

El Enfoque del Riesgo-País

Jorge C. Avila¹

Resumen

En este ensayo desarrollamos la idea del riesgo-país en la visión del autor, sintetizamos el pensamiento pionero de Arnold Harberger y los recientes progresos de Joshua Aizenman, hacemos un balance de las visiones del fenómeno, e ilustramos el nuevo enfoque mediante algunas aplicaciones. El nuevo enfoque valoriza el papel de la Historia, ofrece un método de análisis macroeconómico superior, y conduce a interpretaciones inesperadas y sugestivas sobre una cantidad de grandes temas de la realidad económica nacional. Una conclusión del ensayo es la necesidad de identificar instituciones que funcionen como antídotos contra la incertidumbre sistémica.

¹ El presente ensayo fue escrito como el capítulo introductorio del libro “Riesgo-Argentino”, de próxima publicación. Agradezco los comentarios de Marcos Gallacher, Jorge Streb y Roberto Zоргno.

EL ENFOQUE DEL RIEGO-PAIS

El propósito de este ensayo es comentar sobre los orígenes de nuestro enfoque del riesgo-país, examinar su relación con los trabajos de Arnold Harberger y de Joshua Aizenman, dos economistas que han escrito sobre el tema con una motivación muy cercana a la nuestra, y desarrollar algunas aplicaciones del enfoque a temas de interés tradicional.² La primera sección es personal; decidí incluirla, no obstante, porque creo que puede ayudar a despejar algunas dudas sobre la naturaleza del riesgo-país. La segunda sección contiene una síntesis del pensamiento pionero de Harberger en la materia. En la tercera sección repasamos progresos recientes de Aizenman sobre el impacto macroeconómico del riesgo-país. La cuarta sección hace un balance de las visiones del fenómeno: con Harberger discrepamos sobre la razón explicativa de la prima de riesgo-país, y sobre la importancia de la relación entre la prima y el endeudamiento externo; con Aizenman coincidimos en el papel de la aversión al riesgo en la formación de la prima y en la importancia empírica del fenómeno. Por último, en la quinta sección presentamos algunas aplicaciones del nuevo enfoque.

I. Mi viaje conceptual

He llegado a la conclusión de que la economía de un país es como un poliedro: en el centro del cuerpo palpita la prima de riesgo-país y en sus caras se reflejan el PBI, el consumo, la inversión, la cuenta corriente del balance de pagos y el desempleo inclusive. Tuve mi primera y rudimentaria impresión en tal sentido en diciembre de 1981, mientras leía la edición internacional de un diario argentino en la biblioteca de la Universidad de Chicago. El diario informaba acerca del reemplazo del general Viola por el general Galtieri en la presidencia de la Nación, del nombramiento del Dr. Roberto Alemann como ministro de Economía y de la ola de optimismo que estos cambios habían generado. Reparé en una declaración de Alemann en la que sintetizaba su futura política económica con tres verbos: “desinflacionar, desestatizar y desregular”. Pero fue otro recuadro del diario el que me puso en órbita. Este consignaba que el nuevo ministro se proponía abrir los yacimientos estatales de petróleo a la iniciativa privada, y a renglón seguido informaba que políticos del partido Radical habían declarado que si el Gobierno de facto concretaba esas concesiones el primer acto del futuro gobierno radical sería abolirlas. En ese momento algo se desmoronó en mi mente; hasta entonces, yo no había dejado de concebir el crecimiento económico como un proceso explicado por una nebulosa de estímulos de naturaleza casi física y emocional: ¿qué era el desarrollo, sino la suma de liderazgos y planes, subsidios y fábricas?

De golpe, tomé conciencia del abismo de opinión que dividía a la sociedad argentina, y de que ese abismo era una barrera infranqueable para la acumulación de capital en el país. No importaba cuán firme fuera la decisión del gobierno de Galtieri ni cuán competitivas fueran las eventuales empresas concesionarias, la inversión que exigían las concesiones era virtualmente irrecuperable. La iniciativa oficial carecía de horizonte. Comprendí también

² A principios de la década de 1980, Harberger fue uno de mis profesores predilectos en la Universidad de Chicago, además de una fuente inagotable de inspiración; Aizenman fue uno de los miembros de mi comité de tesis doctoral. De los 122 artículos sobre *country-risk* que cita el CD-ROM de Econlit de diciembre de 1997, sólo encontré en los artículos de Harberger y de Aizenman un propósito parecido al de este libro.

que este ejemplo era generalizable y que nuestra historia económica estaba atiborrada de instancias similares.

Los sucesos que comento irrumpieron justo en medio de un par de cursos del profesor Harberger, Evaluación Social de Proyectos de Inversión y Finanzas Públicas, que yo seguía con particular interés puesto que la Secretaría de Hacienda me había enviado a EEUU para especializarme en estos campos. De Evaluación de Proyectos me quedó la inclinación a identificar el proceso de acumulación de capital con la imagen de un inversor privado que mientras planea hundir capital en la forma irreversible de planta y equipo, ausculta el futuro y su probable impacto sobre el flujo de beneficios del proyecto.

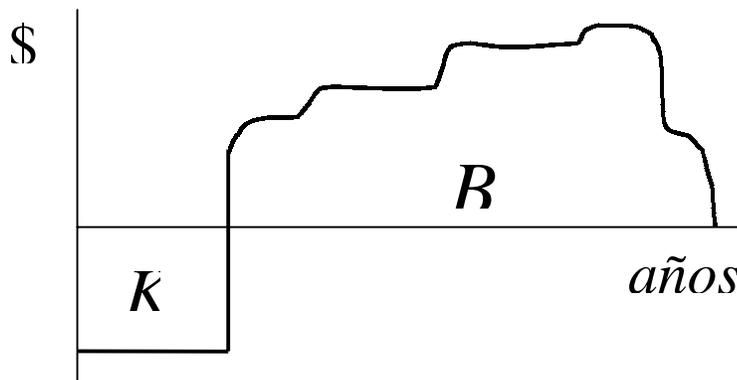


Gráfico 1

En el gráfico superior, el área K representa el capital que el inversor planea hundir en el proyecto (y el país), y B representa el área de beneficios futuros. Del curso de Finanzas Públicas me quedó grabada a fuego la imagen de un impuesto, cualquier tipo de impuesto, como una cuña entre el precio de demanda y el precio de oferta de un bien.

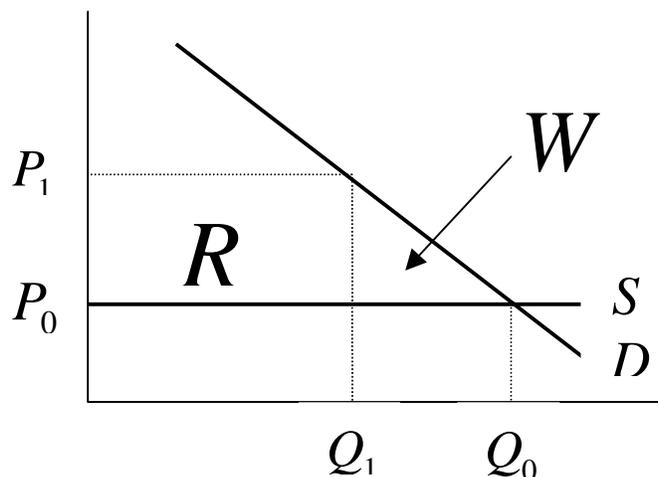


Gráfico 2

Antes del impuesto, el precio que pagan los demandantes coincide con el que reciben los oferentes, P_0 , y la cantidad demandada es igual a la ofertada, Q_0 . Una vez aplicado el impuesto, el precio de demanda, P_1 , al cual se realizan las operaciones de compra y venta, se eleva por encima del precio (neto del impuesto) que les queda a los oferentes, P_0 , el que coincide con el costo de producción. La brecha entre el precio de demanda y el de oferta es

la alícuota impositiva. Todo impuesto, incluyendo el inflacionario, tiene tres efectos: achica el mercado (de Q_0 a Q_1), recauda dinero para el gobierno (área R), y crea un triángulo de pérdida de bienestar (área W).³ La adaptación de este gráfico al problema que nos ocupa es inmediata. Basta con suponer que la recta horizontal de oferta del bien, S, es la oferta internacional de capitales, y que la curva de demanda D representa la demanda de capital del país, en tanto P_0 es la tasa internacional de interés libre de riesgo, P_1 es la tasa interna de interés, y la diferencia entre éstas es la prima de riesgo-país. El impuesto del riesgo-país achica el stock de capital hundido y genera una pérdida de bienestar, pero, a diferencia de un impuesto convencional, no aumenta el costo de oportunidad del capital hundido ni deriva recaudación alguna para nadie. La prima de riesgo-país eleva el costo de la inversión y determina una reducción proporcional, de una vez y para siempre, del precio de mercado del capital existente, dada la imposibilidad de reasignarlo a actividades exentas de riesgo-país.

