

# Argentina en Transición

La recesión 1998-2000

Carlos Alfredo Rodríguez

**Agosto 2000**

<b>Introducción .....</b>	<b>3</b>
<b>Sección I: Economía y Política .....</b>	<b>7</b>
<i>I.1- Período 1980-1998: Dos Décadas, Dos Modelos .....</i>	<i>7</i>
<i>I.2- Actualidad Nacional Post-reelección .....</i>	<i>13</i>
<i>I.3- Política Preelectoral.....</i>	<i>15</i>
<i>I.4- Interpretando la Recesión.....</i>	<i>16</i>
<i>I.5- El Dilema Argentino: Entre Maastrich y la Pobreza.....</i>	<i>18</i>
<i>I.6- La Falta de Propuestas Agrava la Crisis .....</i>	<i>20</i>
<i>I.7- Deben Reducirse los Aportes Patronales y el Gasto Nacional y Provincial.....</i>	<i>23</i>
<i>I.8- Propuesta Democrática de Reforma Política .....</i>	<i>24</i>
<i>I.9- Una Transición sin Crisis .....</i>	<i>26</i>
<i>I.10- Propuestas de Ajuste Estructural para el 2000 .....</i>	<i>27</i>
<i>I.11- Comentarios sobre el Discurso Inaugural del Presidente De la Rúa .....</i>	<i>30</i>
<i>I.12- Reforma Tributaria: Significativa marcha atrás (o hacia la izquierda?).....</i>	<i>32</i>
<i>I.13- La Reforma Impositiva atenta contra el Crecimiento y el Capital Humano.....</i>	<i>33</i>
<i>I.14- Competitividad y Escala .....</i>	<i>35</i>
<i>I.15- El Comercio Exterior en la Encrucijada (Bis).....</i>	<i>37</i>
<i>I.16- Respuesta a mis críticos.....</i>	<i>39</i>
<i>I.17- La Política de la Culpa.....</i>	<i>40</i>
<i>I.18- ¿Quo Vadis Argentina? Temas Pendientes de Ajuste Estructural.....</i>	<i>42</i>
<b>Sección II : Teoría y Evidencia .....</b>	<b>47</b>
<i>I.19- Peligrosos Remedios para la Preocupante Situación Fiscal.....</i>	<i>44</i>
<i>II.1 Marco Teórico para la Política Macroeconómica en Países Emergentes.....</i>	<i>47</i>
<i>II.2. Grado de Apertura en una Economía Abierta .....</i>	<i>80</i>
<b>Sección III: Conclusiones .....</b>	<b>89</b>
<i>II.3- Ajustes Impositivos y Políticas de Encajes con Tipo de Cambio Fijo .....</i>	<i>85</i>
<b>Apéndice Estadístico.....</b>	<b>92</b>
<i>¿Cuándo y Cómo Salimos de Esta?.....</i>	<i>89</i>

## Introducción

Cuando Roque Fernández me pidió que formara parte de su equipo en el Ministerio de Economía en Julio de 1996, acepté inmediatamente. El desafío era demostrar que los cambios estructurales e institucionales que se habían realizado a partir de 1989 iban mas allá de la figura de una persona. Creo que eso lo logramos. La confianza en la continuidad de las reglas de política económica permitieron que, a pesar de un fuerte ajuste fiscal, la economía creciera mas del 9% en nuestro primer trimestre en el gobierno.

Cuando la Alianza sucedió al Justicialismo en Diciembre de 1999, la transición se realizó en un marco de paz social, equilibrio financiero y recuperación del crecimiento. La Alianza había prometido en su campaña respetar las reformas mas fundamentales del gobierno de Menem: la Convertibilidad, la economía de mercado, las privatizaciones, la apertura económica y el objetivo del equilibrio fiscal.

Exactamente dos años después de asumir, presenté a Roque mi renuncia. El problema de ser miembro de un equipo de gobierno es que uno no siempre puede decir lo que piensa. En Julio de 1998 la macroeconomía estaba básicamente en orden y los políticos estaban en plena campaña para preservar sus fuentes de trabajo frente a las elecciones de 1999. Los temas pendientes de ajuste estructural, que eran muchos, habían pasado a segundo plano. Decidí que frente a ese panorama seria mejor dedicar mi tiempo a actividades mas productivas: mi hija por nacer, la Universidad del Cema, y volver a decir públicamente lo que pensaba.

Normalmente, los funcionarios al dejar sus cargos escriben un libro relatando e interpretando sus experiencias en la función pública. En mi caso celebro mi vuelta a la actividad privada y lo hago recopilando una serie de trabajos y artículos en los que, sin restricciones, he opinado en los dos años que pasaron desde que dejé el gobierno.

Una vez un político, a quien respeto, me acuso de tener incontinencia verbal. Fue por decir algo que era absolutamente cierto pero impopular. A veces hasta los mejores políticos juzgan a los hechos por su popularidad mas que por su contenido. Librado de la carga de medir mis expresiones por el aplausómetro, puedo ahora decir todo lo que pienso, incluso en forma escrita. La Universidad y mi formación me lo permiten y exigen.

He incluido un solo reportaje realizado durante mi gestión en el Ministerio de Economía: el último reportaje que concedí, publicado en el diario Clarín. Lo he puesto porque esa nota refleja fielmente mi estado de animo y mis preocupaciones un par de días antes de renunciar. Claramente mis prioridades de gobierno no estaban en línea con las necesidades de una de las campañas electorales mas largas de nuestra historia. No es casualidad que esta larga e innecesaria campaña política y su resultado hayan coincidido con la recesión económica mas larga que el país haya experimentado. Parece que los políticos cada vez dedican mas tiempo a si mismos y menos a gobernar.

El libro comienza con una Sección titulada: Economía y Política que incluye 18 artículos recientes con mis opiniones y propuestas sobre la actualidad económica. Algunos de esos trabajos han sido publicados previamente en los Diarios Ambito Financiero, Clarín, El Cronista, La Nación y la Revista Análisis editada por el Centro de Economía Aplicada de la Universidad del CEMA.

El capítulo I.1 establece el punto de partida al mostrar nuestra realidad económica actual a la luz de la comparación histórica. Los datos indican que en los últimos 20 años el ingreso del argentino medio ha caído 20%. Esta caída reconoce dos etapas en dos décadas: la década del 80, marcada por las políticas activas, durante la cual el ingreso medio de las personas cayó un 46% y la década del 90, de profundos cambios estructurales, en los que se logró recuperar parte de lo perdido anteriormente. Lamentablemente, las sucesivas crisis internacionales y las luchas políticas debilitaron el momentum favorable a la profundización de la estrategia de economía abierta y de mercado. El resultado ha sido el estancamiento que prevalece desde mediados de 1998 y continúa a mediados de 2000, cuando escribo estas líneas.

Los capítulos I.2 al I.10 se refieren a la transición política ocurrida durante 1998-99 y sus efectos sobre la economía. Rescato la contribución positiva que tuvieron las instituciones económicas para apoyar la difícil transición política e incluso me permito realizar varias sugerencias sobre medidas para continuar profundizando el cambio estructural comenzado en los 90. Entre ellas destaco la noción de que tenemos demasiados cargos políticos para manejar una economía de nuestro tamaño y propongo reemplazar el actual Congreso por un sistema unicameral con no más de 30 representantes elegidos en distrito único nacional en forma uninominal, eliminándose las listas sábanas.

A partir del Capítulo I.11 ya me ocupo abiertamente de la Alianza, al conocerse la composición del gabinete económico y sus propuestas impositivas. Desde entonces he sido un férreo crítico de la gran mayoría de las medidas económicas propuestas o implementadas por la Alianza. Dejo al lector interpretar si mi crítica al impuestazo, publicada una semana después de la asunción de De la Rúa fue un acto de impiedad política o una predicción fundada de adónde puede llevar una medida improvisada, poco profesional e innecesaria.

Hoy día es ampliamente reconocido que la reforma impositiva de Diciembre de 1999, llamada "el impuestazo", provocó una crisis de credibilidad que sentó las bases para el posterior estancamiento de la economía. El 16 de Diciembre de 1999, realicé en soledad un pronóstico para muchos arriesgado en la editorial de Análisis que se tituló: "La Reforma Impositiva atenta contra el Crecimiento y el Capital Humano". **Lamentablemente tuve razón.**

Quisiera destacar el Capítulo I.15 en el que, frente a la crisis del Mercosur, propongo la alternativa superior de intentar integrarnos al NAFTA y de establecer acuerdos de industria Maquiladora los cuales podrían corregir tanto nuestro problema de competitividad como el alto y creciente desempleo.

La segunda Sección, Análisis Teórico, está dirigida al lector interesado en poseer una base para el análisis teórico de la mayoría de los documentos periodísticos de la primera sección. El capítulo II.1 incluye el trabajo titulado: Marco Teórico para la Política Macroeconómica en Países Emergentes y elabora sobre los principales conceptos teóricos que me llevan a mis conclusiones en materia de política económica. El capítulo II.2 presenta evidencia empírica sobre cuáles son los factores determinantes del grado de competitividad y apertura de una economía y muestra cuán lejos del grado óptimo de apertura económica se halla nuestro país. El Capítulo II.3 incorpora la prima de riesgo país al tradicional modelo de Mundell-Fleming y analiza las implicancias de políticas monetaria, fiscal y de encajes bancarios en una economía sujeta a la Convertibilidad.

La Tercera Sección, titulada ¿Cuándo y Cómo Salimos de Esta?, contiene un sólo documento que espero sea lo suficientemente corto y claro como para merecer el tradicional adagio de "lo bueno, si breve, dos veces bueno". Finalmente, el Apéndice presenta los datos básicos macroeconómicos del período analizado.

En Julio de 2000, la situación económica es preocupante. Las inversiones están paralizadas por la manifiesta falta de credibilidad e inexperiencia del gobierno con las reglas básicas de funcionamiento de una economía capitalista de mercado. Sin inversiones no hay crecimiento y los inversores no están dispuestos a dejar sus ahorros en manos de burócratas que manejan políticas activas como si dirigieran una gran orquesta productiva.

**Para volver a crecer, la receta es muy simple: el gobierno debe retomar la senda del capitalismo de mercado y abandonar la idea de que se puede manejar a la economía como si fuera un tablero de ajedrez.**

### **Preocupa a Economía Pelea por la Reelección, Clarín, 14 de Julio de 1998**

*Es muy difícil manejar la economía de un país en donde no sólo hay ebullición política interna sobre quién nos va a suceder, sino que también está en duda qué sistema laboral y tributario vamos a tener." De esta forma, el Viceministro Carlos Rodríguez, segundo de Roque Fernández, expresó la preocupación que reina en el Palacio de Hacienda por las **consecuencias económicas** que podría tener la pelea por la reelección.*

*Fernández, que habló ayer durante un acto en la Rural, trató de bajar el tono a la discusión: "Son temas que van por carriles separados", comentó. Pero no pasó lo mismo con Rodríguez: "Estamos a un año y medio de la elección presidencial y parece que fuera mañana", se quejó el Viceministro durante una entrevista que mantuvo ayer con **Clarín** en su despacho.*

**-¿Qué es lo que más le preocupa de esta situación?** -Que las internas no afecten el acto de gobernar, sobre todo en el Congreso. El oficialismo y la oposición son responsables de aprobar las leyes que necesita el pueblo argentino. Nosotros como técnicos no participamos en las internas y tratamos de ayudar a gobernar, pero estamos a merced del quórum y de los apoyos.

**-¿Se refiere a la reforma impositiva?** -Exacto. Es muy difícil manejar la economía de un país en donde no sólo hay ebullición política interna sobre quién o qué sistema nos va a suceder, sino que también está en duda qué sistema laboral y tributario vamos a tener. No es posible postergar el tratamiento de reformas tributarias o laborales dependiendo de la resolución de internas.

**-¿Cómo puede afectar esto las decisiones de inversión?** -El inversor que mira a la Argentina no sabe qué Constitución va a tener, ni quién va a ser el candidato de cada partido, ni cuál va a ser el sistema laboral ni el tributario. Incluso dentro de un mismo partido hay candidatos que apoyan el sistema económico y otros que dicen que hay que cambiarlo. Estamos haciendo demasiado ruido y esos errores se pagan caro. Hoy en el mundo, con los problemas de Rusia y Japón, pasamos desapercibidos. Pero en cualquier momento nos vamos a asimilar a ese tipo de situaciones y nos vamos a dar cuenta de que ya es tarde.

**-¿Usted toma partido en la interna entre Menem y Duhalde?** -Es obvio que Duhalde no apoya este modelo, lo dijo un montón de veces. Y también sé que algunos de la Alianza lo apoyan como tomando aceite de ricino. Menem es quien más lo apoya, porque fue quien lo hizo. Pero creo que habría que dar una señal más clara.

**-¿Qué tipo de señal?** -Acepto que pongan en riesgo la continuidad del modelo más allá del año 2000. Pero que la gente no sepa con qué sistema tributario va a tener que pagar impuestos dentro de dos meses es muy grave. No podemos posponer todo hasta el 2000. Hace falta saber si, por ejemplo, el impuesto a los autos para el fondo educativo está suspendido o no. Porque se dijo que se suspendían los fondos especiales, pero sin embargo la comisión del Congreso le dio dictamen. Supongo que la suspensión del plan Laura quedó firme, aunque nadie lo dijo con todas las letras.

**-¿Cree que la reforma impositiva necesita de un empujón político del Presidente para ser aprobada?** -Absolutamente. Es indispensable el apoyo del Presidente para que la reforma salga. Hace dos semanas que la comisión no logra expedirse. Creemos que el Presidente Menem también piensa lo mismo y mañana (por hoy) instruirá a los legisladores para que avalen el proyecto.

**-¿Cómo afectan la pelea política las negociaciones con el FMI?** -Las metas fiscales se cumplen. La reforma impositiva se presentó en tiempo. La única que tenía que estar aprobada y no lo está es la laboral. Ahí está el tema. Seguramente se pedirá un poco más de tiempo. Pero si mañana se decide que la reforma tributaria no se vota en el Congreso, bueno ahí sí que estaríamos frente a un problema con el FMI.

## Sección I: Economía y Política

### I.1- Período 1980-1998: Dos Décadas, Dos Modelos Documento de Trabajo No.147, Universidad del Cema,

La Guerra de Malvinas en 1982 marca el fin de la política económica del gobierno militar, basada en mercados relativamente libres con economía abierta y un alto déficit fiscal financiado con endeudamiento externo. A mediados de 1982 se instrumentan políticas de licuación de pasivos, nacionalización de la deuda externa privada, controles de precios, cambios y tasas de interés. Comienza lo que llamamos la etapa de Políticas de Ingresos.

La etapa de las Políticas de Ingresos se caracterizó con una economía más cerrada que en la etapa anterior y la continuación del rol preponderante del Estado, tanto en el gasto deficitario como en la fijación de precios, salarios, cambio y créditos.

Entre 1982 y 1986 se experimenta el boom de la Política de Ingresos. **Durante este período el Producto Bruto Interno crece 0% en tanto que los ingresos reales de las personas se incrementan un 53%.<sup>1</sup> La inconsistencia macroeconómica planteada es evidente ya que no se puede distribuir lo que no se tiene.** Los desequilibrios macroeconómicos son ocultos inicialmente por el control de precios y la desinversión y más tarde por el financiamiento inflacionario y el endeudamiento. El sistema se derrumba a partir de 1987 y termina con la hiperinflación de 1989-90. Durante el colapso final de la etapa de Política de Ingresos se experimentan los peores niveles registrados de ingresos absolutos como de la distribución del ingreso.

En 1990-91 se instrumenta la Economía de Mercado, basada en economía abierta, financiamiento genuino (no inflacionario) y flexibilidad de precios. Tanto el PBI como el Ingreso Personal crecen sostenidamente. La crisis del Tequila detiene momentáneamente este proceso de crecimiento pero la magnitud de esta crisis no es para nada comparable con la de 1982 o 1989-90.

