . Entonces:

- $P < PR2$ , la acción es  $N$  (lo cual resulta aceptable para  $A$ ) y el agente  $G2$  es financiado.
- $PR2 < P < PF2$ , se puede aplicar el ajuste  $R2$ .
- $P > PF2$ , el ajuste  $R2$  es bloqueado por los prestamistas, mientras que  $R1$  es bloqueado por el público

ii)  $PR2 < PF2 < PR1 < PF1$ .

- $P < PR2$ : la acción es  $N$ , y el agente  $G2$  obtiene financiamiento
- $PR2 < P < PF2$ : la acción es el ajuste  $R2$ , que puede realizarse
- $PF2 < P < PR1$ : las políticas están bloqueadas:  $P$  es demasiado alto para que  $G2$  tenga acceso al crédito, pero no lo suficientemente alto como para que el público acepte el ajuste  $R1$
- $PR1 < P < PF1$ : hay una “ventana de oportunidad” para  $G1$ , porque  $P$  está en un rango donde el ajuste es aceptado (o sea, percibido como necesario por  $A$ ) y todavía existe disponibilidad de crédito
- $P > PF1$ : hay una “crisis de financiamiento por razones reales”, aun si el ajuste  $R1$  pudiera llevarse a cabo (por ejemplo, sin acuerdo de  $A$ )

Se puede ver que hay una relación compleja entre percepciones acerca de las perspectivas de la economía, características y actitudes de los responsables de política y posibilidades de implementar políticas. El modelo esquemático sugiere que puede haber casos, por ejemplo, en que la disposición del público a aceptar algún tipo de medidas requiere una evaluación tan pesimista de las oportunidades económicas que, de por sí, llevaría a los potenciales prestamistas a retraer su oferta de crédito. Las posibilidades de “satisfacer a los mercados” y a la opinión pública simultáneamente dependerían del “tipo” de autoridades que estén en funciones y de las expectativas acerca de la evolución económica.



Serie

estudios y perspectivas

 OFICINA  
 DE LA CEPAL  
 EN  
 BUENOS AIRES

## Números publicados

1. Política de apoyo a las Pequeñas y Medianas Empresas: análisis del Programa de Reversión Empresarial para las Exportaciones, Juan Pablo Ventura, (LC/L.1496-P; LC/BUE/L.170), N° de venta: S.01.II.G.39 (US\$ 10.00), febrero de 2001. [www](#)
2. El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de calidad local, Matías Kulfas, (LC/L.1530-P; LC/BUE/L.171), N° de venta: S.01.II.G.76 (US\$ 10.00), abril de 2001. [www](#)
3. Construcción regional y política de desarrollo productivo en el marco de la economía política de la globalidad, Leandro Sepúlveda Ramírez, (LC/L.1595-P; LC/BUE/L.172), N° de venta: S.01.II.G.136 (US\$ 10.00), septiembre de 2001. [www](#)
4. Estrategia económica regional. Los casos de Escocia y la Región de Yorkshire y Humber, Francisco Gatto (comp.), (LC/L.1626-P; LC/BUE/L.173), N° de venta: S.01.II.G.164 (US\$ 10.00), noviembre de 2001. [www](#)
5. Regional Interdependencies and Macroeconomic Crises. Notes on Mercosur, Daniel Heymann (LC/L.1627-P; LC/BUE/L.174), Sales No.: E.01.II.G.165 (US\$ 10.00), November 2001. [www](#)
6. Las relaciones comerciales Argentina-Estados Unidos en el marco de las negociaciones con el ALCA, Roberto Bouzas (Coord.), Paula Gosis, Hernán Soltz y Emiliano Pagnotta, (LC/L.1722-P; LC/BUE/L.175), N° de venta: S.02.II.G.33 (US\$ 10.00), abril de 2002. [www](#)
7. Monetary dilemmas: Argentina in Mercosur, Daniel Heymann, (LC/L.1726-P; LC/BUE/L.176), Sales No.: E.02.II.G.36 (US\$ 10.00), April 2002. [www](#)
8. Competitividad territorial e instituciones de apoyo a la producción en Mar del Plata, Carlo Ferraro y Pablo Costamagna, (LC/L.1763-P; LC/BUE/L.177), N° de venta: S.02.II.G.77 (US\$ 10.00), julio de 2002. [www](#)
9. Dinámica del empleo y rotación de empresas: La experiencia en el sector industrial de Argentina desde mediados de los noventa. V. Castillo, V. Cesa, A. Filippo, S. Rojo Brizuela, D. Schleser y G. Yoguel. (LC/L.1765-P, LC/BUE/L.178), N° de venta: S.02.II.G.79 (US\$ 10.00).
10. Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina, Matías Kulfas, Fernando Porta y Adrián Ramos. (LC/L.1776-P, LC/BUE/L.179) N° de venta: S.02.II.G.80 (US\$ 10.00). [www](#)
11. Mar del Plata productiva: diagnóstico y elementos para una propuesta de desarrollo local. Carlo Ferraro y Anna G. de Rearte (comp.) (LC/L.1778-P, LC/BUE/L.180), N° de venta: S.02.II.G.93 (US\$ 10.00). [www](#)
12. Las finanzas públicas provinciales: situación actual y perspectivas. Oscar Cetrángolo, Juan Pablo Jiménez, Florencia Devoto, Daniel Vega (LC/L.1800-P, LC/BUE/L.181), N° de venta: S.02.II.G.110 (US\$ 10.00), diciembre de 2002. [www](#)
13. Small- and medium-sized enterprises' restructuring in a context of transition: a shared process. Inter-player effects on efficient boundary choice in the Argentine manufacturing sector. Michel Hermans (LC/L.1835-P, LC/BUE/L.182), N° de venta: E.02.II.G.138 (US\$ 10.00), February, 2003. [www](#)

14. Dinámica productiva provincial a fines de los noventa, Francisco Gatto y Oscar Cetrángolo, (LC/L.1848-P, LC/BUE/L.183), N° de venta: S.03.II.G.19 (U\$S 10.00), enero de 2003. **www**
15. Desarrollo turístico en El Calafate, Liliana Artesi, (LC/L.1872-P, LC/BUE/L.184), N° de venta: S.03.III.G.42 (U\$S 10.00), enero de 2003. **www**
16. Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad, Sebastián Galiani, Daniel Heymann y Mariano Tomassi, (LC/L.1942-P, LC/BUE/L.185), N° de venta: S.03.II.G.101 (U\$S 10.00), junio de 2003. **www**

- 
- El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales de la División de Desarrollo Productivo, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile. No todos los títulos están disponibles.
  - Los títulos a la venta deben ser solicitados a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, publications@eclac.cl.

**www**: Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>

Nombre: .....
Actividad:.....
Dirección:.....
Código postal, ciudad, país: .....
Tel.:..... Fax:..... E.mail: .....