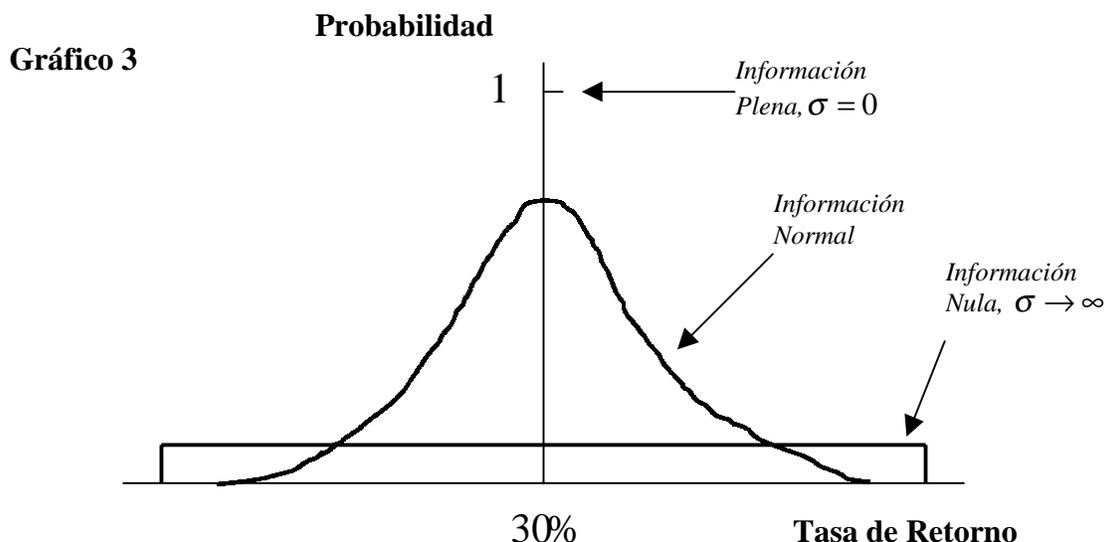
Mi reacción inmediata frente a las noticias provenientes de Argentina, fue tratar de interpretarlas dentro del molde conceptual que he referido. Mi línea de razonamiento fue la siguiente: sin acumulación de capital no hay crecimiento económico, pero la acumulación de capital es producto de millones de decisiones tomadas por individuos que miran el futuro con desconfianza; la desconfianza gravita en la decisión de invertir por medio de una prima de riesgo que eleva la tasa de interés empleada por el inversor para descontar el flujo de beneficios del proyecto; la prima existe porque el inversor siente aversión por el riesgo y porque invertir capital es sinónimo de hundir capital, pues el acto de invertir es irreversible. La prima de riesgo-país constituye, entonces, un impuesto que penaliza la acumulación de capital en el país, y que genera pérdidas de bienestar potencialmente enormes.

En las semanas previas a la invasión argentina de las islas Malvinas, expuse estas ideas en un *discussion room* del subsuelo de la biblioteca de la Universidad de Chicago, a dos argentinos amigos y compañeros de estudio, Aquiles Almansi y Alberto Díaz Cafferata, quienes me escucharon con atención e incredulidad. Después de varios años, ya de regreso en el país, mientras trabajaba en un estudio de consultoría que me había encargado Miguel Angel Broda, identifiqué mi noción de riesgo-país con un índice histórico de volatilidad del tipo real de cambio, una variable macroeconómica clave. Bastante después, alrededor de 1990, puesto en la necesidad de pronosticar el nivel de actividad económica, se me ocurrió identificar la prima de riesgo-país con la sobretasa que pagaba el Bonex, un bono en dólares bastante líquido del gobierno argentino. Fue una sorpresa verificar que la prima de riesgo-argentino no sólo es un determinante fundamental del crecimiento económico, sino también del ciclo económico (reactivaciones y recesiones).

Más tarde, a raíz de mis clases de Macroeconomía Aplicada en la Universidad del CEMA sentí la necesidad de definir con mayor precisión el concepto de riesgo-país, y una charla con Fernando Navajas, un economista de FIEL, me persuadió de la importancia de aclarar los supuestos que están por detrás de aquel concepto. Pongámonos de nuevo en los zapatos del inversor privado que planea hundir un monto K de capital para recibir con el tiempo un monto B de beneficios. Con la información disponible inicialmente acerca del futuro desempeño económico del país, el inversor llega a la conclusión de que la tasa de retorno del proyecto es de 30% anual. Esta es una expectativa formulada racionalmente; está basada en el mejor uso posible de los datos disponibles y en el mejor entendimiento

³ Por una discusión del gráfico 2 y de conceptos relacionados, vea Harberger (1974).

posible del funcionamiento de la economía nacional. Pero resulta insuficiente para tomar una decisión. Aún no hemos considerado la etapa más importante de la evaluación de una inversión. La etapa de creación de escenarios es decisiva.



El gráfico presenta posibles campanas de distribución probabilística de las tasas de retorno que rinde un mismo proyecto. Si el inversor fuera un vidente, en otras palabras, si él contara con toda, absolutamente toda, la información relevante en el momento de la evaluación, la toma de la decisión sería fácil: la tasa de retorno es 30% anual con una probabilidad de 100%; no es posible otro escenario (el desvío σ de la distribución de probabilidades es nulo). EEUU suministra un escenario macroeconómico que tiende a esta panacea. En un país ordinario en este sentido, σ observa valores normales; esto significa que el mismo proyecto puede ofrecer un rendimiento de 30% con una buena probabilidad (inferior a 100%), aunque es más probable que el rendimiento caiga dentro de un cierto rango, por ejemplo, entre 15% y 45%. Para un grado de aversión al riesgo dado, el incremento en σ implica un incremento proporcional en la prima de riesgo-país. Por último, en un país de extraordinaria incertidumbre, como en la Argentina de la hiperinflación o del pánico bancario asociado al efecto Tequila, la campana se aplasta hasta adquirir la forma de un rectángulo bajo y alargado, circunstancia indicativa de que el proyecto puede arrojar un amplísimo rango de tasas de retorno, cada una de ellas con una probabilidad de ocurrencia pequeña y uniforme. En este caso, σ crece explosivamente y la prima de riesgo-país alcanza un nivel tan alto que la inversión neta se vuelve negativa.⁴

En la literatura macroeconómica, un cambio de expectativas significa taxativamente un desplazamiento de la media de la distribución probabilística hacia la izquierda o hacia la derecha; por ejemplo, un cambio favorable, que aumenta la tasa de retorno esperada de 30% anual a 40%, equivale a un corrimiento hacia la derecha de la curva de demanda de inversión y un consecuente aumento de la inversión, para una tasa de descuento dada. Según nuestro enfoque, un cambio de expectativas favorable significa una reducción del desvío standard de la distribución σ , una reducción de la prima de riesgo-país y un aumento de la inversión, mientras la curva de demanda de inversión permanece fija en el

⁴ Vea Avila (1999) por una discusión más amplia del tema.

plano. Nuestro argumento se basa en una hipótesis doble. Primero, para precios relativos dados, la curva de demanda de inversión expresa una relación técnica: el rango descendente de tasas de retorno que corresponde a un rango ascendente de dotaciones de capital; segundo, esta relación es independiente de la percepción de riesgo-país que tengan los inversores. Cuando se plantea el problema de esta manera, la prima de riesgo-país aflora limpiamente a la superficie en su calidad de impuesto regulador de la inversión. Si ésta se expande o se contrae es porque el riesgo-país ha bajado o ha subido.