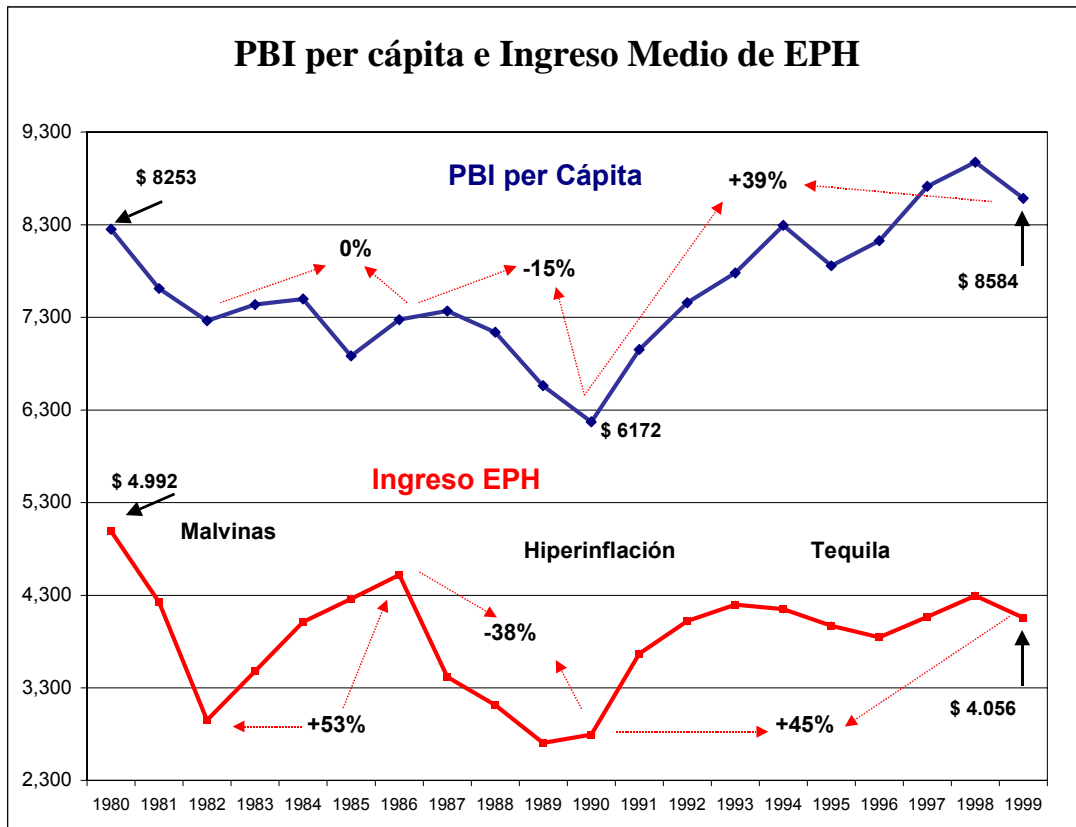
#### Resumen de Políticas Macroeconómicas

	Precios	Comercio	Estado Empresario
Gobierno Militar	Libres	Abierto	Si
<b>Políticas de Ingresos</b>	Controlado	Cerrado	Si
<b>Economía de Mercado</b>	Libres	Abierto	No

Tanto el Gobierno Militar como el del Presidente Alfonsín terminaron en medio de profundas crisis económicas debidas a la inconsistencia macroeconómica de sus políticas. En ambos casos se verificaron caídas significativas en el nivel de ingresos reales de los más pobres. Bajo la Economía de Mercado, a pesar de las recurrentes crisis internacionales ocurridas en 1997-99, se experimentará un cambio de gobierno no-traumático dentro de un contexto de recuperación del

<sup>1</sup> La producción es medida por el Producto Bruto Interno (PBI) en tanto que los ingresos de las personas los medimos por el nivel de ingreso per-capita familiar según el Cuadro 29 de la Encuesta Permanente de Hogares elaborada por el INDEC. No toda la producción tiene una contrapartida en ingreso de las personas: el gobierno saca una fracción con impuestos, las empresas privadas y publicas retienen ganancias y finalmente una parte del PBI va al extranjero como pago de dividendos. En 1983 no se realizó la EPH por lo que hemos estimado los datos promediando 1982 y 1984.

crecimiento. Si bien se han estancado los ingresos reales de los más pobres desde 1996, esto puede deberse al contexto internacional de crisis recurrentes y caída de términos de intercambio. Este estancamiento debido a condiciones de crisis externas compara favorablemente con caídas en el ingreso de los más pobres de 57% en Malvinas y del 42% después del colapso del Plan Austral.

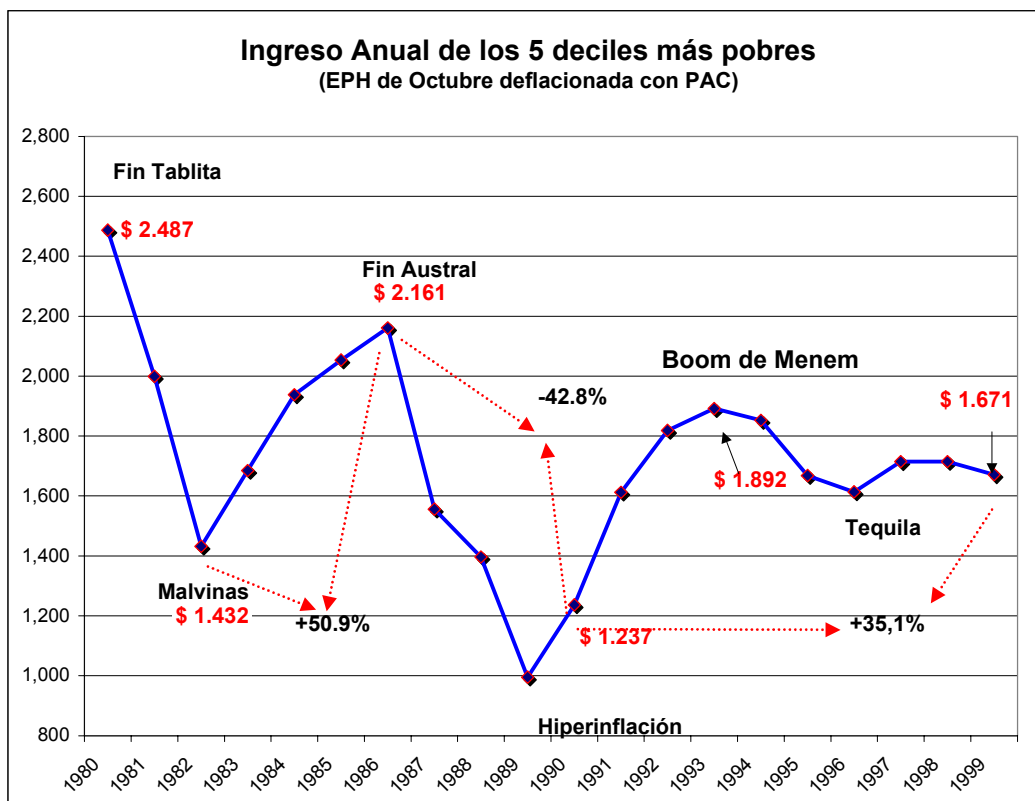


#### El Fracaso de las Políticas de Ingreso: 1982-90

El periodo 1982-90 es un caso perfecto para ilustrar los efectos de un sistema económico macroeconómicamente inconsistente. En muchos casos, el anuncio de una mala política macroeconómica puede resultar en estadísticas económicas que inicialmente muestran mejoras significativas. Latinoamérica abunda en este tipo de experiencias. Tanto el gobierno de Salvador Allende en Chile como el de Alan García en Perú implementaron políticas de ingresos que mostraron una mejora inicial antes de llevar al sistema al colapso inflacionario y productivo.

A fin de ilustrar la experiencia Argentina es conveniente dividir el periodo de vigencia de la política de ingresos en dos partes: el boom y la debacle.

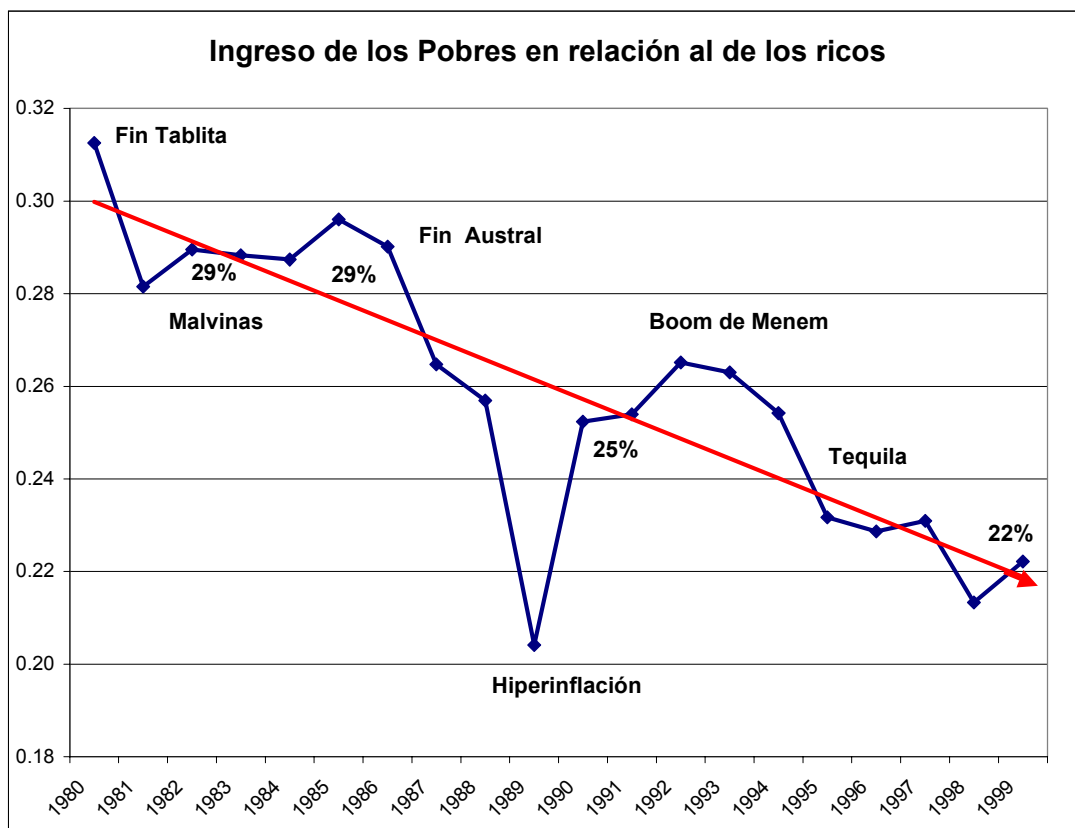




Durante el boom de los controles, 1982-86, el producto per-capita permaneció estancado, a pesar de lo cual se incrementó el ingreso de las personas en un 53%: La inconsistencia es clara: no es posible que producción e ingresos diverjan en tal magnitud. Tanto los pobres como los ricos se beneficiaron de este aumento de ingresos (sin aumento en producción).

La debacle se inicia con el fracaso del plan Austral, que congela precios y mantiene el gasto publico deficitario. Entre 1986 y 1990 rige la inflación y la recesión. La producción, medida por el PBI per capita cae un 15% y el ingreso de las personas recupera consistencia al caer un 38%. Cae tanto el ingreso de los ricos (el 50% de más altos ingresos) como el de los pobres (el 50% de más bajos ingresos).

Tomado globalmente, el periodo de Políticas de Ingresos muestra un claro resultado negativo: Cae el PBI un 15%, el Ingreso promedio un 5% y tanto los pobres como los ricos terminan peor que antes.



### Comparaciones con Estados Unidos

Durante la Economía de Mercado crecen todas las variables, PBI, Ingreso promedio y el de ricos y pobres. Sin embargo el ingreso de los pobres no recupera aún los niveles máximos anteriores (insostenibles) de 1980 o 1986. Tanto el PBI como el ingreso de los más ricos crece sostenidamente después del Tequila en tanto que el ingreso de los más pobres no se recupera. La falta de flexibilización laboral y altos impuestos al trabajo pueden en parte explicar este fenómeno. También está la realidad de la globalización que ha disminuido el crecimiento de los grupos de más bajos ingresos al enfrentarlos con la competencia de los países asiáticos que tenían ingresos mucho más reducidos. Este fenómeno se ha experimentado en USA donde entre 1980 y 1997 el ingreso del 40% más pobre relativo al del 40% más rico cayó de 21.3% a sólo 17.2%. Durante este periodo en Argentina, el ingreso relativo del 40% más pobre cayó del 30.8% al 26.3%, siguiendo un trend similar al de USA.

## Comparación de Ingresos por Hogar Argentina-USA

AÑO	Ingreso del 40% más pobre de la población		Ingreso del 40% más pobre sobre el 40% más rico		Ingreso del 20% más pobre sobre el 20% más rico	
	ARGENTINA (*)	USA	ARGENTINA	USA	ARGENTINA	USA
1980	8309	14921	30.8%	21.3%	19.6%	9.8%
1985	6949	15011	30.1%	19.6%	19.2%	8.8%
1990	4584	14488	29.8%	19.1%	16.8%	8.4%
1995	5817	15137	25.8%	17.8%	15.1%	7.6%
1997	5964	15485	26.3%	17.2%	15.2%	7.3%

\*Los datos de Argentina son en pesos constantes de 1997, los de USA en dólares constantes de 1997.

Los datos de USA son del Bureau of the Census.

Los datos también muestran un resultado sorprendente: el ingreso relativo del 40% más pobre es superior en Argentina que en USA. Esto también es válido para el ingreso del 20% más pobre relativo al del 20% más rico. Sistemáticamente en Argentina el ingreso muestra una mejor distribución que en USA. No así los niveles absolutos, que en USA casi triplican los nuestros. Suele aducirse que este fenómeno se debe a que el INDEC no releva apropiadamente a los más ricos. Debe notarse que nuestra definición de ricos incluye al 40% o 50% de mayores ingresos y no solo a unos pocos millonarios (que en USA probablemente vivan en paraísos fiscales y tampoco se reporten). Las estadísticas del INDEC son elaboradas según estándares internacionales y descartarlas por incorrectas precisaría de un trabajo mucho más elaborado que una simple creencia.

### Cuadros de Síntesis

#### El Fracaso de las Políticas de Ingresos: 1982-1990

##### Entre 82 y 86

- **Se usaron controles de precios, salarios, cambios y tasas de intereses**

- El PBI no cambió y el Ingreso Personal subió 53%
- El Ingreso Personal de los más ricos crece un 50.6%
- El Ingreso Personal de los más pobres crece un 50.9%\*

##### Entre 86 y 90

- **Colapsan las políticas de ingresos: inflación y desequilibrio externo.**

- El PBI cae 15% y el ingreso de las personas cae 38%.
- El Ingreso Personal de los más ricos cae un 34.2%
- El Ingreso Personal de los más pobres cae un 42.8%

\*Los cambios en ingresos parciales difieren del total porque cambió el número de persona el 50% de familias más pobres.

## Balance de Dos Períodos

### **Entre 82 y 90 :**

- **El sistema de Política de Ingresos da crecimiento neto negativo. Termina en Hiper.**
- El PBI y el Ingreso Personal caen parejo: 15% y 5%
- El Ingreso Personal de los más ricos cae un 1%
- El Ingreso Personal de los más pobres cae un 14%
- Se deteriora la Distribución del Ingreso.

### **Entre 90 y 98 :**

- **Rige la Economía de Mercado**
- El PBI y el Ingreso Personal crecen parejo: 45% y 54% .
- El Ingreso Personal de los más ricos crece un 64%
- El Ingreso Personal de los más pobres crece un 39%
- Se deteriora la Distribución del Ingreso.

	Ingreso Anual EPH			PBI per Capita
	50% Bajo	50% Alto	Promedio	
1980	2487	7958	4992	8253
1981	1999	7100	4226	7612
1982	1432	4945	2950	7263
1983	1685	5845	3481	7439
1984	1938	6744	4011	7499
1985	2054	6937	4261	6883
1986	2161	7448	4518	7276
1987	1556	5877	3417	7369
1988	1397	5436	3113	7140
1989	996	4877	2706	6561
1990	1237	4902	2794	6172
1991	1613	6350	3670	6953
1992	1819	6859	4020	7459
1993	1892	7192	4198	7781
1994	1852	7287	4149	8293
1995	1668	7200	3971	7857
1996	1614	7057	3847	8128
1997	1715	7424	4066	8715
1998	1715	8039	4295	8976
1999	1671	7521	4056	8584

Los valores nominales reportados cada Octubre en la EPH son convertidos a pesos de 1998 deflacionándolos por el IPC del mes siguiente (Noviembre) Esto se debe a que el asalariado recibe su sueldo a fin de mes y lo gasta durante el mes siguiente. Además, el IPC de Noviembre representa aproximadamente el nivel de los precios entre el 15 de Octubre y el 15 de Noviembre. Los datos de EPH de 1983 son una interpolación simple de los de 1982 y 1984 ya que ese año no se realizó la EPH.

## I.2- Actualidad Nacional Post-reelección Análisis Agosto 1998.

La renuncia del Presidente Menem a la reelección tranquilizó las aguas políticas y permitió que el foco volviera a concentrarse sobre otros temas prioritarios, entre ellos la economía. Creo que últimamente los argentinos nos hemos confiado demasiado en el aparente divorcio entre la economía y la política. El pobre tratamiento que está dando el Congreso a las dos reformas pendientes (laboral y tributaria) podría llegar a abrir nuevamente la relación entre economía y política antes de lo que muchos imaginan. La marcha de las principales variables económicas que más preocupan a los inversores está hoy en manos de políticos a través del tratamiento de los dos proyectos de reforma.

La misión del FMI no completó la revisión del Acuerdo que vino a hacer. Sólo indicó verbalmente que aprobaría las metas fiscales, pero aún falta expedirse sobre las metas de cambio estructural. Para que estas sean aprobadas hace falta que se cierre la revisión mediante la presentación de un informe favorable al Directorio del FMI. Ello no ha ocurrido y tiene muy pocas probabilidades de ocurrir dados los vientos que soplan en el Congreso. **Si este es el caso los inversores rápidamente tomarán nota.**

Para convencer al Fondo, la reforma laboral debe ser aprobada con las modificaciones agregadas por Erman, relacionadas a la duración del periodo de prueba y a la ultraactividad de convenios privados. La reforma impositiva tiene para el FMI un objetivo prioritario: la reducción significativa de las cargas laborales. Si esto no ocurre la reforma no cumpliría los objetivos comprometidos. Además, es obvio que peligra el empleo si la reforma laboral elimina los contratos promovidos y la reforma fiscal no reduce los aportes patronales.

Todo esto nos lleva a la obvia conclusión de que los mercados podría tomarnos de sorpresa ante esta realidad de que la política está en vías de afectar a la economía. La reducción de la tasa de crecimiento y la grave crisis internacional exigen un frente interno sólido y profesional más que una cancha embarrada por un año electoral.

El programa de la Alianza no es más que una expresión de buenos deseos, sin explicitar los instrumentos para alcanzarlos. De cualquier forma, los deseos expresados son razonables y no creo que agreguen ruido negativo a la ya conflictiva situación política. Los dos partidos mayoritarios quieren dar la imagen de respetar el "Modelo", pero están fundamentalmente divididos internamente. La Alianza oscila entre el Frepaso de izquierda y sin experiencia y el Radicalismo, de Centro y con experiencia lamentable en materia de administración de la economía.

El Justicialismo también vive una etapa de indefinición de sus candidatos: Duhalde representa por el momento las ideas y métodos del partido corporativo que llevó el país al caos de décadas pasadas, en tanto que aún no se perfila quién será el sucesor del exitoso modelo de Menem. Es de esperar que el Justicialismo evolucione hacia la continuidad del nuevo modelo de economía de mercado. La alternativa de un Justicialismo corporativo y populista en la oposición con los radicales en el gobierno sería catastrófica.

Con Guidotti a cargo, el frente fiscal está bien administrado y son buenas las perspectivas de obtener un presupuesto razonable para 1999. Además Menem dio una muy buena señal al reducir la ejecución del presupuesto en 1000 millones y apoyar la reforma fiscal presentada al Congreso en su versión de Economía. Pero Menem no es todo y el bloque del justicialismo está paralizado frente a los lobbies, dadas sus necesidades derivadas de la interna electoral. **En esta situación en que el justicialismo no puede aprobar sus propios proyectos, la Alianza debería dar una mano y prestar los votos necesarios. Al fin y al cabo, los economistas de la Alianza están mayoritariamente a favor de las reformas propuestas y si llegaran a ser gobierno deberían ser los primeros interesados en tener solucionado el frente laboral y fiscal.**

El triunfo del moderado de la Rúa como candidato de la Alianza, rodeado de economistas profesionales que apoyan al “modelo” abre dos interrogantes:

- (1) ¿El giro a la sensatez económica del Radicalismo será genuino o sólo fue una estrategia para enfrentar a Graciela? ¿Durará López Murphy más de lo que duró Rodríguez Giavarini en el Gobierno de la Ciudad?. Creemos que de la Rúa es genuino en su elección de López Murphy. Pero no creemos que todo el radicalismo apoye esta elección: pasadas las internas de la Alianza, falta ver las internas Radicales. Independientemente de las verdaderas motivaciones de los candidatos y partidos, es un hecho que los votantes de la Alianza se volcaron masivamente hacia el candidato moderado que ofrece la continuidad del modelo económico. Sólo los votantes de Capital, bombardeados por una campaña mediática votaron a favor de Graciela.
- (2) ¿Qué actitud tomará quienquiera sea el candidato triunfante del Peronismo frente al modelo económico, dado el giro a la derecha de la Alianza?. Es muy posible que el Radicalismo apoye el modelo y ofrezca profundizarlo en el frente fiscal en tanto el peronismo juegue por “izquierda”. La alta tasa de desempleo, producto de la mala reforma laboral, será un aspecto importante en la interna peronista, altamente dependiente de la influencia del poder gremial.

La verdad es que aún existe una alta demanda por intervencionismo por parte de una fracción no despreciable del electorado y es por lo tanto improbable que ningún partido importante trate de capturar esta franja. Esta sería la reacción natural de Duhalde, conocido por tomar decisiones sobre la base de encuestas. Ocurre, sin embargo, que a veces las encuestas son muy influenciadas por los medios, cosa que no ocurre tanto en las decisiones íntimas al momento de votar.

Creemos que Duhalde candidato se inclinaría, al menos en la retórica, hacia la izquierda, pero ¿harían lo mismo Reutemann o Ruckauf, dos de los mejores “tapados”? Lo lógico sería un peronismo de “derecha” y una Alianza de “izquierda”, pero ¿quién dijo que debe prevalecer la lógica?. Otro dato preocupante es que un gobierno de la Alianza de derecha sería peligrosamente puesto en jaque por un peronismo opositor combativo de izquierda: esta sería una alternativa altamente inestable.

Lo único claro hasta ahora es que el posicionamiento –y triunfo- de de la Rúa con López Murphy ha descolocado a Domingo Cavallo, que ya no es más la única alternativa para la continuidad del modelo. Vemos en esto la explicación de los intentos desesperados de Cavallo para recuperar poder mediático a través de groseros ataques al Ministro Fernández.

La definición de las candidaturas de la Alianza y la consolidación de sus posturas en lo económico debería acelerar los tiempos para la interna justicialista. En nuestra opinión la candidatura de Duhalde aún no es un hecho consumado y mucho menos la de Ortega. Menem seguirá con sus movimientos reeleccionistas, pero vemos esto sólo como una estrategia para conservar el mayor poder posible dentro del presente mandato. Sin Graciela candidata todas los atractivos para la reelección se han esfumado.

#### I.4-Interpretando la Recesión Análisis Abril 1999.

El país ya ha pasado tres trimestres consecutivos de caída del PBI (desestacionalizado) y no se ven indicios de que la recuperación esté claramente a la vista. Tampoco hay indicios de que la situación de deterioro se esté acelerando. Sin embargo, contrariamente a otras experiencias recesivas del pasado, las variables financieras son claramente alentadoras.

1) La prima de riesgo país ha caído a la tercera parte del máximo alcanzado luego del default Ruso y se halla a un nivel igual al del promedio del segundo semestre de 1996, cuando se logró la recuperación post-tequila.

(2) Las tasas de interés activas se acercan a los niveles pre-Rusia y las pasivas ya están más bajas (quizá se esté trasladando el nuevo impuesto al endeudamiento a los ahorristas a través de la baja de la tasa pasiva).

3) Los depósitos continúan creciendo, a tasa acelerada a partir de la mejora percibida en la situación de Brasil. Tanto el nivel de depósitos privados como el de M3 en Abril constituyen el récord histórico.

Es evidente que estamos viviendo una situación macroeconómica inédita en la historia reciente argentina: recesión real sin desequilibrio financiero. En experiencias anteriores, el detonante ha sido una corrida cambiaria o bancaria, o una caída en el crédito externo por razones de "contagio".

En la actualidad, el récord de depósitos combinado con las "bajas" tasas de interés locales (tanto como lo permite la tasa de riesgo país) claramente indica que lo que ha caído es la demanda de crédito y no la oferta. **El mercado confía en la solidez financiera pero no confía en el sector real.**

La explicación de este comportamiento está en el origen del shock que generó esta situación: la suba de tasas a partir de Rusia desnudó el problema Brasileiro y generó dudas sobre la continuidad de su política económica. El ajuste fiscal brasileiro subsecuente (probablemente insuficiente), la volatilidad cambiaria, más las altas tasas de interés reales, indujeron una fuerte recesión y caída de importaciones.

La crisis Brasileira ha puesto en evidencia la Brasil dependencia de la Argentina, favorecida por el mercado común. Esta se manifiesta a través de dos canales :

-Alto volumen de exportaciones-alrededor de un 30%-dirigidas a ese mercado.

-Concentración de la inversión en proyectos orientados al mercado argentino-brasilero.

La caída de economía real brasileira no sólo afectó nuestro sector real a través de la baja de exportaciones sino, y más importante, paralizó una buena parte de los proyectos de inversión argentinos, debido a la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía real brasileira, y de su política comercial.

El colapso de la inversión en Argentina, debido a la crisis de Brasil, es el factor determinante de la recesión que experimentamos. Los bancos no tienen a quien prestarle porque los empresarios no pueden evaluar la rentabilidad de sus proyectos hasta que se defina la situación del vecino país.

Sufrimos una típica recesión keynesiana causada por un colapso en la función de inversión. La naturaleza de esta crisis indica que la actividad real podría permanecer en un piso -



probablemente el nivel del primer semestre de este año- por un periodo indefinido hasta tanto los inversores no encuentren nuevos proyectos o recuperen la confianza en los viejos. Las tasas de interés podrían haber caído lo suficiente para inducir nuevos proyectos de inversión, pero estas tienen un piso dado por la alta prima de riesgo país de Argentina.

Frente al panorama descrito, se plantean varias alternativas:

1-La convencional planteada a Keynes por Pigou: se mantiene el bajo nivel de actividad (no vemos razones para que el PBI siga cayendo) y los precios caen por la situación recesiva. Al caer los precios aumenta la cantidad real de dinero y la gente al ser más rica gasta más. La solución de Pigou sirve para una economía cerrada o una con tipo de cambio flexible. Con tipo de cambio fijo, el aumento de la liquidez real es esterilizado por salidas de capitales. Por otro lado, la caída de precios mejora nuestra competitividad y podría incrementar la demanda agregada a través de más exportaciones extra Mercosur. Queda por verse si los empresarios desean invertir en diversificar el destino de sus exportaciones o prefieren esperar a que se recupere el mucho más accesible (por ineficiente) mercado brasileño.

2-La receta de Keynes era la de reemplazar la menor inversión privada con inversión pública. Esto implica más deuda pública, lo cual no era un problema para Europa o USA en 1930, pero es casi impensable para Argentina año 2000. **El año pasado la deuda pública Argentina creció prácticamente al doble que el PBI y eso tiene un efecto nefasto sobre la prima de riesgo.**

3-Inducir mayor inversión privada sin que ello implique más deuda pública. Esto implica que no se puede bajar impuestos u otorgar subsidios. Sin embargo, puede sustituirse el costo fiscal con costo político a través de profundizar el ajuste estructural en áreas que el gobierno no ha tenido aún la voluntad política.

4-Finalmente, si nada de lo anterior ocurre no nos queda más remedio que esperar a que Brasil mejore. Al fin y al cabo, como dijo Cardozo, el Mercosur nos hace socios...en las buenas y en las malas.

## I.5- El Dilema Argentino: Entre Maastrich y la Pobreza

Análisis Junio 1999.

En los últimos meses hemos asistido a la presentación de revisiones de estadísticas oficiales respondiendo a la culminación de trabajos serios que estaban en marcha hace ya varios años. Es así que nos enteramos que el PBI es 11% menor y el déficit de cuenta corriente es un 26% mayor. Ninguna de estas malas noticias generó problemas en los mercados ya que solo convalidaron lo que ya era evidente para los operadores. También resurgió el tema de la pobreza a través de la difusión de trabajos de la secretaria de Desarrollo Social y (no oficialmente) del Banco Mundial. Ni las cifras macroeconómicas ni la alta pobreza son novedad para el país. **Fuimos y somos un país pobre, altamente endeudado y dependiente del ingreso de capitales externos.**

En algún momento creímos que éramos potencia porque cumplíamos con algunas de las famosas “condiciones de Maastrich”, entre ellas la baja tasa de inflación y un bajo déficit fiscal y nivel de endeudamiento. La Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del Banco Central garantizan que no haya emisión monetaria espuria y eso es suficiente para el logro del éxito inflacionario. Pero eso sólo no nos hace miembros del primer mundo. Muchos otros países subdesarrollados y colonias tienen precios estables.

Para entender el bajo déficit fiscal y la baja deuda de la Argentina hay que interpretarlos en el marco de la única condición de Maastrich que no cumplimos: la meta de tasa de interés. La Argentina no cumple esa meta ni la va a cumplir en tanto tenga entre 7% y 8% de prima de riesgo país anual. Tan alta es la prima de riesgo que ésta es mayor que el componente de verdadero interés que pagamos por nuestra deuda (la tasa del Treasury es 6% y la prima de riesgo son 7% u 8% adicionales).

Lo sorprendente del caso es que a pesar de nuestro “bajo déficit fiscal” nuestra prima de riesgo sea tan alta. La razón es que los inversores no piensan que el país pueda servir regularmente una deuda pública mayor que la que ya tiene. Si pensaran lo contrario estarían desesperados por prestarnos montos mayores a tasas más bajas, y eso no ocurre.

**La alta tasa de riesgo país desnuda la realidad de nuestra ilusión de pertenencia a “Maastrich”: tenemos una baja deuda en relación al PBI porque el mercado no quiere prestarnos y es por eso que debemos tener un bajo déficit fiscal.** Cualquier intento de aumentar el déficit fiscal más allá de lo acordado con el FMI llevaría a un aumento instantáneo de la prima de riesgo país y, de irse más allá de cierto límite, no habría tasa que equilibre el mercado y se llegaría a una crisis externa.

Los europeos cumplen con Maastrich porque pudiendo endeudarse no lo hacen. Nosotros cumplimos porque no tenemos más remedio. Esa es la diferencia entre un país desarrollado y uno “emergente” Los evaluadores externos se dan cuenta de nuestra inconsciencia fiscal y por ello nos califican como altamente riesgosos. Y tienen razón dado que en nuestro país muchos políticos aún reaccionan frente al gasto público deficitario igual que hace 20 años cuando conseguir un crédito era un regalo ya que estos nunca se pagaban.

El tema de la pobreza ha sido lamentablemente politizado. Se lo presenta como si fuéramos un país rico que desea mantener un alto nivel de pobreza como frontera de contención. Los mismos que en este año electoral culpan al gobierno de insensibilidad por la pobreza son los que ejecutaron políticas que entre 1986 y 1989 generaron la caída en el ingreso de los más pobres más grande de las últimas décadas (ver mi nota en esta misma publicación).

Un análisis despolitizado de la pobreza nos diría que esta reconoce dos causas principales: la falta de educación y el desempleo. Reforma educacional y laboral deberían ser los instrumentos

para combatir la pobreza de manera permanente. Lamentablemente estas reformas no han ocurrido ni tienen visas de ocurrir.

Nuestros políticos continúan viendo los problemas del sistema educativo como de falta de presupuesto. En parte, esta es la posición sustentada por los gremios docentes y ya sabemos cuan receptivos son nuestros políticos a los deseos de los sindicatos. Por lo tanto, en lugar de reformar y modernizar el sistema educativo, nuestro destino es poner más plata en el sistema ineficiente.

La provincia de San Luis intentó aplicar el novedoso sistema de “escuelas charter” para la educación básica pero enfrentó la rígida oposición del gremio docente. A la vez, temas básicos para la educación superior, como el arancelamiento o cheque estudiantil se discuten con herramientas tan académicas como lo es el corte de calles y los escraches. En este caso, a la oposición del gremio docente se suman algunas organizaciones estudiantiles al servicio de partidos políticos que usan la Universidad como campo de entrenamiento.