II. El punto de vista de Harberger

En repetidas oportunidades, Harberger ha manifestado su desacuerdo con la hipótesis de pleno acceso al mercado mundial de capitales por parte de una pequeña economía subdesarrollada. Tal hipótesis involucra una oferta de fondos perfectamente elástica con respecto a la tasa de interés mundial libre de riesgo; gráficamente, puede ser vista como una recta horizontal a la altura de dicha tasa de interés. La consecuencia de esta hipótesis es una cierta igualdad de las tasas de retorno sobre el capital a lo largo y ancho del mundo. Sin embargo, después de investigar las experiencias de diversos países subdesarrollados, y de comprobar la existencia de un amplio rango de tasas de retorno sobre el capital invertido en el sector manufacturero, Harberger cree que la oferta de capitales que enfrenta una pequeña economía debería tener la forma de una curva de pendiente positiva, como la mayoría de las curvas de oferta. Los párrafos siguientes reflejan su pensamiento:

“La evidencia...tiende a respaldar la interpretación del ‘mercado de capitales’ en relación a la interpretación de la ‘economía cuasi-cerrada’, pero debo confesar que yo no me siento particularmente cómodo frente a todas las implicancias de un mercado mundial de capitales que funcione realmente bien. En particular, mi propia intuición no me permite aceptar la noción de que los incrementos de la inversión pueden ser financiados en un 100% por fondos provenientes del exterior, y de que los incrementos del ahorro simplemente se derraman hacia el mercado mundial de capitales” “...la analogía con un sistema hidráulico por el que circula un líquido viscoso, cuyas tuberías están parcialmente tapadas y algunos de sus vasos están separados por membranas semipermeables, está más en consonancia con mi imagen del mundo que la analogía alternativa de un sistema hidráulico en donde el agua fluye libre e instantáneamente hasta encontrar el mismo nivel en todas partes.”...“No es fácil escapar de esta última imagen. Lo mejor que puedo hacer es inventar una razón por la cual la curva de oferta que enfrenta el país subdesarrollado tiene pendiente positiva.”⁵

Movido por esta necesidad, Harberger desarrolló en 1976 su enfoque del riesgo-país. En reconocimiento a su claridad, vale la pena citarlo textualmente:

“Si entre los expertos de la comunidad financiera internacional hiciéramos una encuesta, podemos descontar que ellos estarían de acuerdo con las siguientes proposiciones:

i) Con respecto a los préstamos internacionales, existe algo llamado riesgo-país, que es distinto al riesgo individual del tomador.

ii) El ‘riesgo-país’ da lugar a una prima sobre la tasa de interés que se carga a los préstamos internacionales tomados desde el país en cuestión.

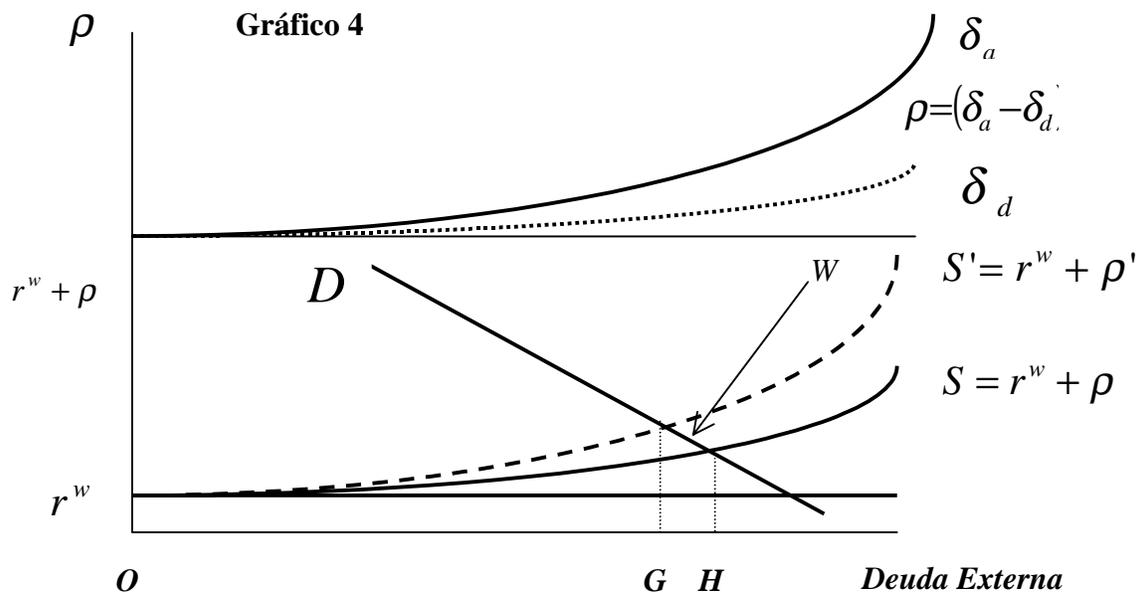
⁵ Traducción libre. Vea Harberger (1980). En la actualidad, Harberger sostiene idéntica interpretación; vea Harberger (1998).

iii) El tamaño de esta prima depende de muchos factores, tales como la expectativa de estabilidad política, la posición presente y futura del balance de pagos del país, la relación entre las exportaciones y la deuda externa o el servicio de la misma, el tamaño del PBI del país en relación a su deuda, etc.

iv) Para un conjunto de factores dado, tales como la estabilidad política, la historia y las perspectivas exportadoras y el PBI del país, el tamaño de la prima es una función creciente de la deuda externa.”⁶

Harberger concluye así que la curva de oferta de fondos que enfrenta el pequeño país subdesarrollado es una función creciente de la tasa de interés establecida para el mismo, ya que ella incorpora una prima de riesgo que aumenta con el volumen de endeudamiento. A primera vista, el país tendría entonces poder monopsónico en el mercado de capitales. Harberger descarta rápidamente esta conclusión pues “es absurdo pensar que la República Dominicana, Honduras, incluso Brasil, puedan ejercer algún grado perceptible de poder monopsónico en el mercado mundial de capitales”. Dicho esto, la pregunta obligada es: ¿en qué sentido afirmamos que el país pequeño enfrenta una curva de oferta de fondos de pendiente positiva?

En el mundo de Harberger, acreedores y deudores tienen un comportamiento neutral frente al riesgo, de manera que la razón que justifica la aparición de una prima de riesgo es pura y exclusivamente la posibilidad de un default en el servicio de la deuda. Harberger usa el concepto de riesgo de default en el sentido convencional. “Si para una perpetuidad que promete pagar \$10 por año, el precio es \$80, con una tasa de interés libre de riesgo de 10% anual, la tasa interna de retorno es entonces 12.5% y la prima de riesgo es 2.5%.” En otras palabras, la función de la prima de riesgo es compensar al acreedor la diferencia que él percibe entre el valor contractual del préstamo y el valor esperado del flujo de intereses y amortizaciones a cargo del deudor. El próximo gráfico muestra a la prima de riesgo como una función creciente de la deuda externa.



⁶ Veá Harberger (1976a).