A pesar del desempleo en dos dígitos, la flexibilización laboral continua sujeta al veto sindical, aparentemente imposible de levantar en un año electoral. Por si ello fuera poco, parece diluirse la promesa de reducir los aportes patronales, razón por la cual se instrumentó el ultimo paquete de aumento de impuestos. La rebaja de impuestos al trabajo tiene una intrincada historia. Cavallo los redujo inicialmente pero sin financiamiento. Ello generó un déficit fiscal que Fernández cerró mediante el primer paquete fiscal en 1996. Para no cometer el error de Cavallo, Fernández, en 1998 logró una suba de impuestos para ser utilizada exclusivamente en la reducción de impuestos al trabajo. Los impuestos ya han subido, pero los aportes patronales bajan con cuentagotas, selectivamente, y difícilmente lleguen a bajar al nivel previsto, ya que la Alianza ha expresado sus dudas sobre la conveniencia de esta rebaja.

El paquete fiscal de 1998 no era recaudar más sino recaudar mejor. Si se dejan los mayores impuestos y no se bajan los aportes patronales el resultado será una mayor presión tributaria que finalmente convalidará un mayor gasto público. Mala señal para los inversores que tanto necesitamos!.

## I.6- La Falta de Propuestas Agrava la Crisis Ambito Financiero, 10 de Agosto 1999.

Se ha instalado entre los operadores políticos la falsa idea de que después de las elecciones se acaba la incertidumbre política y por ende la economía volverá a crecer. Nada podría estar más alejado de la realidad.

Cuando los economistas independientes hablan de la incertidumbre política, no se refieren a que el mercado está preocupado por quién es el que va a ganar sino a que el mercado no sabe qué es lo que va a hacer cualquiera sea el que gane.

El candidato Duhalde maneja un discurso populista que podría girar hacia la izquierda o la derecha una vez que gane. El candidato de la Rúa, más allá de sus preferencias personales, preside una alianza de conservadores e izquierda altamente inestable, lo que se manifiesta claramente en la amplia diversidad de economistas que lo rodea. Frente a la diversidad de posturas de la alianza que encabeza, de la Rúa eligió el camino más práctico: decir muy poco, lo cual desespera no sólo a Duhalde sino también a los que tienen que tomar decisiones económicas.

No es sorpresa que frente al impredecible accionar de ambos candidatos los inversores hayan decidido retirarse del mercado hasta tanto se clarifique el panorama, para lo cual hace falta dos cosas: **que haya un ganador y que éste asuma y actúe para poder ver para qué lado va.**

El razonamiento anterior indica que recién en el primer trimestre del 2000 podrá el mercado evaluar las propuestas reales del gobernante en materia económica a través de sus actos. Si los actos son bien recibidos podríamos hablar de una recuperación a partir del segundo trimestre del 2000. También es posible que los primeros actos en materia económica no sean bien recibidos y rápidamente nos encontremos evaluando el accionar del equipo de recambio, el cual probablemente tenga una orientación diametralmente opuesta a la del anterior equipo.

La incertidumbre sobre actos de política económica a que me refiero no es menor. A continuación indico varios interrogantes que a mi entender son cruciales para gobernar la Argentina y cuya respuesta ha sido cuidadosamente esquivada, tanto por el actual gobierno como por los candidatos a sucederlo.

-¿Qué hacer con el sistema de coparticipación diabólico en el que la Nación recauda y los gobernadores gastan?

-¿Qué hacer con lo que resta de los impuestos al trabajo?

-¿Cuál es la posición frente a los contratos laborales promovidos?

-¿Cuál es la propuesta específica de reforma laboral de mediano plazo y el rol de los sindicatos luego de ella?.

-¿Cuál es la postura frente a la reforma del sistema de Obras Sociales Sindicales y a la posibilidad de que el actual gobierno eche atrás buena parte de lo ya hecho por Decreto?

-¿Qué cambios legales y administrativos se planean para “pulverizar la evasión”, más allá de mantener a Silvani y anunciar que se meterá presos a los delincuentes?.

-¿Qué hacer con la PBU, que esta haciendo renacer el viejo y explosivo sistema de reparto?

-¿Qué hacer con los irritantes gastos sociales que son los ATN, las Jubilaciones de Privilegio, las Pensiones Graciables y los Gastos Reservados?

-Con o sin Brasil, ¿cuál es el rumbo de nuestra política arancelaria en 5 y 10 años?

-Cuál es la propuesta de Reforma de la Política para hacer frente a:

\*Campañas financiadas con contribuciones dudosamente voluntarias de sectores empresarios anónimos.

\*Campañas cada vez más largas y costosas

\*¿Son las cámaras legislativas una fuente de trabajo para los políticos o una necesidad de los argentinos?. Cuanta gente hace falta para legislar en un país del tamaño del nuestro? Además del gran número de legisladores y sus asesores, ¿hacen falta bibliotecas con 1000 empleados y encima ñoquis ?.

\*A fin de prevenir posibles actos de extorsión, ¿no sería aconsejable prohibir que las empresas realicen contribuciones a los partidos políticos?.

-¿Cuál es la posición respecto de un posible tratamiento impositivo diferencial a las empresas privatizadas? Podría este tratamiento extenderse a otras empresas extranjeras o a aquellas que sean grandes o que estén cerca de la Capital?

-¿Se incrementará la tendencia a beneficiar impositivamente al sector industrial frente al sector servicios?.

-**La reforma educativa** ¿se limitará nuevamente a cambiar el nombre y los contenidos de los planes de estudio?. ¿Se persistirá en la tendencia inaugurada por Decibe de revertir el proceso de transferencia de las escuelas a las provincias?. ¿Que se propone sobre las escuelas Charter y el arancelamiento de las Universidades Nacionales?. ¿Debe la Nación mantener Universidades o deben éstas ser transferidas a las provincias?

-¿Cómo se va a hacer para bajar el gasto público: se contraerá el gasto de la Nación o se reducirá el monto que se coparticipa a las provincias, ya que éstas gastan automáticamente todo lo que se les da.

-Dado que hace falta contraer el gasto Nacional en 6 mil millones de dólares, ¿cuáles serán las actividades que desaparezcan, más allá de la solución tradicional y mentirosa de cerrar Secretarías y Subsecretarías?

La crisis actual es genuinamente argentina y no podemos echarle la culpa al Brasil ni al sector externo. La caída de actividad brasileña es muy inferior a la argentina y nuestra balanza comercial está en superávit lo que indica que jamás puede ser la causa de la caída en la demanda agregada (el superávit es causado por la recesión pero no es la causa de ésta).

Los fantasmas del corporativismo, asistencialismo, autosuficiencia y desequilibrio fiscal están revoloteando sobre nosotros. No en vano la actividad de los lobbies empresarios y sindicales han aumentado a niveles desconocidos en la última década y **nuestra prima de riesgo país subió de 600 a 1000 puntos básicos desde Mayo sin que medie ningún shock externo.**

El déficit fiscal de 1999 superará ampliamente el 2% del PBI a pesar de contar con la generosa ayuda de YPF y el PCS que no se repetirá en el 2000. Los inversores se dan cuenta de nuestra frágil situación fiscal y tratan de vender títulos argentinos, lo cual sube la prima de riesgo y la tasa a la cual debemos renovar nuestros vencimientos. A estas tasas de interés el déficit se convierte en endógeno y puede fácilmente espiralar como ya le ocurrió a Brasil.

En momentos en que aparecen dudas sobre la capacidad de Argentina de servir su deuda pública el año venidero, nuestros candidatos ignoran el problema y confían en que la recuperación habrá de revertir la situación. La creatividad fiscal de los políticos se limitó a la

propuesta de la Ley de Convertibilidad Fiscal, la que más allá de su nombre rimbombante, sólo consiste en promesas de alcanzar algún día un equilibrio fiscal sin especificar con qué instrumentos se lo hará. La Ley propuesta no es mala, pero groseramente insuficiente dada la gravedad de la situación actual en materia fiscal.

Mientras tanto, en medio de la crisis fiscal y de financiamiento, ninguno de los dos partidos mayoritarios hace el más leve esfuerzo por hacer algo con el Presupuesto para el año 2000 que ya está siendo elaborado. Si se desea reducir el gasto público este es el momento para que los candidatos instruyan a sus gobernadores adeptos a que se vote un Presupuesto equilibrado este mismo año.

Por todo lo anterior, queda claro que nuestros políticos no están ofreciendo una alternativa clara y creíble en materia de instrumentos de política económica que ayude a salir de la situación recesiva. En tanto esta indefinición persista, no se recuperará la inversión y seguirá el estado de recesión y de desequilibrio fiscal, posiblemente agravado por dificultades en obtener financiamiento. Los que creen que el tiempo todo lo cura, o sea que volveremos a crecer aunque no se haga nada, les recomiendo recordar que nuestro país permaneció estancado durante los 30 años previos a la década del 90.

## **I.7- Deben Reducirse los Aportes Patronales y el Gasto Nacional y Provincial.**

Ambito Financiero 30 de Julio 1999.

Si el impuesto a la renta presunta y a los intereses no hubieran existido, alguien cree que en estos momentos a alguien se le hubiera ocurrido inventarlos? La obvia respuesta es que no. Esos impuestos que gravan la producción fueron puestos a cambio de reducir los aportes patronales sobre la nómina salarial que también gravan a la producción.

Como participante del equipo que diseñó la última reforma tributaria me consta que el objetivo de la misma no era recaudar más sino reducir los impuestos al trabajo aumentando los del capital. Así fue que lo expliqué en innumerables foros empresarios.

Lamentablemente algo se perdió en el camino. Los impuestos fueron puestos por Ley y ya se aplican, en tanto que la rebaja de aportes se implementa por Decreto y está por decidirse la postergación de su rebaja por tiempo indefinido. Nadie en su sano juicio espera que el próximo gobierno baje los aportes simplemente porque Menem lo prometió. Los nuevos impuestos seguirán para siempre y cuando se recuperen la actividad y la recaudación, aumentará el gasto público como siempre lo ha hecho antes cuando hubo fondos.

Repito: el objetivo de la reforma tributaria era mejorar el precio relativo del trabajo versus el capital, no el de recaudar más. La caída de ingresos debida a la recesión debe cubrirse reduciendo el gasto publico nacional y provincial. Las Provincias deben aceptar una disminución adicional en los fondos de coparticipación a fin de reducir el déficit fiscal transitorio de la Nación.

**La Nación es la cara externa de la Argentina. La Nación no es un ente residual al cual se le pasan todas las deudas y la responsabilidad de realizar las tareas poco gratas, como recaudar.** El déficit nacional afecta las expectativas, sube el riesgo país y por ende contribuye al desempleo y a la recesión en el territorio de todas las provincias. En su propio interés, las provincias deben ayudar a que se reduzca el alto déficit nacional de este año.

Un aumento neto en los impuestos a la producción no es la manera optima de cerrar el déficit en un año de recesión. El país no precisa un desestímulo fiscal para aumentar la recesión y el desempleo. Deben reducirse los aportes patronales tal como se estipuló en la reforma tributaria, porque así lo requiere la eficiencia, la equidad y la dañada credibilidad de las autoridades.

El déficit fiscal de este año y los venideros requiere una solución más eficiente y realista. Creo que debe consensuarse entre las Provincias y la Nación una reducción significativa del gasto, comenzando irremediamente este año (porque como vamos no hay plata). **Sólo un acuerdo bipartidario de reducción inmediata del gasto que incluya Nación y Provincias podría llegar a restablecer la confianza para que se recupere la actividad económica.** Hoy día el mercado quiere "ver para creer" y no va a alcanzar con pasar Leyes que prometen lograr el equilibrio fiscal en años futuros y con instrumentos que nadie conoce. Al fin y al cabo, también se prometió bajar los aportes patronales...

## **I.8- Propuesta Democrática de Reforma Política** **Ambito Financiero, Octubre 1999.**

El día 2 de Septiembre de 1999, el Senador Justicialista por Buenos Aires Jorge Villaverde, presentó un Proyecto de Declaración para que el Honorable Senado repudie mis declaraciones acerca de “cerrar el Senado y reducir la Cámara de Diputados a no más de 30 miembros”. En una fogosa fundamentación en la que se menciona varias veces la palabra “sangre”, golpes militares y fascismo, el Senador descalifica mi propuesta y pide al Senado, la Cámara de Diputados y al mundo académico y profesional que la repudien.

El Senador considera mi propuesta una “abierta contradicción” a la Constitución Nacional sin indicar por qué es más “contrario” proponer disminuir el número de Senadores que el proponer aumentarlo como se hizo en 1994. Creo que la Constitución acepta el derecho de los ciudadanos a proponer reformarla por vía democrática, tal como yo lo estoy haciendo y como se hizo en 1994.

Claro está que yo podría estar proponiendo una reforma de naturaleza fascista (o “corporativista”) al atentar contra el número de Cámaras legislativas y de cargos electivos actual. Sin embargo no creo que éste sea el caso.

De las 23 provincias más la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, solamente nueve tienen Cámara de Senadores en el Poder Legislativo. Los restantes 15 distritos tienen un Legislativo Unicameral tal como yo propongo. No entiendo por qué lo que es bueno para 62% de nuestras provincias merece una severa sanción de repudio cuando pido que se aplique a nivel nacional.

Tampoco creo que sea atentar contra la Constitución el preguntarse cuántos cargos electivos precisamos para ser gobernados.

La reforma constitucional de 1994, aprobada por los procedimientos y mayorías que dicta nuestro régimen democrático, otorgó el carácter de Ciudad Autónoma a Buenos Aires. Este nuevo status, que en muchos aspectos la iguala a una provincia, brindó a la Ciudad Autónoma la posibilidad de darse una nueva Carta Magna, aprobada en 1996.

Según la nueva Carta Magna, la más moderna del país, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires cuenta con un Cuerpo Legislativo Unicameral compuesto por 60 legisladores. Este único Cuerpo Legislativo cumple todas las funciones que en otras provincias llevan a cabo distintas cámaras formadas por Diputados, Senadores y Concejales.

Según datos del Centro de Estudios Unión para la Nueva Mayoría, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires cuenta con 90 cargos electivos: 60 Legisladores, 3 Senadores Nacionales, 25 Diputados Nacionales y dos ejecutivos. Como posee 2.526.423 electores, eso arroja un total de 3.56 cargos electivos cada 100.000 electores. Como este promedio surge de las reformas Constitucionales, Nacional y de la Ciudad Autónoma, supongo que será un número acorde con las necesidades de la administración del poder político en un estado moderno.

El país posee 23.178.099 electores que son gobernados por 9.242 políticos ocupando cargos electivos, o sea 39,9 cargos electivos cada 100.000 electores.



	<b>Electores</b>	<b>Cargos electivos</b>	<b>Cargos cada 100.000 mil</b>
<b>C.A.de Buenos Aires</b>	<b>2.526.423</b>	<b>90</b>	<b>3,56</b>
<b>Todo el país</b>	<b>23.178.099</b>	<b>9242</b>	<b>39,87</b>

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Centro de Estudios Unión para la Nueva Mayoría

Recopilando, cada 100.000 electores la Ciudad Autónoma de Buenos Aires posee 3.56 cargos electivos en tanto que para todo el país se precisa 39,9 cargos: once veces más en términos proporcionales. La conclusión es que o la Ciudad Autónoma está terriblemente subadministrada políticamente o en el resto del país sobran cargos electivos. Creo que lo último es lo correcto.

Si el resto del país emulara la eficiencia administrativa de la más moderna Ciudad Autónoma de Buenos Aires, podría manejarse con 11 veces menos cargos electivos y también con un Sistema Unicameral.

Es hora que nos ocupemos por decidir racionalmente y Democráticamente cuántos políticos son necesarios para manejar una país con nuestra población y niveles de ingreso. **La experiencia de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires sugiere que hay más políticos en cargos electivos que los que necesitamos.** Quizá el Senador Villaverde (PJ Buenos Aires) sea uno de ellos.

## I.9- Una Transición sin Crisis

Análisis, Octubre 1999.

Los hechos están demostrando que el modelo económico vigente es lo suficientemente fuerte para soportar el último de los tests que le quedaba: la transición democrática de un partido de gobierno a otro. Su fortaleza radica no sólo en sus virtudes técnicas sino en el apoyo y la credibilidad que se ha ganado por parte de la población en general y de los operadores económicos en particular. Hoy día la postura generalizada no es abandonar lo ya hecho sino continuar el proceso de reformas estructurales, bajar gasto público e impuestos y consolidar la economía, sin recurrir a promesas demagógicas e incumplibles.

La coexistencia de recesión, aumento del desempleo y crecimiento del déficit fiscal, son tomadas por los mercados, no como detonante de una corrida bancaria sino como señal de que hay mucho por mejorar. Es por eso que, si bien la inversión está paralizada, los depósitos aún continúan creciendo y se insinúa una leve recuperación de actividad.

Los mercados descuentan un triunfo de la Alianza y eso contribuye a la tranquilidad financiera ya que su candidato ha mantenido una postura claramente sensata en cuanto a la continuidad del alineamiento con variables básicas del modelo como lo son el pago regular de la deuda externa, la economía abierta, el equilibrio fiscal y la intención de extender el acuerdo con el FMI.

Del dicho al hecho hay un gran trecho, y la probabilidad de que una Alianza polifacética logre consolidar su postura interna para continuar el profundo cambio estructural iniciado en la última década es muy baja. Más aún con un peronismo opositor en control de la mayoría de las provincias, el Senado y de una fracción significativa de Diputados. Los sindicatos serán opositores y están muy fuertes después de las ayudas del último año: quizá la Alianza reconozca que el sindicalismo nunca va a apoyarlos y decidan hacer la reforma laboral desempolvando los Decretos de Menem de reforma laboral (que eran aceptables) y que duermen en la Corte.

Por todo lo anterior no le asignamos gran probabilidad a que volvamos a crecer a tasas del 8-9% en el futuro cercano. Sin embargo, es muy posible que la Alianza (y el radicalismo) haya aprendido de la historia de los 80's el enorme costo político del desequilibrio fiscal y por ello es que el mercado apuesta a la estabilidad de los mercados financieros.

El equilibrio fiscal y la reforma administrativa del estado, para aumentar la eficiencia y disminuir focos de corrupción son dos áreas en que la Alianza tiene una deuda histórica con los argentinos y probablemente intente y pueda corregir. Otras reformas estructurales tal como la educación, la salud, la justicia, la seguridad, el comercio exterior y el sistema tributario probablemente deberán esperar a que la Alianza consolide su postura interna y obtenga apoyo legislativo, algo que probablemente no ocurra hasta después de las elecciones del 2001.

En definitiva, la economía llega al cambio de gobierno con una tenue recuperación. Si se cumplen las promesas de la Alianza en materia de profundizar acuerdos con el FMI y de mantener una rígida política fiscal creemos que el año que viene se podrá crecer hasta un 4%. Crecer mucho más que eso sin ajuste estructural será difícil y deberá esperar por lo menos al 2001.

## **I.10- Propuestas de Ajuste Estructural para el 2000** No publicado, 22 de Octubre 1999.

El nuevo gobierno, además de consolidar el equilibrio fiscal, debe añadir su "trade mark" a través de un paquete de ajuste estructural que pueda competir en magnitud por el realizado en la década anterior. Estas medidas deben ser implementadas cuanto antes ya que luego de los primeros meses es difícil que el justicialismo apoye ningún cambio que fortalezca al gobierno.

### **Reforma Laboral:**

-Reforma Laboral inmediata por Decreto (no creo que el peronismo colabore en el Congreso). Probablemente se puedan usar casi los mismos decretos que Menem llevó a la Corte Suprema. Es imprescindible enfrentar con éxito a los Sindicatos al principio del gobierno.

-Continuar la baja de aportes patronales hasta su eliminación. No hacerlo es equivalente a financiar el déficit con mayores impuestos al trabajo.

-Eliminar contratos promovidos a cambio de mayor baja en aportes patronales.

-Eliminar toda posibilidad de "cajas" en las obras sociales sindicales: seguir empujando hacia la competencia y privatización, facilitando los traspasos y sacándoles el poder de control que les dio Menem con el último decreto.

### **Impuestos:**

-Generalizar IVA a : Diarios y Revistas, Cable, espectáculos deportivos y culturales, medicina prepaga.

-Igualar gasoil con nafta.

-Tocar Internos (subir bebidas alcohólicas e igualar vino y cerveza) y extenderlo a los teléfonos celulares. Subir tabaco y eliminar el Fondo Especial del Tabaco.

-Junto con lo anterior bajar tasa de IVA a 18% de golpe.

-Dar título ejecutivo a deudas con DGI

-Dar autarquía a la AFIP así puede sacar empleados y hacer reforma administrativa.

-Comenzar privatización parcial del cobro de algunos impuestos: Aduana primero, Ganancias después.

-Justicia Penal Tributaria no sirve para la evasión masiva. Crear un fuero especial ejecutivo para casos menores.

### **Comercio Exterior:**

-Política activa de mayor apertura, con o sin Mercosur. Reducir aranceles y su dispersión, realizar lobby activo en USA para entrar al Nafta. Si Brasil no acompaña habrá que ir a una zona de libre comercio en vez de Mercado Común (se puede perfectamente hacer verificación de origen de las importaciones). Sin embargo hay que mantener la imagen de que "algo" de Mercosur continua ya que eso atrae la inversión externa.

-Separar administrativa y físicamente las subsecretarías de Comercio Interior de la de Industria y de la de Comercio Exterior. La actual Secretaría de Industria y Comercio es una fuente potencial de lobby y debe ser desmantelada. Las tres subsecretarías o Direcciones que se creen no deben estar bajo el mismo ministro so pena que el lobby reaparezca.

### **Reforma Previsional:**

-Eliminar la Prestación Básica Universal hacia adelante, capitalizando los derechos ya adquiridos con un Bono que se da a las AFJP privadas.

-Eliminar el sistema de reparto hacia adelante (sólo jubilación privada).

-Podría implementarse un subsidio a la indigencia pero cuidado que no llegue a convertirse en gasto político como las pensiones graciables. Yo prefiero darle la plata a ONG ampliamente reconocidas.

### **Educación Universitaria:**

-Paquete de arancelamiento con becas implementado gradualmente en tres años de manera de reducir drásticamente la transferencia neta (hoy \$2000 M), por lo menos a la mitad.

-Una vez reducida la transferencia neta, pasar las Universidades Nacionales a las provincias con la transferencia reducida.

### **Educación Secundaria y Primaria:**

-Definitivamente deben permanecer en el ámbito provincial.

-Debe eliminarse el Fondo de Incentivo Docente tal como salió del Congreso y volver al proyecto original del Banco Mundial que usaba los fondos del préstamo para capacitación y no para aumento de sueldo.

### **Reformas Varias:**

-Eliminar ATN.

-Contabilizar todas las partidas de Fondos reservados. Prohibir pagos a funcionarios que no figuren en recibo de sueldo.

-Reglamentar el Plebiscito según la nueva Constitución.

-Eliminar Pensiones Graciables.

-Poner un tope a las jubilaciones de privilegio ya otorgadas.

-Implementar el voto electrónico que elimina la necesidad de fiscales y reduce el fraude y el peso de los aparatos políticos.

-Derogar el Régimen de Desgravaciones Impositivas y suspender en lo posible la ejecución de lo ya vigente (cuidado con los juicios). Congelar la Promoción Industrial de las cuatro provincias que quedan. Auditar todos los pagos realizados recientemente.

-Promover Reforma Constitucional para ir a un sistema unicameral con 60 representantes: 24 elegidos por provincias y 36 por distrito único nacional.

-Coparticipación: unir unidades de recaudación y gasto. Para esto es posible crear unidades regionales que agrupen provincias tal que cada una sea fiscalmente sostenible. Cuidado con multiplicar estructuras burocráticas .

### **I.11- Comentarios sobre el Discurso Inaugural del Presidente De la Rúa** La Nación, 12 de Diciembre 1999.

La vida me ha enseñado que a los políticos hay que evaluarlos por lo que hacen y no por lo que dicen. George Bush pasó a la historia por hacerse elegir con la frase "Read my lips: no more taxes" y se convirtió en uno de los pocos presidentes americanos en no ser reelegido a causa del repudio que causó el aumento de impuestos que implementó.

Para alguien que ha colaborado en la redacción de discursos presidenciales el discurso inaugural de De la Rúa es típico. Cada miembro del Gabinete participó con una carilla de ideas sobre su área de competencia. Como a nadie le gusta que su contribución sea tachada por osada, los temas son tratados superficialmente y predominan las expresiones de deseos más que los anuncios precisos sobre cómo alcanzarlos. Sorprende la total ausencia de ideas sobre lo que se piensa hacer en la lucha contra la evasión impositiva, que fue uno de los principales temas de la campaña. Esta omisión se debe probablemente a que al momento de redactar el discurso aún no había un Director designado en la AFIP y el resto del equipo no tendría ideas al respecto.

En pocos segundos el Presidente usó términos tales como Etica, Solidaridad, Progresista, Honestidad, Austeridad, Servicio, Decente y Altruista. Luego de lo cual pasó a la sección de economía y nos recordó la pesada herencia fiscal que recibe y que requerirá de un esfuerzo impositivo adicional transitorio del que aparentemente no se habían percatado sus grupos de trabajo durante la larguísima campaña. En consecuencia pidió que se apruebe el proyecto de ajuste impositivo y dijo que "a los que más tienen les pedimos un esfuerzo mayor".

Me pregunto si el paquete fiscal del Presidente le esta verdaderamente pidiendo un esfuerzo a los que más tienen o simplemente a los que tienen y no pueden defenderse, o sea los que cobran sueldo sin un lobby que los represente. Cuántas personas conocerá íntimamente el Presidente que son extremadamente ricas y no son alcanzadas por su ajuste impositivo ético y solidario ya que sus ingresos provienen de fuentes exentas a nivel personal, como intereses y dividendos, y sus activos están a nombre de sociedades anónimas extranjeras (uruguayas o caribeñas).

La verdad es que la ética de la "plata dulce" ha sido reemplazada por la ética de la "plata fácil" y me refiero al diálogo del designado Secretario de Hacienda (uno de los ideólogos del ajuste tributario) con La Nación que se publicó la misma mañana del discurso presidencial. Pregunta La Nación: ¿Por qué no se impuso el IVA al Cable? Responde Mario Vicens: "Queremos que este paquete se apruebe con rapidez. Vamos por aquellas iniciativas que tienen una altísima posibilidad de ser aceptadas, si se puede la semana próxima." O sea, en la ética de algunos colaboradores del Presidente, lo importante es cobrar rápido, no que paguen los que deben. Mal comienzo, espero que no presagie un final como el de Bush.

La eficaz tarea de los cuatro economistas es evidente en el razonamiento del Presidente cuando dice que para reducir el desempleo hay que crear trabajo, lo que se logra con crecimiento y que para crecer hay que tener inversiones que son atraídas por el equilibrio presupuestario. A pesar del impecable razonamiento esbozado, el Presidente quizá no fue alertado que su plan fiscal pospone la rebaja de impuestos patronales al trabajo y aumenta la base de dichos impuestos de \$4800 a \$12000. ¡Tanta preocupación por el empleo y termina proponiendo más impuestos al trabajo!.

Es meritorio el interés del Presidente en resolver el desequilibrio fiscal, tanto a nivel nacional como provincial. Lamentablemente no hizo referencia alguna a cómo reducir el gasto público. Lo que sí dijo es que el aumento de los salarios docentes provinciales será garantizado por el Presupuesto Nacional, con lo cual se consolida la vuelta a la nacionalización de la educación,

aunque ello implique ponerle impuesto a las ganancias de ONG privadas que manejan Hospitales, Universidades y Colegios.

Quizá la única medida concreta, además del impuestazo, es el anuncio de la intervención del PAMI. Es deseable que la interventora del PAMI no se estanque en creer que el problema es simplemente la corrupción. El PAMI, tiene serios problemas de diseño que requieren una solución profesional y probablemente drástica.

Creo que el Presidente está seriamente comprometido con los objetivos de lucha contra el crimen organizado, el narcotráfico y el terrorismo. En estas áreas tiene el apoyo de toda la sociedad y sólo faltan los instrumentos legales para proceder y la voluntad de los jueces para castigar. Es de esperar que el Congreso ratifique esta voluntad aprobando la Ley del Arrepentido que reclama el Presidente en su discurso.

Creo que hay que ser optimista. El presidente es un hombre honesto, capaz y con experiencia. Lamentablemente está rodeado de demasiados economistas y es sabida la capacidad que tenemos nosotros para confundir a cualquiera. Le llevará un tiempo pero probablemente encuentre el rumbo económico más apropiado. De lo contrario los mercados estarán siempre dispuestos a señalarle sus errores.

## I.12- Reforma Tributaria: Significativa marcha atrás (o hacia la izquierda?)

No publicado, 13 de Diciembre, 1999

La reciente propuesta de reforma tributaria elaborada por Machinea y sus economistas asesores implica una marcha atrás significativa para las posibilidades de supervivencia de las universidades privadas nacionales y otras organizaciones sin fines de lucro e instituciones religiosas dedicadas al bienestar social.

Por Ley las universidades privadas están obligadas a constituirse como entidades privadas sin fines de lucro. Estas sociedades carecen de dueños y por ello no pueden distribuir ganancias. Todo el excedente debe ser reinvertido según el objetivo societario, en este caso la educación, en otros la atención médica, comedores escolares, libros, etc. Al no poder distribuir ganancias, estas sociedades están exentas del impuesto a las ganancias. Si los directivos quisieran apropiarse del excedente pagándose sueldos altos, estos serían sujetos de la retención normal de impuesto a las ganancias de las personas y por ello no habría un costo impositivo.

La propuesta de reforma tributaria de la Alianza propone que **sean responsables del impuesto a las ganancias todas las asociaciones o fundaciones sin fines de lucro o instituciones religiosas que facturen o reciban donaciones por más de 6 millones de pesos al año**. Esta cifra incluye a todas las universidades privadas y hospitales así como una buena parte de entidades de beneficencia como Caritas, etc. Básicamente se estaría pasando al fisco una suma considerable de dinero que estas organizaciones destinaban al capital educativo, sanitario o simplemente de asistencia social. Se estaría en presencia de una estatización significativa en las áreas de referencia: educación, salud, asistencia social, etc.

Por si lo anterior fuera poco, además se aumenta el tope sobre el cual se realizan los aportes patronales desde \$4800 mensuales a \$6000 mensuales. Esto afecta considerablemente a las universidades y hospitales que desean contratar profesionales de primer nivel y con dedicación completa, los que son caros por definición.

Es difícil pensar que solo un objetivo fiscalista haya impulsado a los que diseñaron estas reformas. Claramente se está atacando a la competencia privada en áreas de educación, salud y asistencia social y favoreciendo que esas áreas sean ocupadas por el Estado.

Urge que la sociedad tome conciencia de la consecuencia de los cambios propuestos ya que la Alianza pretende que esta Ley sea votada sobre tablas a la mayor brevedad posible, posiblemente esta misma semana.



### **I.13- La Reforma Impositiva atenta contra el Crecimiento y el Capital Humano.** **Análisis, Diciembre 1999**

Tal como lo admitiera cándidamente el Secretario de Hacienda a La Nación, el 10-12, el nuevo paquete fiscal se concentra en poner impuestos donde se espera recaudar más fácil y más rápido, sin problemas en el Congreso.

Así es que hoy les toca realizar un aporte excepcional de 20% de Ganancias a las personas (no empresas) que ganan más de 10000 por mes siempre que no sea en dividendos o intereses. Básicamente los únicos alcanzados son los 18000 individuos que han declarado ingresos gravables en ese rango. Vaticino que el próximo año ese grupo estará compuesto por bastante menos candidatos al próximo gravamen patriótico y por única vez. Lo mismo cabe para el aumento de la cuota de bienes personales que cae sobre la clase media ya que los muy ricos tienen sus activos en acciones de sociedades anónimas extranjeras. Ambas medidas atentan contra la tasa de ahorro nacional y por ende contra la tasa sostenible de crecimiento.

Las revistas pagarán IVA (¡bien hecho!) Pero no lo harán si son incluidas en un diario (mal hecho). Los diarios siguen sin pagar IVA y pudiendo deducir el crédito de IVA insumos del impuesto a las ganancias. Los cines pagarán IVA, ¡pero no el Cable! Cuesta ver otra lógica que la del facilísimo en este diseño impositivo. Es sorprendente ver como el poder de los medios de comunicación sobre los políticos se mantiene a pesar de los cambios de administración.

El IVA se extendió a otros sectores (prepagas, transporte) pero a la tasa de 10.5%, lo cual denota demagogia o desconocimiento de técnica impositiva, ya que el IVA a 10.5% genera más débitos que créditos y por ende no sólo no recauda sino que aumenta la deuda pública en términos de créditos de IVA.