El gráfico luce como un ovillo enredado, pero su interpretación es directa. El panel superior muestra cómo evoluciona la probabilidad de default en la perspectiva del acreedor y en la del deudor a medida que crece la deuda externa. Para cada nivel de endeudamiento, el acreedor estima una probabilidad igual a δ_a , mientras el deudor estima una probabilidad menor e igual a δ_d . En un mundo harbergeriano, de neutralidad frente al riesgo, si las percepciones de default de ambas partes coincidieran, la prima de riesgo no tendría sustento y desaparecería. La explicación en tal caso es simple: δ_d no representa un costo extra para el deudor porque él cree que finalmente caerá en default con una probabilidad $\delta_d = \delta_a$; no puede ser un costo extra aquello que se estima que no se pagará. El caso interesante es cuando las probabilidades de default son distintas. Lo normal es que la probabilidad en opinión del acreedor sea mayor que en opinión del deudor, en vista del alarmismo natural que aqueja a un acreedor y de la confianza natural que un deudor tiene en sus iniciativas. Así emerge una diferencia que denominamos ρ ; esta diferencia entre probabilidades de default es, según Harberger, la verdadera prima de riesgo. Pero, ρ no es una prima de riesgo a secas, es una prima de riesgo-país, pues afecta a todos los tomadores de préstamos internacionales del país: gobierno, empresas y bancos estatales, familias y empresas privadas, con la excepción quizás de las filiales de corporaciones extranjeras. La categoría de riesgo-país existe cuando, aunque el tomador individual de fondos quiera pagar y esté en condiciones de pagar, es probable que no pueda hacerlo en tiempo y forma debido a impedimentos varios, tales como un control de cambios o una renegociación de su deuda forzada por el gobierno.

El panel inferior del gráfico muestra cómo evoluciona la tasa de interés cobrada al país a medida que aumenta el endeudamiento externo. Esta tasa, que ahora es la tasa interna básica de interés, es la suma de la tasa mundial libre de riesgo, r^w , y ρ . De esta manera, surge una curva de oferta de fondos de pendiente positiva, S , que al cortarse con la curva de demanda de fondos del país, D , arroja un endeudamiento igual a O-H. Así llegamos al objetivo esencial de Harberger: demostrar que cuando los miles de tomadores de fondos de un pequeño país subdesarrollado pueden ingresar sin restricciones al mercado internacional de capitales, resulta un endeudamiento excesivo o subóptimo. Una deuda de O-H es demasiado elevada; mejor es una de O-G. El punto es que la suma de los tomadores nacionales ejerce un poder monopsónico en el mercado de fondos; por cada dólar adicional de deuda en que incurre un tomador individual, los restantes tomadores del país ven encarecido su endeudamiento en una proporción equivalente a la distancia vertical entre las curvas S' y S . La curva S' expresa el costo marginal esperado de la deuda para el país en su conjunto, en tanto que la curva S expresa el costo marginal esperado para el tomador individual. Conforme a Harberger, esta discrepancia entre el costo social y el costo privado del endeudamiento constituye una externalidad negativa que amerita un impuesto óptimo igual a la distancia vertical entre ambas curvas de oferta. Tal impuesto forzaría al tomador individual a considerar en su cálculo privado del costo la carga financiera adicional que su decisión de endeudamiento le impone al resto. En el gráfico, la vigencia de un impuesto de este tipo induciría una deuda de O-G y evitaría un triángulo de pérdida de bienestar igual al área W. El propósito fundamental de los trabajos de Harberger es desarrollar herramientas para una “ingeniería” del análisis de bienestar aplicado; nuestro propósito en este libro es muy distinto; es analizar el impacto macroeconómico de las fluctuaciones en el riesgo-país.

pensar en términos de ‘límites de endeudamiento global’ para el país.” Una consecuencia obvia de lo dicho es el aumento en la prima de riesgo-país, que se traslada automáticamente a la tasa de interés que sirve de referencia al país, y la reducción del endeudamiento externo, que pasa de O-G (u O-H, cuando no hay impuesto óptimo) en el gráfico 4 a O-G* (u O-H*) en el gráfico 5.

Este salto del costo neto del crédito internacional ocasiona al país una pérdida de bienestar de primer orden, similar a la de un fuerte deterioro en los términos de intercambio comercial. A partir de esta observación, Harberger escribe: “En mi opinión, el aspecto clave de la política económica de un país que enfrenta condiciones de fuerte inestabilidad en el financiamiento externo, tiene más que ver con los desplazamientos de las curvas de oferta S' y S que con poner o no un impuesto óptimo sobre el endeudamiento. La última medida garantiza una ganancia de bienestar igual al triángulo W.” “...sospecho, sin embargo, que la ganancia potencial de (una política orientada a) mover aquellas curvas de oferta es mucho más grande.”

A esta altura de su argumentación, Harberger vuelve a empalmar con nuestro objetivo primordial, que son las consecuencias macroeconómicas del riesgo-país. “El problema aquí es el aumento de la discrepancia ρ entre las percepciones de riesgo de default por parte de los acreedores δ_a , y de los deudores δ_d . Una solución lógica, por tanto, sería reducir (o eliminar) esta discrepancia. Para conseguirlo podemos trabajar en una u otra dirección: o elevamos la propia percepción de default del país, o bajamos la de los extranjeros.”...“Tal como veo las cosas, el país puede optar por una de estas dos alternativas: i) Abrazar una política fiscal y monetaria conservadora –menor expansión del crédito interno; menor endeudamiento externo; menor déficit fiscal, con independencia de cómo se lo financie. ii) Decidirse por una política ‘desarrollista’, que lleva implícita la aceptación de la posibilidad de un default internacional en gran escala como el precio que, tal vez, sea necesario pagar a fin de cumplir los otros objetivos de la política.”...“Optar por una u otra alternativa configura un verdadero dilema. La estrategia conservadora es prudente, y su objetivo final - una baja percepción del riesgo-país tanto por parte de los acreedores como de los deudores- es, sin ninguna duda, más deseable que la estrategia alternativa. El problema de la estrategia (i) estriba en que no es fácil que el mercado de capitales revise su desencanto con las perspectivas del país en cuestión. Grandes sacrificios le serán exigidos, y quizás después de dos o tres años la comunidad financiera aprecie que los cambios introducidos por el país son ‘creíbles’. El problema de la estrategia (ii) es que ésta, aparte de generar un consenso entre acreedores y deudores respecto de que los préstamos merecen una alta prima de riesgo, es inherentemente peligrosa. Exacerba el antagonismo entre deudores y acreedores y socava la esencial armonía que normalmente caracteriza a las transacciones de mercado.” Harberger termina diciendo que el dilema descrito no tiene una solución fácil, pero que seguramente corresponde al interés de la comunidad financiera internacional que prevalezca la primera estrategia en lugar de la segunda. Y añade que la asistencia financiera internacional puede ayudar a tal efecto, ya que el país dispondría de grados de libertad adicionales para amortiguar el impacto de la política conservadora.

III. Los progresos de Aizenman

Desde mediados de la década de 1980, Aizenman ha estado interesado en introducir la variable riesgo-país en el modelo básico de la pequeña economía abierta, pero recién en

los últimos años ha logrado, a nuestro juicio, arribar a resultados atractivos tanto en el plano teórico como en el empírico. Repasamos a continuación sus aportes, porque, además de respaldar nuestra visión del papel del riesgo-país en el equilibrio macroeconómico y de confirmar nuestros principales hallazgos empíricos, los artículos de Aizenman ilustran el tratamiento internacional que recibe el tema en la actualidad. La influencia de la prima de riesgo-país sobre el desempeño macroeconómico de los países en desarrollo en el corto y en el largo plazo, no ha atraído todavía la atención académica que merece. Aizenman se cuenta entre los poquísimos economistas que han intuído la enorme importancia del tema. En el plano teórico prevalece cierta confusión sobre el impacto económico de la incertidumbre; por el contrario, en el plano empírico, en relación con la inversión y el crecimiento de países en desarrollo, se están generando los mejores testimonios de la importancia del fenómeno.