A la vez que se anuncia que algún día se reducirán los aportes patronales, se suspende la baja que ya estaba programada y se aumenta la base sobre la que se aplican las tasas de 4800 a 12000 mensuales (así figura en el proyecto elevado al Congreso, posiblemente este número se reduzca ni bien aparezca algún lobby productivo en contra).

Contratar ejecutivos capacitados es ahora doblemente más caro: se les aumenta la contribución a Ganancias y en los aportes patronales. Con esta política, vamos a tener ejecutivos gordos de tanto abusar del coche de la empresa y los vales de comida.

Además se propone poner impuesto a las ganancias a las ONG privadas que operan en áreas tales como Universidades, Hospitales, etc. las cuales estarán ahora en mayor desventaja para competir con productos similares ofrecidos desde el Estado. Resultado: menos educación y salud en el mediano plazo.

Queda claro que no estoy de acuerdo con esta manera poco justa y facilista de reformar un sistema tributario. La próxima vez que esta administración recurra al ajuste patriótico y por única vez le podría llegar el turno a las empresas privatizadas, a los que tienen dólares, o a los que estudiaron y tienen un diploma.

- Claro está que este paquete impositivo podría haber sido designado tan mal a propósito así se puede acusar al justicialismo de no colaborar aprobándolo y con ello se abre la puerta a la propuesta de López Murphy de bajar los salarios y otros gastos del sector público!. Soñar no cuesta nada.
- Una cosa debe quedar clara: al FMI no le importa quien o como se pagan los impuestos, sólo le interesa que se recaude, así que no debe esperarse una oposición del FMI a este paquete. Lo mismo vale para los acreedores extranjeros a los que en el corto plazo sólo les interesa que el Estado genere un superávit primario para pagar los intereses sobre su deuda.

- Los efectos de corto plazo de este ajuste son: acreedores contentos, que le prestarán al fisco ahora que tiene plata, pero que ni locos realizarán inversiones directas en un país con política fiscal solidariamente expropiatoria.
- La economía se enfría en el corto plazo por el efecto de un aumento impositivo que no resuelve problemas estructurales. Se viabiliza un mayor gasto público y se aumentan los impuestos al trabajo con lo que se espera que la incipiente recuperación se debilite y el desempleo quede en los altos niveles de 1999.

La tasa de crecimiento de largo plazo se reduce por una menor inversión directa extranjera y menor oferta de capital humano (que es el pato de la boda fiscal).

Este paquete fiscal que defiende a los lobbies y castiga al capital humano no gusta ni a la izquierda ni a la derecha. El propio diario La Nación que promovió a ultranza a De la Rúa editorializó sobre la inconsistencia entre las promesas de campaña y este paquete que es más de lo mismo (pero peor). Queda la incógnita si el justicialismo en el Senado lo aceptará a libro cerrado o propondrá discutirlo, lo que podría llevar a una política más sensata en términos de diseñar un sistema de impuestos para el largo plazo y proponer ya mismo soluciones en las áreas de gasto público y evasión, ambas ausentes hasta ahora.

## I.14- Competitividad y Escala

Análisis, Febrero 2000

Adam Smith por primera vez estableció el rol fundamental de la escala de operaciones como factor determinante de la competitividad. Su frase "The division of labor is limited by the extent of the market" es un clásico en teoría económica.

Un trabajo de investigación que estoy realizando en CEMA confirma empíricamente ésta hipótesis: con datos de 106 países miembros del FMI se verifica que cuando más chico es el país, mayor debe ser su grado de apertura al comercio internacional. Argentina es la oveja negra de nuestro estudio: en tanto que los datos predicen que debemos exportar un 34% del PBI, sólo lo hicimos por 10.5% en 1996 (fecha del estudio).

El comercio internacional está dominado por empresas que operan a escala gigantesca, muchas de ellas dentro del llamado sistema de "maquila". Las grandes compañías americanas producen hoy día desde Honduras, Salvador, Malasia o China. Para poder competir con estos gigantes debemos tener reglas de mercado que permitan operaciones a gran escala. En Estados Unidos hay 489 empresas que facturan anualmente por encima de los 3 mil millones de dólares (la más chica, créase o no es una librería). La Argentina sólo cuenta con dos empresas que exportan anualmente algo más de mil millones de dólares: una exporta petróleo y la otra granos, dos productos primarios.

Los argentinos no parecemos percibir la significación de la escala como factor determinante de la competitividad. La posibilidad de seguir siendo ineficientes gracias a vender caro a Brasil nos nubló la visión por una década. **La crisis del Mercosur nos muestra la triste realidad de que las exportaciones industriales fuera del Mercosur crecieron sólo la mitad que nuestro PBI en la última década.**

Las autoridades económicas parecen creer que el empleo lo producen las Pymes y por ende hay que darles un trato preferencial. En su visión las empresas grandes no dan empleo y ganan mucha plata por lo que parecen ser sólo un mal necesario. Se ataca a los supermercados y se ve con mala cara las adquisiciones de los grandes bancos extranjeros. Se favorece un impuesto especial a las empresas de servicios privatizadas con la excusa de que ganan mucha plata.

La realidad es que las Pymes, en parte, surgen como una defensa del mercado contra la agresión impositiva, la falta de crédito y la regulación laboral. En un país como la Argentina con regulaciones que no fueron diseñadas para ser cumplidas, ser pequeño e inconspicuo es una ventaja. En síntesis, muchas empresas son Pymes porque las fuerzan, no porque quieren. La solución pasa por ver cuales las empresas que deben ser Pymes y cuáles son las empresas que son Pymes porque no les queda más remedio. A estas últimas hay que crearles las condiciones para que crezcan y dejen de ser Pymes.

Las autoridades confunden causa y efecto y sistemáticamente subsidian a las Pymes para que sigan siéndolo. En tanto la empresa siga siendo Pyme se le refinancian deudas, se subsidia el nuevo empleo y se rebajan aportes patronales. Lo peor que le puede pasar a una Pyme es crecer pues en vez de todos los incentivos actuales recibiría la gentil visita de la DGI y el sindicato.

Subsidiar la pequeña escala y pretender ser competitivo es un contrasentido que sólo puede dar lugar a un acrecentamiento de la distorsión. Debemos tener una política de facilitar (no digo subsidiar) las grandes inversiones: no debe discriminarse a los grandes emprendimientos ni en el mercado laboral ni impositivamente.

La reforma laboral, si llega a buen puerto es un paso adelante para mejorar la competitividad. Sin embargo recientemente Economía ha suspendido la rebaja de aportes patronales, aumentó la

base para sueldos altos sobre los que además implementó una sobretasa de ganancias. Todo esto afecta especialmente a las empresas grandes a las que les aumenta el costo de contratar ejecutivos y profesionales. Otro golpe para la competitividad.

Los incentivos del último ajuste son volver a las viejas costumbres de pagar con autos, alfombras, colegios y vales de comidas. Cuando la rentabilidad de la empresa depende de administrar un sistema de pago en especie, difícilmente ésta pueda dedicarse a ser competitiva a nivel internacional.

Hasta ahora, la mayor preocupación en el área económica del nuevo gobierno ha sido quejarse por la herencia recibida. El paquetazo impositivo, más que una necesidad parece ser un castigo para que la gente comparta su idea de que estamos muy mal, incluso peor que en 1989.

En tanto los Estados Unidos anuncian que piensan rescatar toda su deuda pública, nuestras autoridades refinancian los vencimientos hasta el 2003 y el mercado lo acepta contento ya que **después del impuestazo es mejor negocio prestarle al gobierno que al sector privado**. La inversión productiva se desvía a financiar el estado improductivo. El resultado es menos competitividad.

En definitiva, los incentivos que veo son de más empresas pequeñas ( como diría Cavallo: “Una empresa un voto”) y un estado más grande financiado a costa del sector privado. Un sector privado donde los que trabajan en blanco ya ni saben cuanto ganan ya que hasta la medianoche del 31 de Diciembre pueden ser objeto de otra sobretasa patriótica sobre sus sueldos de todo el año.

## I.15- El Comercio Exterior en la Encrucijada (Bis) El Cronista, 20 de Marzo 2000.

*El término Maquiladora se refiere a una compañía Mexicana operando bajo un régimen aduanero especial que permite a la maquiladora importar a México sin impuestos maquinaria, equipos, partes y componentes u otros ítems necesarios para el armado o manufactura de bienes finales que serán posteriormente exportados (definición Mexicana de Maquila en el portal de información de Internet del gobierno Mexicano)*

Frente a la debilidad del Mercosur se ha paralizado la inversión, han resurgido los lobbies proteccionistas y las provincias se han embarcado en una guerra de subsidios que, de continuar, pronto habrá de restablecer la fracasada "promoción industrial". Esta situación no es nueva: el debate sobre nuestra estrategia de comercio exterior fue dado innumerables veces, la última en 1994, antes de aprobarse el Arancel Externo Común del Mercosur. Ese mismo año se había aprobado el acuerdo de libre comercio entre EEUU, México y Canadá conocido como NAFTA.

En 1994, pocos meses antes de que se firmaran los acuerdos finales del Mercosur, fui invitado como orador a la Convención Anual de ADEBA, donde presenté el trabajo cuyo título encabeza esta nota y que fuera publicado como Documento de Trabajo del CEMA No. 101. Luego de siete años de somnolencia inducida por el Mercosur, todos los problemas de nuestro comercio exterior han resurgido y nuevamente nos encontramos en una encrucijada, o sea sin saber que camino tomar. Me permito recordar una de las recomendaciones finales de mi trabajo de 1994 :

*"Maximizar los esfuerzos para la integración económica continental dentro del sistema que garantice el mayor y más creíble grado de apertura. En este último aspecto, creemos que el ingreso al NAFTA, a través de la asociación con la mayor potencia occidental, garantizaría aranceles más bajos, más uniformes y dentro de un contexto más creíble que el actual marco de un Mercosur dominado por un Brasil profundamente afectado por la inestabilidad política y macroeconómica. Desde esta perspectiva, sería conveniente posponer o condicionar la discusión sobre el arancel externo común a la discusión sobre el posible ingreso al NAFTA"(pág.31). "Proponemos por lo tanto, que el Mercosur quede momentáneamente definido solamente al nivel de Zona de Libre Comercio"(pág.29)*

Creo que mi recomendación de 1994 es plenamente válida en el 2000. **El Mercosur debe ser reducido al nivel de Zona de Libre Comercio.** Lo cual deja a las partes en libertad de negociar individualmente tratados con terceros países. Simultáneamente el gobierno podría anunciar dos medidas que cambiarían inmediata y drásticamente el actual panorama deprimente para la inversión y el empleo en Argentina:

El Presidente debe unilateralmente anunciar que es Política de Estado de Argentina el llegar a integrarse al NAFTA. Mas allá de que sea EEUU el que deba aceptar nuestra inclusión, el sólo anuncio de que queremos ser incluidos sería una señal que los inversores jamás dejarían pasar por alto. El anuncio debe ser seguido por una activa campaña de lobby en colaboración con los sectores políticos de EEUU que apoyan esta medida.

Debe implementarse un paquete de medidas legales que posibiliten la instalación de un sector de industrias de Maquila exportadora, como la existente en México, Israel, China, Centro América, Sudeste Asiático, etc. El comercio internacional está hoy día dominado por estos participantes que priorizan los bajos costos que son posibilitados por la enorme escala de operaciones , completa flexibilización laboral e impuestos muy bajos y estables. Para posibilitar estos emprendimientos es necesario cambiar el régimen de importación temporaria, permitir la contratación laboral exclusivamente bajo la Ley de Contratos de Trabajo, excluir de aportes patronales e ingresos brutos a esta actividad y garantizar estabilidad fiscal por un período razonable como en la minería. La aduana de EEUU otorga un permiso especial que permite que productos finales 'armados' fuera de EEUU a partir de componentes de EEUU paguen

aranceles solamente sobre el componente de valor agregado extranjero. Esta excepción es la clave para las ventas de Maquila en EEUU, el principal comprador mundial.

La creación de una industria exportadora de Maquila a gran escala resolvería nuestro perenne problema de alto ratio Deuda/Exportaciones, posibilitando una mejora en la calificación de riesgo país. Además serviría como un sistema único para incentivar la radicación de industrias exportadoras y prevendría el resurgimiento de otros tipos de promoción del tipo “pick the winners”, que rápidamente terminan favoreciendo a los más ineficientes. Invito a todos aquellos que deseen familiarizarse con la Maquila a visitar el portal de Internet que México mantiene para proveer de información sobre esta fascinante nueva forma de organización productiva (<http://www.maquilaportal.com/>).

No debe confundirse a la Maquila con experimentos proteccionistas nuestros en Tierra del Fuego y otras áreas que terminaron siendo galpones de armado para ventas en Argentina. El objeto de la Maquila no es proteger empresas locales ineficientes con beneficios impositivos, sino permitir a empresas eficientes exportar a enorme escala ofreciéndoles condiciones competitivas con las condiciones imperantes en mercados internacionales.

Circula por ahí una versión tristemente chistosa de que México logro el “investment grade” porque es la villa más cercana al country. Una visión muy simplista que permite obviar la realidad y consolarnos con nuestra propia pobreza. La verdad es que México quiso ser socio de EEUU y ahora lo es, y gracias a su Maquila también es uno de los protagonistas principales del comercio mundial.

**I.16- Respuesta a mis críticos**  
**Ambito Financiero, 21 de Marzo 2000.**

En la pagina editorial de Clarín del día 10 de Marzo, el periodista Marcelo Bonelli reporta al Sr. Presidente de la Rúa como enfurecido e indicando que yo "hablo como si no fuera corresponsable del desastre económico que dejó el gobierno que el mismo integró". A continuación de lo cual, Bonelli agrega que lo primero que yo hice fue también lanzar un severo ajuste fiscal en Agosto de 1996. Ambos aparentemente se refieren a la nota publicada en Ambito Financiero el día 8 de Marzo en la que critico el ajuste fiscal lanzado por la nueva administración.

Creo respetuosamente que mis críticos están confundidos. Yo no estoy en contra de los ajustes fiscales. Estoy en contra de los ajustes fiscales mal hechos, innecesarios y que incentivan la evasión y la inequidad.

Le recuerdo a mis críticos que el paquete fiscal de Agosto de 1996, de cuyo diseño participé, resultó en una tasa de crecimiento del PBI de 9.2% el trimestre siguiente a su anuncio y que la economía creció a tasas superiores al 8% durante los tres trimestres posteriores. Eso es lo que debe ocurrir cuando se implementa un ajuste fiscal necesario y bien diseñado.

No creo que ese halagador resultado vaya a ser el caso con este paquete tributario que paralizó el consumo, la inversión y la recaudación ni bien fue convertido en Ley a fines de 1999. Entre Julio y Diciembre de 1999 el Estimador Mensual Industrial que elabora el INDEC aumentó un 14.5% por lo que el cambio de tendencia sólo puede ser atribuido a la nueva política económica implementada a partir de Diciembre de 1999.

El mercado esta esperando señales claras de la nueva administración para decidir las inversiones. Veo con preocupación la complacencia del gobierno con los pedidos de políticas activas provenientes de sectores tradicionalmente asociados con reclamos de subsidios e impedimentos al comercio libre. De prosperar esos pedidos podríamos fácilmente volver a la situación de estancamiento económico que prevaleció en la década del 80.

## I.17- La Política de la Culpa Project Syndicate, Mayo 2000.

Después de diez años de régimen democrático con el Presidente Carlos Menem, la transmisión de mando en Argentina a su nuevo presidente, Fernando De la Rúa, ha sido rápida y ordenada. El fácil cambio del gobierno peronista al de la Alianza de centro-izquierda demuestra la madurez democrática del país. La estabilidad prevalece en los mercados financieros; el riesgo país bajó 300 centésimos de punto porcentual entre el mes de julio y el día que De la Rúa asumió el poder; la producción industrial aumentó el 14,9% en el segundo semestre del año.

La continuidad de las políticas económicas facilitó este cambio de régimen. Con sensibilidad, el nuevo gobierno mantuvo la "convertibilidad", como se denomina localmente al mecanismo de caja de conversión que fija en 1:1 el tipo de cambio entre el peso y el dólar de EE.UU. Sin embargo, pese a ello, el gobierno de De la Rúa denuncia la herencia económica que le legó el presidente Menem, sosteniendo que la irresponsabilidad fiscal había llevado al país al borde de una corrida bancaria y monetaria. Este juicio catastrófico llevó al nuevo gobierno a promulgar un conjunto de medidas tributarias que elevó los impuestos a los asalariados medios a la vez que eximió del aumento a los ingresos por dividendos e intereses. Se ofrecieron soluciones a los evasores de impuestos para reembolsar los tributos adeudados.

Nada irrita más a los contribuyentes cumplidores que ver que suben sus impuestos mientras se conceden facilidades a los evasores. Los economistas, pese a encomiar la idea de equilibrar el presupuesto, criticaron duramente los medios empleados. Además, la insistencia en culpar de todo lo malo de Argentina al gobierno de Menem actuó como un *boomerang*: muchos lo consideran una cortina de humo que oculta una falta de liderazgo.

Esa insistencia en señalar a un culpable tiene un precio. En los primeros tres meses del nuevo gobierno, se revirtió la tendencia de la producción industrial, los servicios, la construcción, el consumo y -lo que es peor- la recaudación. Aunque se preveía un PIB 2% superior (en términos anuales), en el primer trimestre del 2000, la recaudación nominal bajó 1,5%, revelando las deficiencias de las medidas tributarias de De la Rúa.

Los economistas del gobierno reconocen ahora que la recuperación será lenta, pero prevén mejoras merced a una baja de las tasas de interés y un aumento de las exportaciones, aunque ambos factores pueden no ser más que resultado de la desaceleración imperante. En efecto, el sector bancario registra exceso de liquidez debido a la caída en la demanda de crédito. Para contrarrestar esta situación, se espera una reducción del encaje legal, aunque ello va en contra de las reglas de la "convertibilidad" y reduce las reservas internacionales.

El sistema financiero, todavía sólido gracias a la convertibilidad y al auge de la economía mundial, favorece la recuperación, pero una recuperación tardía. No obstante, nada indica que Argentina crecerá nuevamente a las tasas del 5% y 8% de los noventa.

Para que mejoren el crecimiento y la inversión, Argentina necesita una estrategia a largo plazo para integrarse al sistema de comercio mundial e impulsar la productividad. El tratado regional Mercosur que integra Argentina, sirvió de motor del crecimiento en los noventa, pero parece insuficiente para la tarea de hoy. El Presidente De la Rúa no puede retirar a la Argentina del Mercosur, pero el país no puede vivir permanentemente encerrado en él. Esta paradoja exige una solución: las soluciones a medias no atraerán la inversión ni inducirán la escala adecuada a los nuevos proyectos de exportación. Los inversores tienen que saber si deben competir con Brasil solamente o con el mundo entero.

En las condiciones actuales, la Argentina no puede competir a nivel global. Ello exige la desregulación del mercado de trabajo y una reforma tributaria. El alto costo del empleo y las tasas de impuestos nominales promueven empresas de pequeña escala, que sólo medran en el



mercado negro de empleo y la evasión impositiva. Con buena parte del sector industrial operando en pequeña escala, no ha de sorprender que muchas empresas no puedan competir internacionalmente.

De la Rúa no se cruzó de brazos ante esta situación. El Senado, controlado por los peronistas, está considerando un proyecto de ley de reforma laboral. Aunque el proyecto no elimina todas las distorsiones que defienden los sindicatos, es sin duda un paso hacia una solución y podría ser aceptado por los peronistas. La aprobación legislativa ayudará a De la Rúa a recuperar el impulso perdido y quizás aliente nuevas inversiones.

Lamentablemente, De la Rúa erró en otras iniciativas sobre competitividad. Pese a un 14% de desocupación, en diciembre pasado se aumentaron los impuestos por desempleo, después de tres años de reducciones en el gobierno de Menem. Una ley de fomento de la pequeña empresa (siempre que se mantenga pequeña!) no hace sino atizar el sesgo contra las operaciones de gran escala intrínseco en las altas tasas de impuestos y las estrictas reglamentaciones del mercado de trabajo de la Argentina. Lo que necesita una economía que sufre desempleo y baja productividad son reformas en el sentido opuesto.

También otras reformas de la época de Menem se ven amenazadas. La privatización de buena parte del sistema de seguridad social fue uno de los cambios de mayores repercusiones del Gobierno de Menem. Algunos integrantes del actual gobierno quieren permitir que las personas regresen voluntariamente al sistema estatal, trayendo consigo los aportes efectuados durante los años que contribuyeron al sistema de capitalización privado. Dado que el sistema del Estado se basa en la redistribución, estos nuevos recursos probablemente se gasten de inmediato y amenacen por segunda vez con la quiebra del sistema.

El peor problema del Presidente De la Rúa no está en tal o cual política, sino en su tendencia a enviar señales contradictorias que confunden al mercado. En su discurso sobre el estado de la nación, prometió incrementar la competencia en la economía, pero en la misma semana suspendió un acuerdo de "cielos abiertos" suscrito con Estados Unidos por el gobierno de Menem. Curiosamente, esta medida apunta a defender el monopolio de una aerolínea nacional ahora privatizada y de propiedad extranjera en un 85%.

Los primeros cuatro meses del Presidente De la Rúa debilitaron a la economía argentina. Sus desaciertos no parecen estar ideológicamente motivados, sino que se deben a la incapacidad para ver los conflictos intrínsecos de sus iniciativas políticas. Pero no se han perdido las esperanzas. Al Presidente Menem le llevó dos años encontrar su camino y actuar frontalmente; luego, dio un golpe mortal a la inflación implementando la convertibilidad en 1991. El Presidente De la Rúa no tiene que enfrentar un desafío semejante, al menos, por ahora. Lo que tiene que hacer es abandonar la política de la culpa y emprender la implementación de un conjunto de políticas coordinadas que impulsen la competitividad internacional de la Argentina.

## I.18- ¿Quo Vadis Argentina? Temas Pendientes de Ajuste Estructural

Clarín, 14 de Mayo 2000.

Los que creen que lo único que necesitamos los argentinos para crecer de manera sostenida es lograr el equilibrio fiscal están equivocados. El equilibrio fiscal y estabilidad de precios son condiciones necesarias pero no suficientes para lograr la inversión que garantice el crecimiento sostenible y equilibrado. Para ello hay que resolver muchos temas de política económica aún pendientes y que se precisan para configurar el tipo de economía que será la Argentina. La inversión hoy día está paralizada a la espera de definiciones en muchas de estas áreas. A continuación menciono algunos de los puntos conflictivos que deberán resolverse. En cada caso indico y comento la opción más prevaleciente y luego mi opción preferida.

### Políticas Activas

Predomina la idea que Argentina debe abandonar la política del laissez faire e implementar Políticas Activas selectivas que estimulen a los sectores elegidos por ciertos funcionarios públicos en cargos técnicos. En general esto termina ayudando a empresas que de otra manera no podrían competir y además se lo hace con los impuestos que pagan las empresas que sí son eficientes. Esto resulta en un algoritmo perfecto para promover a los ineficientes y eliminar a los eficientes del mercado.

**Opino que Argentina precisa políticas de incentivos parejos para todos de manera tal que sean las empresas más competitivas las que se desarrollen.**

### Comercio Exterior

Se quiere profundizar la integración en Mercosur y así desarrollar una industria acorde con el nivel de ineficiencia brasileño escondido atrás de un alto arancel externo común.

**Creo que debemos integrarnos a la economía globalizada a través de una baja gradual pero cierta y cercana del arancel externo, con o sin Brasil de acompañante. Los inversores quieren saber si las exigencias competitivas serán las de Brasil, las de la economía global, o las de una economía cerrada.**

### Dolarización

La política actual es avanzar en la relación con Brasil a través de un Maastrich del Mercosur que quizá apunte a la creación de una moneda regional centrada en el Real, lo que implicaría abandonar al dólar.

**En mi opinión hay que profundizar la Convertibilidad a través de intensificar negociaciones para lograr un acuerdo monetario con EEUU que permita compartir el señoreaje y acceder a más líneas contingentes de crédito que provean el servicio de prestamista de última instancia. Deberíamos desarrollar metas tipo Maastrich para converger hacia un entorno macroeconómico similar al de EEUU, no al de Brasil.**

### Seguridad Social

Se ha propuesto revertir la privatización del sistema de seguridad social permitiendo a los que integran el sistema privado a que se traspasen al sistema estatal de reparto llevando sus ahorros acumulados en estos últimos años.

**Debe eliminarse el remanente del sistema estatal de reparto, transfiriendo las actividades al sistema privado, y al hacerlo eliminar la PBU hacia adelante, respetando los derechos adquiridos por los aportes realizados hasta ahora. Hay que evitar que este sistema, hoy residual, se convierta en la bomba de tiempo que una vez fue.**

### Competitividad

La política actual es promover con ventajas especiales a las Pymes, manteniendo las condiciones desfavorables en materia tributaria y de regulación laboral para las grandes empresas.

**En mi opinión se deben crear condiciones regulatorias e impositivas razonables e iguales para todos, de manera tal que la escala y competitividad de las empresas aumente y**

**tengamos empresas grandes, eficientes, competitivas, proveedoras de trabajo estable, bien pago y que cumplan con sus impuestos y exporten.**

Gasto Público

Predomina la visión de que hay que solucionar el problema del déficit fiscal pagando menos a los empleados públicos.

**Lo correcto es eliminar funciones del estado y restringir drásticamente el número de funcionarios en cargos políticos. Los que queden en el estado deberán ser pocos pero altamente capacitados y bien pagos de manera que se garantice la calidad del servicio público y de la acción regulatoria. Con ñoquis y además mal pagos, no hay decreto que pueda imponer el servicio público eficiente y amable.**

Flexibilización Laboral

Hoy en día los Sindicatos se ocupan de determinar las condiciones de los contratos laborales. Dichas condiciones son obligatorias para todos, afiliados o no afiliados. Se ofrecen servicios a los afiliados que en parte se financian con impuestos obligatorios sobre todo tipo de empleados, afiliados o no.

**Se debe permitir contratos laborales determinados libremente por las partes de acuerdo a la Ley de Contrato de Trabajo. Los Sindicatos deben ser de asociación voluntaria y sólo podrán imponer condiciones para sus asociados, a los que además proveerán servicios financiados exclusivamente por la cuota voluntaria de sus afiliados.**

Evasión Impositiva (1)

Prevalece la política de que el cobro de los impuestos es tarea indelegable del Estado y que los empleados de la AFIP deben seguir siendo empleados públicos. Los acusados de evasores deben tener acceso a todas las instancias que permite la justicia antes de ser declarados culpables.

**Opino que la AFIP debe ser la empresa más eficiente del país. Para ello debe transformársela en un ente autárquico, lo que le permitirá manejar sus recursos humanos como lo hace el sector privado. La justicia actual carece de medios y conocimientos específicos como para manejar los cientos de miles de causas tributarias que se generan. Debe crearse un fuero penal tributario con personal capacitado y medios suficientes que permita la tramitación rápida y justa de las causas de evasión.**

Evasión Impositiva (2)

La visión predominante es que los impuestos actuales son los mismos que en otros países del mundo. Las tasas son altas porque hay muchos evasores. Hay que combatir la evasión y cuando aumente la recaudación se podrá bajar las tasas de impuestos.

**Creo que no hemos podido romper el círculo vicioso de suba de tasas-mayor evasión-aumento de tasas para los que todavía pagan, etc. Debe atacarse todos los frentes a la vez: la reforma de la AFIP y la Justicia debe ser simultánea con la reforma impositiva.**

Las medidas sugeridas configuran un paquete indivisible. No es posible analizar la conveniencia de cada una de ellas sin considerar la aplicación de las demás. El caso de los impuestos, la AFIP y la Justicia tributaria es típico. Tampoco es factible bajar los aranceles e integrarnos a la economía global con los actuales sindicatos, altos impuestos y estado ineficiente.

Una vez un colega me dijo: "Carlos vos no entendés, el mundo real es muy complejo y tus propuestas son muy simples". Muchos años han pasado desde entonces y la experiencia me ha enseñado que, como siempre ocurre con problemas muy complejos, la mejor solución es la más simple. ¡Ojalá pudiese convencer a los políticos de que tengo razón!.

## I.19- Peligrosos Remedios para la Preocupante Situación Fiscal

<b>Introducción .....</b>	<b>3</b>
<b>Sección I: Economía y Política .....</b>	<b>7</b>
<b>Sección II : Teoría y Evidencia .....</b>	<b>47</b>
<b>Sección III: Conclusiones .....</b>	<b>89</b>
<b>Apéndice Estadístico.....</b>	<b>92</b>

**Análisis Junio 2000.**

Estos siete meses han despojado casi totalmente a la Alianza del paraguas mediático con que estaba protegida. La realidad ha demostrado que el Marketing sirve para vender pero no para gobernar. Las encuestas de opinión y las frías estadísticas confirman el viejo dicho de que se puede engañar a algunos por un rato pero que no se puede engañar a todo el mundo todo el tiempo. Los que creyeron que los votos conseguidos a fuerza de marketing garantizan el crecimiento se confundieron de pleno. Es el crecimiento conseguido a fuerza de coraje y liderazgo lo que garantiza los votos sostenibles.

Todo lo que pasó en materia económica era predecible. En el número de Diciembre 16 de Análisis (disponible en Internet: [www.cema.edu.ar/cea/analisis](http://www.cema.edu.ar/cea/analisis)) escribimos que las consecuencias del hoy llamado “impuestazo” serían:

- La economía se enfría en el corto plazo
- La tasa de crecimiento de largo plazo se reduce
- Disminuye la inversión
- Aumentan los incentivos a la evasión
- Reducimos a 2.5% la tasa de crecimiento para el 2000

A partir de Diciembre, los errores en materia económica se han exponenciado por lo que no sólo ratificamos nuestras predicciones de seis meses atrás sino que creemos que las consecuencias negativas serán aún peores. Estamos reduciendo la tasa de crecimiento para el 2000 a solo 2%, pero si el gobierno mantiene su estilo aún esta cifra parecerá alta cuando aparezca el próximo número de Análisis.

En el número de Análisis de Abril de 1999 criticamos la propuesta de López Murphy de bajar salarios. No sólo la propuesta es mala desde el punto de vista económico, sino que fue implementada con la misma falta de consideración hacia los afectados como fue hecho el impuestazo.

Tanto en el “impuestazo” como en el “salariazado invertido” el equipo económico usó hasta el cansancio el justificativo de que la medida afectaba a “pocas personas”. Debo decir que esta es una extraña manera de juzgar los costos o beneficios de políticas públicas. Con ese criterio simplista podríamos expropiar a las 10 mayores fortunas del país y pensar que la medida prácticamente no tendría costos. Me pregunto si los que usan este criterio simplista de evaluación están realmente compenetrados con los principios de igualdad ante la Ley y de propiedad privada, ambos esenciales para el funcionamiento de una economía de mercado.

El gobierno ha impuesto el facilismo como la principal guía para el diseño de la política económica. Frente a problemas claves como lo son la seguridad, la justicia y la evasión, se propone bajar los sueldos de policías, judiciales y empleados de la DGI. Yo no entiendo a quién se le puede haber ocurrido que el problema del gasto público en Argentina pasa por los sueldos mayores de \$1000 en esos tres sectores claves del gobierno. **No me canso de decir que lo que necesitamos es menos y mejor gobierno. Eso requiere reducir actividades y profesionalizar las que quedan.**

Buenas ideas, como la desregulación de obras sociales, se instrumentan mal. El decreto establece la desregulación dentro de siete meses. El sindicalismo ya ha prometido paralizar el país y seremos los ciudadanos los que paguemos el costo. Cuál es el propósito de prolongar la agonía de los sindicatos por siete meses?. Por qué no establecer que la desregulación tendrá lugar el mes que viene?. O será que se quiere asustar a los sindicatos con sacarles la caja para entonces negociar y dejar todo como está.