El propio Aizenman relata esta impresión: “Entender de qué manera la incertidumbre afecta a la inversión y el crecimiento es un tópico de importancia obvia. La incertidumbre ha sido degradada como un factor explicativo en los modelos neoclásicos de inversión y crecimiento. En su lugar, el análisis se ha concentrado en el primer momento (la media) y no en el segundo momento (la volatilidad) de las políticas y los shocks.” Más adelante, el autor comenta algunas conclusiones teóricas según las cuales la dirección del impacto de la incertidumbre sobre la inversión es ambigua, en tanto que el impacto en sí mismo es de segundo orden de importancia. Aunque después señala: “Recientes estudios empíricos han repudiado dichas presunciones, demostrando que la volatilidad de las políticas y los shocks tiene grandes efectos adversos (proporcionales al coeficiente de variación de los shocks) sobre el crecimiento y la inversión en los países en desarrollo. El intento de evaluar el impacto de la incertidumbre confronta un desafío de medición -no hay estadísticas obvias para definir la incertidumbre relevante.”⁸ La próxima tabla sirvió como puntapié inicial para las investigaciones de Aizenman. En ella se coteja la volatilidad de un conjunto de variables fundamentales de dos países cuya performance macroeconómica en el período 1970-92 se ubicó en las antípodas: Corea, en pleno milagro económico, y Argentina, en plena declinación. (Vea al pie de la tabla las definiciones de los datos consignados.)

| Volatilidad | Corea | Argentina |
|------------------------------|-------|-----------|
| Gasto Público | 0.7% | 1.3% |
| Déficit Fiscal | 1.2% | 2.4% |
| M1 | 9.5% | 20.1% |
| Términos de Intercambio | 6.1% | 10.0% |
| Ingreso per Cápita | 3.8% | 4.8% |
| Inflación | 8.1% | 764.2% |
| Tipo Real de Cambio | 8.7% | 25.7% |
| Golpes de Estado | 0.4 | 0.9 |
| Apertura Comercial | 64.3% | 14.4% |
| Escolaridad Primaria en 1970 | 1.05 | 1.06 |
| Ingreso per Cápita en 1970 | 1680 | 5637 |
| Inversión Privada en 1970-93 | 22.8% | 13.5% |
| Industria/PBI en 1970 | 29% | 44% |
| Industria/PBI en 1992 | 45% | 31% |

⁸ Vea Aizenman (1998).

Fuente: Aizenman (1998), op. cit.
 Aclaraciones: Gasto Público, desvío standard del proceso AR1 del gasto corriente como porcentaje del PBI. Déficit Fiscal, desvío standard del proceso AR1 del D.F. como porcentaje del PBI. M1, desvío standard del proceso AR1 del crecimiento nominal de M1. Términos de Intercambio, desvío standard de la tasa media de variación de los T.D.I. Ingreso per Cápita, desvío standard de la tasa de crecimiento del I.P.Cápita. Inflación, desvío standard de la tasa de aumento del Índice de Precios al Consumidor. Tipo Real de Cambio, desvío standard de la variación media del T.R.C. efectivo. Golpes de Estado, medida de frecuencia de revoluciones y golpes de Estado. Apertura Comercial, exportaciones más importaciones como porcentaje del PBI. Inversión Privada en 1970-93, porcentaje promedio del PBI en el período.

El mensaje de la tabla es claro y similar al de las tablas que figuran en el próximo capítulo de este libro: mientras Corea gozó de estabilidad y creció rápidamente, Argentina sufrió una inestabilidad crónica y exagerada y entró en declinación. En otro trabajo, escrito en colaboración con Nancy Marion, Aizenman analizó econométricamente la relación entre volatilidad e inversión en una muestra compuesta por 43 países en desarrollo en el período 1970-92.⁹ La siguiente regresión sintetiza sus hallazgos.

$$\begin{aligned}
 \text{Inversión Privada} = & 0.0820 - 2.6796.\text{Volatilidad} + 0.0087.\text{Ingreso per Cápita Inicial} + \\
 & (1.03) \quad (-6.29) \quad (0.78) \\
 & 0.0619.\text{Escolaridad Primaria Inicial} + 0.1183.\text{Tasa de Crecimiento} \\
 & (0.96) \quad (0.11) \\
 & \text{Poblacional Inicial} + 0.0263.\text{Apertura Comercial} \quad R^2: 39\% \\
 & (1.21)
 \end{aligned}$$

Aclaración: Entre paréntesis, debajo de cada coeficiente de regresión, figura el estadístico T respectivo. El único que supera el nivel usual de aceptación de 2 es el correspondiente a la variable Volatilidad.

La ecuación estimada dice que la inversión privada depende negativamente de la volatilidad, que esta relación es estadísticamente significativa, y que la relación con las restantes variables es débil y no significativa. La variable volatilidad es un índice de las volatilidades de tres variables macroeconómicas: gasto público, crecimiento monetario y tipo real de cambio, en donde la volatilidad de la serie monetaria explica el 90% del índice. Otros autores ya habían llegado a conclusiones similares.¹⁰

Si bien esta correlación no indica causalidad, Aizenman cree que la volatilidad es la causa, o el factor determinante, de la inversión privada. Yendo más lejos, dice que “una condición necesaria para que el argumento de causalidad resulte creíble es tener un modelo estructural que explique esa causalidad”. A tal efecto, desarrolla un modelo de una pequeña economía abierta en donde el sector privado invierte en infraestructura de capital y queda así expuesto a la política tributaria volátil de un gobierno que busca beneficios de corto plazo.¹¹ La conclusión del modelo es la que inversión (y la actividad económica del país) es una función negativa tanto del grado de *disappointment aversión* (el temor a la decepción

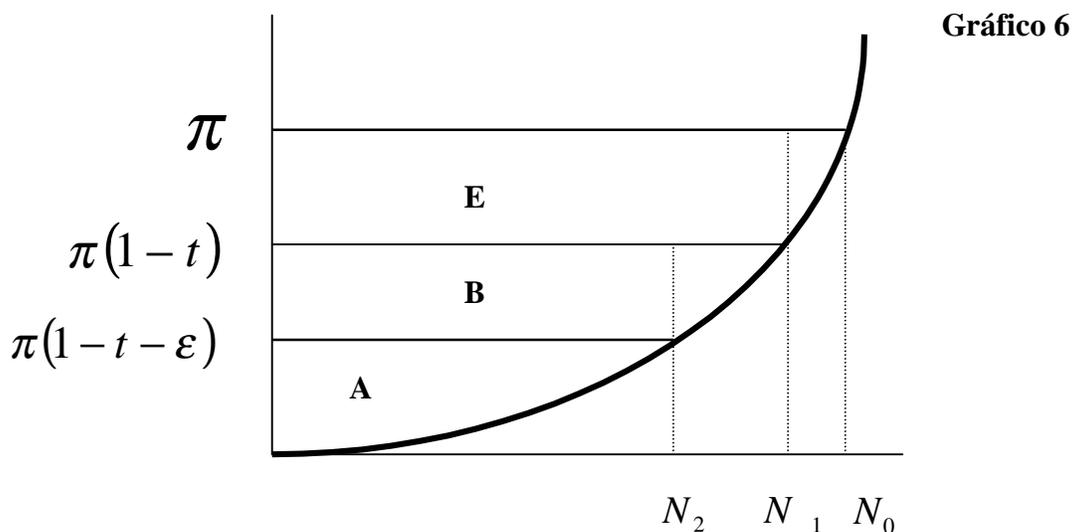
⁹ Vea Aizenman y Marion (1998).

¹⁰ Vea Hausmann y Gavin (1995), Pindyck y Solimano (1993), y Ramey y Ramey (1995).

¹¹ Vea Aizenman (1998), op. cit.

de un resultado negativo), como de la alícuota del impuesto y de la volatilidad de la política impositiva.¹²

Aizenman concluye su tratamiento del tema con un gráfico que destaca el impacto cuasi-impositivo de la incertidumbre (riesgo-país) sobre la pequeña economía en desarrollo. En el gráfico 6, π es la curva de beneficios del capital en máquinas, N es la cantidad de máquinas hundidas en el país, y la curva renegrida representa el costo de instalación de la enésima máquina. En ausencia de impuestos, la cantidad de máquinas está determinado por la intersección de ambas curvas. Un impuesto convencional sobre los beneficios del capital hace que los beneficios empresarios caigan a $\pi(1-t)$, donde t es la alícuota del impuesto, y que la cantidad de máquinas se contraiga de N_0 a N_1 . Pero lo interesante del gráfico es el paralelo entre el impuesto convencional y el impuesto sui generis que crea la incertidumbre. La incertidumbre generada por la volatilidad de la política impositiva tiene un costo igual a la prima de riesgo ε . La existencia de incertidumbre vuelve a reducir los beneficios netos de las empresas, de $\pi(1-t)$ a $\pi(1-t-\varepsilon)$, y la cantidad de máquinas, de N_1 a N_2 . El área E representa la recaudación del impuesto sobre los beneficios y el área A+B representa los beneficios esperados por las empresas. Ahora bien, los beneficios netos que reciben las empresas ascienden sólo al área A, pues el área B corresponde a la cobertura de la prima de riesgo que exigen las empresas para compensar la volatilidad impositiva reinante en el país.



IV. Balance de Visiones

Los artículos de Harberger constituyen, quizás, los primeros intentos de pensamiento sistemático sobre la naturaleza, las causas y los efectos del riesgo-país. Los hemos reseñado porque enriquecen la comprensión del tema, y porque nos sirven para definir por contraste nuestro propio concepto del fenómeno del riesgo-país. Coincidimos con Harberger en que lo importante son las causas de los abruptos desplazamientos que sufre la curva del costo de financiamiento internacional del país en desarrollo. Discrepamos con él en dos aspectos: el

¹² En ambos artículos de Aizenman puede encontrarse una presentación del concepto de *disappointment aversion*, además del desarrollo de las ecuaciones que explican la relación entre la inversión (y la actividad económica) y los referidos determinantes.

papel de la aversión al riesgo, y la relación entre la prima de riesgo-país y el volumen de endeudamiento externo. Sobre el primero, creemos que el supuesto de neutralidad frente al riesgo que emplea Harberger empobrece el análisis, pues hace indispensable que exista una diferencia en la percepción del riesgo de default entre acreedores y deudores para que surja la prima de riesgo-país. El supuesto de aversión al riesgo, en cambio, confiere robustez al análisis. Este supuesto, que refleja un rasgo saliente de la conducta humana, asegura la existencia de una prima de riesgo-país aun con idénticas percepciones del riesgo de default.

Sobre el segundo aspecto tenemos una objeción más de fondo. Harberger es un economista ambicioso; valiéndose de coeficientes macroeconómicos como la relación entre deuda externa y PBI, intenta modelar un fenómeno esencialmente salvaje e incontrolable. Como muestra de las dificultades que presenta la modelación del riesgo-país basta un botón: entre la semana anterior y la semana posterior al default ruso, la prima de riesgo-argentino aumentó 15 puntos porcentuales, a pesar de que la relación entre la deuda y el PBI, u otros indicadores como el déficit fiscal, el déficit en cuenta corriente o la percepción de la solidez del sistema bancario o de la estabilidad institucional, política y económica del país no habían cambiado en absoluto. ¿Qué elementos influyen en las decisiones de los operadores de Wall Street que fijan el riesgo-argentino? Creemos que la respuesta pasa por la historia antes que por los coeficientes macroeconómicos. Sí, desde luego, los operadores son agentes racionales, pero el análisis y la información que hacen falta para entender cómo reaccionará un país ante shocks de variada índole son mercadería escasa y, por tanto, costosa. Por eso la historia reciente gravita tanto sobre la formación de las expectativas. Cuando los inversores miran hacia atrás y repasan nuestro pasado, huyen despavoridos. Por esto, creemos que liberar a la prima de riesgo-país de una relación tan estrecha con aquellos coeficientes es una estrategia intelectualmente más constructiva que la seguida por Harberger. Postular una curva de oferta internacional de fondos perfectamente elástica, que se desplaza hacia arriba o abajo según la percepción del riesgo-país, evita que el analista olvide que el riesgo-país es esencialmente y a todo efecto práctico un fenómeno exógeno al país en el corto plazo. Y también lo ayuda a concentrarse en el diseño de instituciones que funcionen como anticuerpos contra la incertidumbre. El objetivo supremo de la política económica de un país con nuestra historia debiera consistir en una sistemática neutralización de posibles fuentes de riesgo-país. La incertidumbre monetaria es la más importante de todas; para eso está la Convertibilidad; la incertidumbre sobre la estructura arancelaria es sólo menos importante que la monetaria; para anularla hace falta un tratado de asociación comercial irreversible con una potencia económica grande, abierta y estable como EEUU.

En cuanto al aporte de Aizenman, coincidimos prácticamente en todo lo esencial. Lo único que no compartimos es su énfasis en la hipótesis de *disappointment aversión*; cuando la volatilidad ha sido tan grande como en Argentina tenemos la impresión de que esa hipótesis es redundante. De todas maneras, rescatamos la forma en que modela el riesgo-país, descomponiéndolo en una mitad subjetiva, el comportamiento individual frente al riesgo, y en otra objetiva, la volatilidad de los shocks. Sobre sus hallazgos empíricos, nos congratulamos, ya que confirman nuestros propios descubrimientos de los capítulos II y IV de este libro.

V. Aplicaciones del Enfoque

El enfoque del riesgo-país suministra un nuevo punto de vista sobre una variedad de importantes proposiciones económicas, valoriza el papel de la Historia y ofrece un método

superior de análisis macroeconómico. Aplicado en forma consistente, el enfoque conduce a interpretaciones inesperadas y abre una nueva perspectiva sobre los beneficios de ciertas instituciones y políticas. A continuación, discutimos algunas aplicaciones del enfoque.

Determinantes de la Inversión: En un extenso survey acerca de los determinantes de la inversión, que repasa los trabajos de pioneros en el tema, tales como Jorgenson, Eisner y Tobin, Andrew Abel llega a la conclusión de que no hay consenso sobre la magnitud de la reacción de la inversión frente a cambios en las tasas de interés.¹³ No es una conclusión que llame la atención; la profesión económica ha crecido con ella. Sin embargo, cuando se sustituyen las tasas de interés de corto o largo plazo por la prima de riesgo-país como variable explicativa de la inversión, los resultados econométricos son contundentes. La economía argentina en las décadas de 1980 y 1990 suministra importante evidencia en tal sentido. La prima de riesgo-país es el determinante fundamental de la inversión bruta fija interna en nuestro país. La elasticidad entre ella y la prima es grande, negativa y estadísticamente significativa, y la dirección de causalidad corre inequívocamente desde la prima a la inversión. En rigor, toda la argumentación de este libro se funda en dicho hallazgo.¹⁴

La literatura tampoco ha arribado a una conclusión definida sobre los determinantes de las importaciones. En particular, la reciente experiencia argentina desmiente que respondan al tipo real de cambio. Carlos Rodríguez ha identificado una clara correlación negativa entre la prima de riesgo-argentino y el ingreso de capitales en el período 1988-1994.¹⁵ La influencia corre así: la prima determina el flujo de ingreso de capitales, es decir, el saldo de la cuenta de capitales de la balanza de pagos; la imagen refleja del saldo de la cuenta de capitales es la cuenta corriente, que básicamente es igual a la diferencia entre las exportaciones y las importaciones comerciales; pero, mientras las exportaciones son una variable “estructural”, pues dependen de la apertura de la economía, las importaciones son una variable netamente financiera. En lo esencial, la cuenta corriente se acomoda al flujo de capitales mediante cambios en las importaciones. La prima de riesgo-país es, por tanto, un determinante clave de las importaciones.

Desempleo: El modelo macroeconómico desarrollado en el capítulo 4 nos ha persuadido de que la flexibilidad salarial es irrelevante en la determinación del nivel de empleo de corto plazo. De nuevo, el determinante fundamental es la prima de riesgo-país. Conceptualmente, el punto clave es el comportamiento del precio del factor capital durante el ciclo. Con plena flexibilidad o inflexibilidad salarial, el precio del capital variará de tal forma que el empleo de ambos factores caerá en igual proporción en una recesión, o aumentará en igual proporción en una reactivación.

Pero nuestro enfoque revela otra paradoja. Durante una recesión, la rigidez salarial no sólo no es la causa del mayor desempleo, sino que es un factor de amortiguación de la caída del precio del capital motivada por la suba de la prima de riesgo-país. En otras palabras, a los empresarios les conviene que el mercado laboral siga regulado; cuando se desregule, caerá el precio del capital hundido en sus industrias.¹⁶

¹³ Vea Abel (1990).

¹⁴ Vea Avila, op. cit., sección I.

¹⁵ Vea Rodríguez (1997).

¹⁶ Vea Avila, op. cit., sección III.

Devaluación y reactivación: Existe consenso en la comunidad financiera internacional acerca del poder reactivante de una devaluación de la moneda nacional; específicamente, la devaluación tendría la capacidad de reactivar una economía porque eleva el tipo real de cambio y así estimula las exportaciones. Esta prescripción no funcionó para la economía argentina en los últimos 30 años, y no debemos descartar la posibilidad de que no haya funcionado jamás. Sin embargo, hay circunstancias en las que una devaluación sí puede ser reactivamente. Aunque la causa de la reactivación no es el aumento del tipo real de cambio sino la disminución de la prima de riesgo-país. Brasil es un ejemplo reciente en tal sentido; Gran Bretaña es uno lejano. En 1998, lo único seguro en Brasil era que en algún momento cercano habría una devaluación del real; el riesgo devaluatorio alimentó el riesgo-brasileño; el ingreso de capitales se transformó en salida y la economía entró en recesión. A los pocos meses de la devaluación, una vez comprobado que el déficit fiscal apuntaba a la baja y que la tasa de crecimiento monetario no aumentaba, el riesgo-brasileño empezó a caer y se armó el círculo virtuoso de la reactivación.

La devaluación de la libra esterlina de 1931 es un ejemplo incluso más interesante. En 1925, el ministro de Hacienda Churchill decidió que había que volver al patrón oro que había cimentado la grandeza económica británica en el siglo que terminó abruptamente con la Primera Guerra Mundial, fijó el tipo de cambio entre la libra y el oro un 10% por debajo del tipo de mercado del momento, y así ingresó Gran Bretaña en un período deflacionario. Con el paso de los meses, el mercado se dividió en dos mitades: una de ellas tenía la convicción de que el país debía perseverar en el patrón oro, y la otra tenía la convicción de que el patrón oro era un craso error y que debía ser abandonado cuanto antes. Aumentó el riesgo devaluatorio y esto aumentó el riesgo-británico; el capital salía del país, la demanda agregada colapsaba y se agravaba la deflación. Vencida, Gran Bretaña devaluó finalmente la libra esterlina, y aunque no se salvó de la profunda recesión que afectaba por entonces al mundo, comenzó a reactivarse antes que EEUU o Francia. Pero esta favorable reacción no fue consecuencia del aumento del tipo real de cambio, sino del abandono de una política que había creado una incertidumbre enorme y corrosiva.¹⁷

Política Fiscal: El modelo de Mundell-Flemming reza así: con tipo de cambio fijo, un aumento del déficit fiscal financiado con bonos, debido a un aumento del gasto público o a una reducción de la presión tributaria, es reactivante. La razón es que la fijación cambiaria y el perfecto arbitraje internacional de capitales evitan que la tasa de interés local suba, fenómeno que hace posible que la política fiscal tenga pleno impacto sobre la demanda agregada.

El enfoque del riesgo-país es menos mecánico. Dice que si el mercado financiero internacional ve en el déficit fiscal una señal de problemas de financiamiento futuros, la prima de riesgo-país subirá y la economía crecerá menos o entrará en recesión. Pero sólo en la medida en que ésa sea su creencia. En una potencia estable como EEUU, prevalece el modelo de Mundell-Flemming; por el contrario, en una economía pequeña e inestable como la argentina, prevalece el enfoque del riesgo-país.

¹⁷ Por una descripción de la atmósfera devaluatoria inglesa, vea Skidelsky (1994). Sobre la reacción diferencial de Gran Bretaña, vea Friedman y Schwartz (1963).

Inflación y Deflación: La dinámica de la inflación está muy influenciada por las fluctuaciones de la prima de riesgo-país en un régimen de moneda convertible o de tipo de cambio fijo. Si la adopción del régimen es exitosa y la prima de riesgo-país baja en forma importante, la tasa de inflación tardará en converger en la tasa de inflación mayorista de EEUU (el punto de referencia tradicional de Argentina), y si la adopción del régimen es poco creíble y la prima de riesgo-país se mantiene elevada, la tasa de inflación convergerá rápidamente en la inflación norteamericana. Tenemos aquí otra paradoja. ¡Mientras menos creíble resulte el plan de estabilización, más exitosa será la lucha contra la inflación! El fenómeno corre así: una fuerte reducción del riesgo-país estimula un fuerte ingreso de capitales; un fuerte ingreso de capitales no puede menos que reflejarse en una fuerte expansión de la demanda agregada, de bienes transables y no transables; pero en tanto el exceso de demanda de transables se cubre con importaciones, el de no transables debe ser cubierto internamente; esto se consigue mediante una mezcla inicial de pequeños aumentos en la oferta y grandes aumentos en los precios. La Tablita, en su primer año, y la Convertibilidad, en sus primeros tres años, son buenos ejemplos de lo dicho.

Pero la fuerte reducción de la prima de riesgo-país que promueve una estabilización creíble siembra las semillas de la ulterior deflación. En un comienzo, no sólo la inflación es elevada, también lo es la inversión. La expansión de la dotación de capital en el sector no transable y en las industrias protegidas de la competencia externa lleva finalmente a una caída en sus precios; la inversión determina un desplazamiento desde curvas de costo marginal de corto plazo altas y empinadas hacia curvas de largo plazo bajas y relativamente planas.

Comportamiento Diferencial de Bienes Durables y Bienes No Durables: Otro aspecto de interés durante un plan de estabilización, o en un período de caída del riesgo-país, es el comportamiento diferencial de la producción o la importación de bienes de capital, incluyendo bienes durables de consumo como los automóviles, y la producción o importación de bienes no durables de consumo. Cuando la prima de riesgo-país cae mucho, se registran fuertes aumentos de la producción e importación de los primeros, y aumentos comparativamente débiles en la producción e importación de los segundos. Pero cuando la prima cae levemente, predomina la importación de los segundos. Un plan de estabilización no creíble reduce rápidamente la inflación e inunda el país de “chucherías” importadas. En nuestra opinión, la explicación es la siguiente: cuando el riesgo-país no baja pero se relajan en forma temporaria las cuotas de importación, como ocurrió históricamente en Argentina durante los planes de estabilización, los inversores y los demandantes de automóviles carecen de incentivos para invertir o comprar, en tanto que los demandantes de bienes no durables sí tienen incentivos. El riesgo-país no es un argumento en la demanda de estos bienes; la reducción temporaria de sus precios sí lo es. Una botella de whiskey, un paraguas taiwanés o un saco italiano, son insensibles a las fluctuaciones del riesgo sistémico. Aun en condiciones de extrema incertidumbre macroeconómica, el comprador tiene plena certeza de que consumirá el 100% del flujo de servicios generado por ellos.

Racionalidad de las Privatizaciones: La privatización de ENTEL, la antigua empresa estatal de telefonía, a principios de la década de 1990, ha sido duramente criticada por el bajo precio de venta de sus activos y porque se preservó el monopolio en la prestación del servicio para las nuevas empresas privadas, Telefónica de Argentina y Telecom Argentina. Se impone esta pregunta: ¿era posible privatizar ENTEL con una prima de riesgo-argentino

en torno de 20 puntos anuales, a buen precio por los activos estatales y en condiciones de competencia perfecta? La evidente respuesta es: ¡no! El bajo precio de los activos y el monopolio funcionaron como factores de neutralización de la altísima prima de riesgo-país.

Esta experiencia registra antecedentes en nuestro país, y seguramente en otros países. En el tramo final del siglo XIX, cuando el riesgo-argentino era todavía alto, las concesiones de ferrocarriles incluían grandes extensiones de tierra a los costados de las vías. A medida que el riesgo-argentino se redujo y el país creció, las concesiones incluyeron menos tierras, hasta que finalmente dejaron de incluirlas, y las empresas de ferrocarriles se contentaron con la rentabilidad del negocio de transporte exclusivamente.

Política Comercial: La inestabilidad de la política comercial (aranceles, cuotas y subsidios al comercio exterior) juega un papel en la formación del riesgo-país sólo menos importante que la inestabilidad monetaria. La política comercial determina la política industrial de un país; de allí la necesidad de una política comercial irreversible. El ingreso argentino al NAFTA suministrará precisamente esa irreversibilidad. Además de los beneficios del libre comercio, el ingreso al NAFTA ejercerá sobre el riesgo-argentino un efecto similar al que ha ejercido la convertibilidad del peso. El NAFTA será un poderoso antídoto contractual e institucional contra la incertidumbre sistémica. También será una manera de decirle al mundo financiero internacional que Argentina está debajo del ala de la Reserva Federal, aun sin un acuerdo explícito que obligue a la Reserva a actuar como prestamista de última instancia de nuestro país. En el marco del patrón dólar y el NAFTA, el riesgo-argentino convergería en el riesgo del estado de Kentucky.

El vínculo especial que une a Australia y Gran Bretaña ilustra la esencia de nuestro argumento. Aunque estos países han tenido una lengua, un derecho y una política exterior común, no es menos cierto que también han tenido una misma moneda, o que ha habido un tipo de cambio fijo entre el dólar australiano y la libra inglesa durante la mayor parte del tiempo, y una misma política arancelaria. Como resultado, el riesgo-australiano ha tendido históricamente al riesgo-inglés. Hundir capital en Australia nunca fue apreciablemente más riesgoso que hundirlo en Manchester. En una palabra, creemos que la clave del milagro económico australiano, un país más alejado de Europa y EEUU, menos poblado y más joven e inexperto que Argentina, es su pertenencia al Commonwealth británico.

Cien años atrás, cuando se produjo el milagro económico argentino, nuestro país tenía estabilidad política y patrón oro, y era un miembro tácito del Commonwealth británico. Ahora, recuperadas trabajósamente la estabilidad política y la estabilidad monetaria, falta la última pata del trípode: la asociación comercial a una potencia grande, estable y abierta. El patrón oro de ayer se llama hoy patrón dólar y el Commonwealth, NAFTA.

Imposición al Consumo: Los párrafos anteriores sugieren una posibilidad que no podemos dejar de considerar. Aun con estabilidad política, patrón dólar e integración al NAFTA, la economía argentina continuará siendo inherentemente más riesgosa que aquellas pequeñas nuevas economías anglosajonas, como Canadá, Australia o Nueva Zelanda. No obstante la eficiencia pro-capitalista de las instituciones básicas que nos demos, nuestro país continuará desenvolviéndose sobre una base organizativa y dentro de una ley, una cultura y una idiosincrasia mediterránea y latina, y seguirá alejado de los grandes centros financieros de Europa y EEUU. Canadá limita físicamente con EEUU, además de tener la misma herencia cultural; Australia y Nueva Zelanda están muy lejos de Gran Bretaña, pero los tres países son miembros de un club especial. Resulta, en consecuencia, improbable que en el futuro

previsible la prima de riesgo-argentino caiga hasta el nivel de la canadiense y permanezca allí indefinidamente. Esta hipótesis no es gratis; si se cumpliera, dañaría apreciablemente nuestras posibilidades económicas. Una brecha de apenas un punto porcentual impediría que la dotación de capital por trabajador argentino superase el 80%-85% de la dotación del trabajador canadiense.

La imposición al consumo, como norma invariable de política tributaria, puede ser un remedio para el sesgo estructural hacia el alto riesgo-argentino. Este tipo de imposición tiene un par de ventajas capaces de neutralizar aquel diferencial: no grava el interés que genera el ahorro y, por encima de todo, permite la deducción automática del 100% de la inversión. Un IVA tipo consumo o el novedoso impuesto Hall-Rabushka garantizan que el valor agregado por el factor capital será gravado una vez y sólo una vez. Otros tributos (ganancias, ventas minoristas) gravan más de una vez el valor agregado por el capital, sea a través de la doble imposición de los intereses, de mecanismos imperfectos de amortización de la inversión, o de la imposición en cascada de los insumos.

Competitividad: Con la competitividad de un país sucede lo mismo que con el elefante del proverbio: es fácil de reconocer pero difícil de definir. Que Argentina es un país caro es un hecho incuestionable, en particular desde la estabilización monetaria, razón por la cual la falta de competitividad es generalmente atribuida a la Convertibilidad. Desde luego, una buena ley laboral o un Estado que funcione mejorarían la competitividad argentina. Sin embargo, creemos que la importancia de las reformas estructurales ha sido sobrestimada. Lo realmente caro en nuestro país son los servicios y las manufacturas industriales. Los servicios son caros porque son escasos, y son escasos porque la economía argentina quedó subcapitalizada y subofertada desde la Convertibilidad (vea arriba “Inflación y Deflación”). Las manufacturas son caras porque el Mercosur impide la libre importación. Una reducción sostenida del riesgo-país capitalizará el sector servicios, expandirá su oferta y rebajará sus precios. Tan fuerte es este impulso, que no obstante la elevada prima actual de 7 puntos porcentuales sobre Libor, proliferan las inversiones en cines, hoteles, moteles y shopping centers a lo largo y ancho del país. Una profunda apertura comercial rebajará los precios industriales. El ingreso argentino al NAFTA conseguiría ambas cosas a un mismo tiempo: la reducción permanente del riesgo sistémico y la libre importación. En comparación con el proyecto del NAFTA, la flexibilización laboral, la desregulación de las obras sociales, la segunda reforma del Estado y la desmonopolización del servicio telefónico, entre otras banderas del movimiento reformista, son herramientas de segundo orden de importancia en la solución del problema de la competitividad.

REFERENCIA BIBLIOGRAFICA

Abel, A. (1990): "Consumption and Investment", Handbook of Monetary Economics, vol. 2, editado por B. Friedman y F. Hahn, North-Holland.

Aizenman, J. (1998): "New Activities, the Welfare Cost of Uncertainty and Investment Policies", International Journal of Finance & Economics, april.

Aizenman, J. y N. Marion (1998): "Volatility and Investment: Interpreting Evidence from Developing Countries", mimeo, january.

Avila, J. (1999): "Riesgo-Argentino & Ciclo Económico", Económica, La Plata.

Friedman, M. y A. Jacobson Schwartz (1963): A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton University Press, cap. 7.

Harberger, A. (1974): "Three Basic Postulates for Applied Welfare Economics", Taxation and Welfare, The University of Chicago Press.

Harberger, A. (1976a): "On Country Risk and the Social Cost of Foreign Borrowing by Developing Countries", University of Chicago, mimeo, september.

Harberger, A. (1976b): "On the Determinants of Country Risk", University of Chicago, mimeo, december.

Harberger, A. (1980): "Vignettes on the World Capital Market", American Economic Review, may.

Harberger, A. (1998): "Letter to a Younger Generation", Journal of Applied Economics, Universidad del CEMA, november.

Hausmann, R. y M. Gavin (1995): "Overcoming Volatility", Economic and Social Progress in Latin America, Inter-American Development Bank.

Pindyck, R. y A. Solimano (1993): "Economic Instability and Aggregate Investment", NBER Macroeconomics Manual.

Ramey, G. y V. Ramey (1995): "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth", American Economic Review, december.

Rodríguez, C. (1997): "Implicancias Macroeconómicas del Plan de Convertibilidad", Convertibilidad, op. cit.

Skidelsky, R. (1994): John Maynard Keynes, The Economist as a Saviour, 1920-1937, The Penguin Press, cap. 6.