Con la llamada "política de la culpa" la Alianza ha alienado a los peronistas. Con el impuestazo cargó contra los 18000 ejecutivos de las empresas que cobran en blanco (no los dueños, que quedaron exentos). Se amenazó con gravar los plazos fijos, por lo que los ahorristas deben sentirse como esperando en la cola junto con las empresas privatizadas. Se amenaza a los sindicatos con prácticamente liquidarlos en siete meses y se baja el sueldo a los empleados públicos. **Prácticamente todos los sectores de la sociedad han sido agredidos a través de medidas erróneas e innecesarias en estos largos siete meses. Notoriamente se salvaron los evasores, que han logrado los continuos favores del gobierno merced a sucesivas prolongaciones de la generosa moratoria.**

La mala administración está amenazando el equilibrio fiscal. En los primeros cinco meses de este año el gasto del sector público nacional base caja y metodología FMI es superior al de 1999 y al de 1998. Por otro lado, los Recursos del SPN son menores a los de 1999 y a los de 1998. **El déficit fiscal según el FMI es 26% mayor que en 1999 y supera en casi 66% al de 1998. Las cifras son bien claras: se gasta más, se recauda menos ( a pesar del aumento de tasas) y se aumenta el déficit.**

<b>Enero-Mayo: Resultados del Sector Público Nacional Base Caja (Metodología FMI, millones \$)</b>					
	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>Dif.%00/99</b>	<b>Dif%00/98</b>
Ingresos	22.863	22928	23077	<b>-0.3%</b>	<b>-0.9%</b>
<b>Gastos</b>	26074	25482	25017	<b>+2.3%</b>	<b>+4.2%</b>
<b>Déficit</b>	-3211	-2553	-1940	<b>+25.8%</b>	<b>+65.6%</b>

El déficit acumulado Enero-Mayo suma \$3211 millones. Esta no envidiable performance implica un déficit fiscal promedio de \$642 millones por mes. A fin de cumplir la meta de \$2690 millones del semestre, hace falta un superávit de \$521 millones en Junio. Descontando una contribución por el superávit del BCRA del orden de \$100 millones para el semestre nos que da que la meta a cumplir por el SPN en Junio debería ser del orden de \$421 millones de superávit.

Como se logrará pasar de golpe de un déficit promedio de \$642 millones durante 5 meses a un superávit de \$421 millones en Junio? Usando Contabilidad Creativa: vendiendo Bonos de Cupon Cero del Tesoro de USA que estaban de garantía de nuestros bonos Brady. Estos Bonos Cupon Cero acumularon intereses durante la década del 90 que ahora equivalen a alrededor de \$486 millones. De esta manera, gracias a la liquidación de ahorros financieros realizados durante la administración Menem se logrará cumplir con la meta fiscal de este semestre. Ayudará también el adelanto del anticipo de ganancias de las empresas que debía realizarse en el

segundo semestre y que aportará alrededor de \$400 millones (poniendo en peligro las metas del resto del año).

Podría decirse que el cumplimiento de la meta de déficit fiscal del mes de junio se debe a la contribución extraordinaria de recursos devengados en el pasado y otros a generarse en el futuro, ninguno en el presente!.

He escuchado decir que el deterioro de la situación fiscal se debe a la rebaja de aportes patronales realizada en 1999. Nada puede estar mas lejos de la verdad. La Reforma de 1999 rebajó impuestos sobre la mano de obra a cambio de subir impuestos sobre el capital. Para financiar la rebaja de aportes patronales se crearon dos nuevos impuestos: sobre los intereses y sobre la renta mínima presunta. Comparando 2000 con 1998, antes de la reforma, la caída de recaudación de aportes patronales fue de \$549 millones en los primeros cinco meses del año. Esta pérdida fue más que compensada por la recaudación de los dos nuevos impuestos creados para financiarla y que fue de \$619 millones.

Circula en estos días la propuesta de eliminar la rebaja de aportes patronales a empresas privatizadas basándose en dos supuestos: (1) la ley de privatizaciones no lo prohíbe y (2) esas empresas aparentemente no bajaron sus precios cuando se les bajaron los aportes. Al respecto, más allá del daño irreparable que esa medida acarrearía para la estabilidad económica e institucional de nuestro país, quisiera recordar dos cosas. Primero, es obvio que la rebaja de aportes patronales se hizo a cambio de la introducción de otros impuestos, no a cambio de promesas de bajar precios de venta. Segundo, el hecho de que una ley no prohíba ponerle impuestos a alguien no significa que haya que ponerlos. Por favor no abusemos de los impuestos de la misma manera que abusaron del impuesto inflacionario.

## Sección II : Teoría y Evidencia

### II.1 Marco Teórico para la Política Macroeconómica en Países Emergentes

Journal of Applied Economics, May 2000

#### Introducción

“Muchos de ustedes son demasiado jóvenes para recordar, pero no hace demasiado tiempo las políticas perseguidas por muchos gobiernos de América latina y los cursos dictados en la mayoría de las universidades de la región contenían más teoría económica mala que buena”. Arnold C. Harberger<sup>2</sup>

Los países en desarrollo han aportado a la profesión económica una amplia variedad de experiencias macroeconómicas. Muchas son experiencias de fracasos, unas pocas de éxitos. Creo que de todas esas experiencias se pueden extraer lecciones útiles. A pesar de la creencia generalizada de que no es posible transferir a los países en desarrollo las teorías y políticas diseñadas para los países desarrollados, en mi opinión existe una única teoría económica y las mejores políticas se aplican a todos los pacientes y, en la mayoría de los casos, son las más simples: reglas de mercado, libre comercio y política monetaria y fiscal ortodoxa.

*Las diversas experiencias fallidas de estabilización de los países en desarrollo nos enseñan qué no se debe hacer. También nos dicen qué esperar de los mercados sujetos a una mala administración macroeconómica. Las elevadas primas de riesgo país y la sustitución de la moneda (dolarización) son dos de las respuestas más comunes. Asimismo nos informan sobre el rol fundamental de la credibilidad para la viabilidad de un conjunto de políticas macroeconómicas. La credibilidad se basa en fundamentos y experiencia. Los gobiernos que en el pasado han engañado reiteradamente a sus pueblos descubren que deben afrontar costos de ajuste mucho más elevados cuando deciden seguir las políticas correctas.*

Por definición, los países en desarrollo carecen de ahorros suficientes y necesitan capitales extranjeros para desarrollarse. También deben seguir las políticas correctas. Hace algunas décadas, cuando ingresaban flujos de capitales institucionales, había quienes podían utilizarlos para financiar las políticas incorrectas. La gran diferencia en la actualidad es que a pesar de que los países en desarrollo continúan necesitando inversión, ya están endeudados y los acreedores privados no desean continuar financiando sin realizar un escrutinio mucho más estricto de las políticas adoptadas.

**Los países altamente endeudados que adoptan políticas incorrectas reciben doble castigo: uno por las políticas incorrectas y otro por los inversores que retiran sus fondos.** El efecto fuga hacia la calidad experimentada durante la última crisis golpeó fuertemente a los países en desarrollo aumentando a niveles sin precedentes las tasas de interés a las cuales debían refinanciar sus deudas. Hoy más que nunca, es imperativo que los países en desarrollo instrumenten políticas macroeconómicas correctas.

#### Desarrollo Económico y Riesgo País

---

<sup>2</sup> Arnold C. Harberger: “Carta a una Generación más Joven”, Journal of Applied Economics, noviembre de 1998.

Los países en desarrollo no son un grupo homogéneo. Difieren tanto entre sí como con respecto a los países desarrollados. Difieren a nivel cultural, niveles de ingresos, grado de funcionamiento de los mercados e instituciones. Algunos países en desarrollo tienen culturas e instituciones similares a los países desarrollados, pero son más pobres. Algunos países en desarrollo nacieron pobres, otros empobrecieron: los ingresos per capita de Argentina ascendían a 85% de los de EE.UU. al comienzo del siglo veinte; hoy alcanzan a sólo 34%.

A partir de la década del 70, muchos países en desarrollo frecuentemente recurrieron a los mercados financieros internacionales. Tal vez debido a una visión optimista del proceso de desarrollo, los países menos desarrollados vieron que su nombre primero cambió por Países en Vías de Desarrollo y luego por Países Emergentes, una denominación más a tono con el espíritu optimista de los mercados financieros.

No hay una única lista de países emergentes. De acuerdo con la página de Bloomberg sobre mercados emergentes, el grupo incluye a cualquier país con mercados de acciones y bonos incipientes y con economías pequeñas. Sin embargo, Bloomberg también hace referencia a la definición del Banco Mundial de País Emergente como aquel país con ingresos per cápita inferiores a US\$8.950!

En general, una característica que comparten los miembros del club de Países Emergentes (PE), que resulta útil para nuestro análisis macroeconómico, es que todos poseen un elevado grado de "debilidad macroeconómica" que se manifiesta en un alto nivel del llamado "**riesgo país**". Este es el retorno adicional que pide un inversor para colocar su dinero en el PE en lugar de colocarlo en un país sin riesgo (como EE.UU. o Alemania). Medimos la prima de riesgo país como la diferencia en el retorno de un bono emitido en moneda fuerte por el PE y un bono similar emitido en la misma moneda por el país libre de riesgo.

JPMorgan, uno de los principales participantes en el mercado de deuda soberana cotiza precios de bonos emitidos por los gobiernos de 12 países emergentes (Cuadro 1). Las primas de riesgo difieren significativamente entre los países, según las expectativas de los acreedores de recuperar sus fondos. En la fecha en que se confeccionó la tabla, se observa que Rusia, Ecuador, Venezuela y Brasil fueron los PEs menos preferidos (por razones ya conocidas). En un par de casos, la prima de riesgo superó la tasa anual de 30% (en dólares) equivalente a cinco veces la tasa de dólar libre de riesgo para las Letras del Tesoro a 10 años de los Estados Unidos.

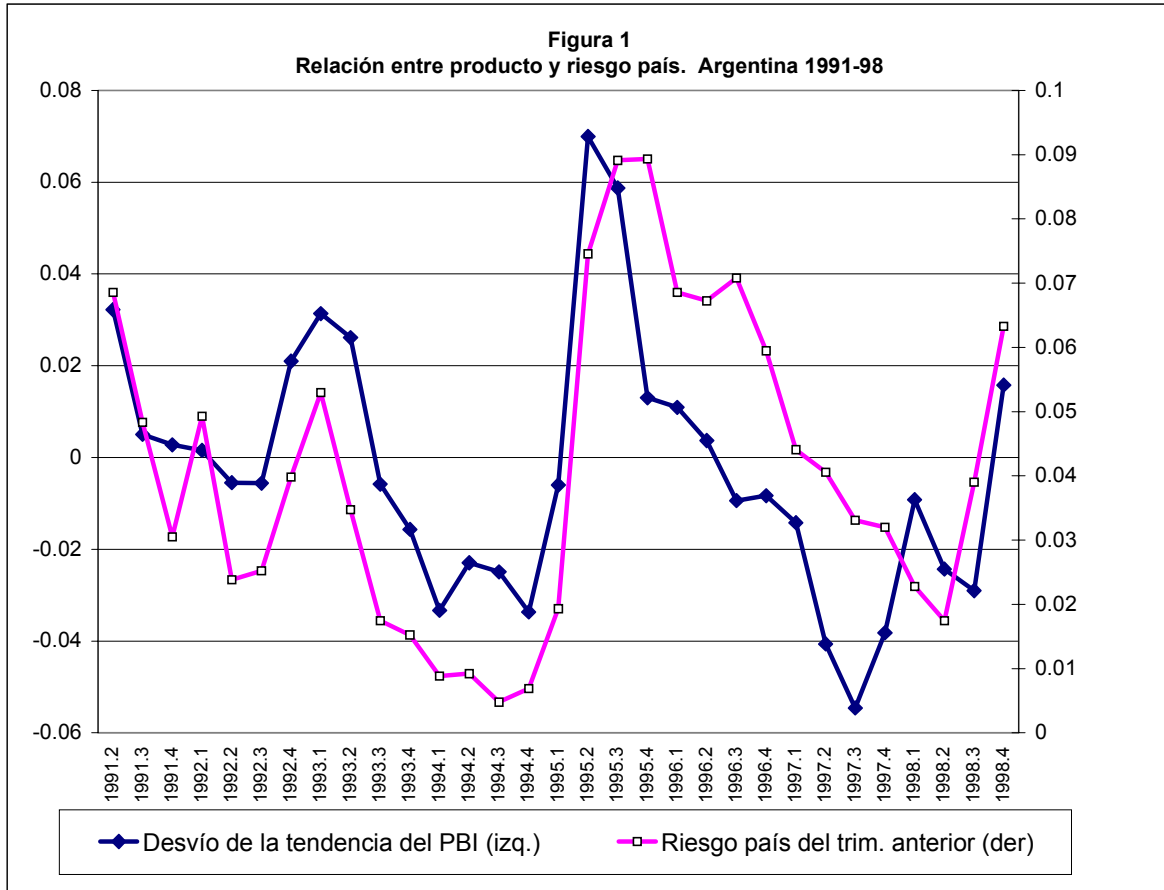


Cuadro 1	
Emisor	Spread promedio sobre Bonos del Tesoro (Puntos Básicos)
Argentina (FRB)	722
Brasil (BRA C)	1081
Bulgaria (Descuento)	1042
Ecuador (Descuento)	3167
Marruecos (Préstamo)	677
México (Descuento)	787
Panamá (PDI)	409
Filipinas (FLRB)	485
Perú (FLIRB)	555
Polonia (Descuento)	303
Rusia (INT)	6026
Venezuela (DCB)	1473
*El "spread" corresponde a Bonos Brady representativos al 18 de marzo de 1999. Fuente: JPMorgan	

Ignorando la alta variación en las primas de riesgo individuales del Cuadro 1, podemos ilustrar el costo de riesgo alto asumiendo una prima de riesgo promedio de 10% (1000 puntos básicos) sobre el bono equivalente del Tesoro de EE.UU. Asumiendo una relación promedio deuda/PBI de 50%, la prima de riesgo promedio mencionada implicaría que se está transfiriendo a los acreedores un monto equivalente a aproximadamente 5% del PBI anualmente sólo para compensarlos por invertir en países con riesgo.

La actividad económica se ve directamente afectada por el riesgo país a través de su impacto en el flujo de inversiones y en el comportamiento financiero. Algunos efectos son a corto plazo -a través del impacto en la demanda global- y otros son duraderos, debido a la modificación en la trayectoria de acumulación de capitales.

La Figura 1 muestra claramente el efecto negativo del riesgo país en la actividad económica a corto plazo utilizando datos trimestrales de Argentina por el período 1991-99. La variable producción (recesión) es el porcentaje de desvío del PBI de su tendencia lineal, de modo que un valor positivo significa que el PBI se encuentra por debajo de la tendencia. La variable riesgo es el excedente del retorno del BONEX sin cupón por sobre los bonos del Tesoro con vencimientos similares. Los datos muestran que le lleva al menos un trimestre a una prima de riesgo más elevada comenzar a tener un efecto significativo en el PBI. La Figura muestra la relación con un atraso de un trimestre.



El impacto visual obvio de la relación entre riesgo y actividad de la Figura 1 se confirma mediante la siguiente estimación de OLS:

$$\text{Recesión} = -0.039 + 0.90 \cdot \text{RiesgoP.}(-1)$$

(-2.4)                      (4.2)

$$\text{AR}(1) = 0.76 \quad (6.0)$$

$$\text{Adj. R}^2 = 0.72$$

Los resultados de la ecuación indican que el aumento de un punto porcentual en el riesgo país está asociado con una caída de casi 1% en la brecha de producción. Sin embargo, la tendencia en el PBI puede depender del riesgo propiamente dicho y por lo tanto la pérdida permanente puede ser más alta. Por lo tanto, corrimos una regresión entre el logaritmo del nivel de PBI, una constante y un retraso de cuatro trimestres de PDL sobre el riesgo país (la regresión también incluye una corrección para la autocorrelación). Los resultados se muestran en el Cuadro 2 y confirman la hipótesis de que la caída a largo plazo en el PBI supera el efecto del impacto a corto plazo.

**Cuadro 2**

Variable Independiente: Log.de PBI real Método de Estimación: OLS con PDL lineal sobre Riesgo País		
	Coefficiente	Valor T
Constante	9.39	358
Tiempo	0.0076	9.7
RiesgoP(0)	-0.47	-3.1
RiesgoP(-1)	-0.62	-6.8
RiesgoP(-2)	-0.611	-5.7
RiesgoP(-3)	-0.42	-4.7
RiesgoP(-4)	-0.07	-0.4
AR(1)	0.48	3.0
Muestra: 1992.2 1998.4 Adj.R2= 0.97		

La suma de coeficientes de RiesgoP es  $-2.2$ , lo que significa que un aumento permanente de un punto porcentual en el riesgo país genera una caída permanente de 2,2% en el PBI. Utilizando un enfoque diferente, Jorge Avila estima que el costo sobre el bienestar de la prima de riesgo total en Argentina se ubicó entre 20% y 34% en la década del 90.<sup>3</sup>

**Evidentemente, ser riesgoso es un negocio costoso.** Por lo tanto deberíamos observar los grandes esfuerzos que realizan los países emergentes riesgosos para mejorar su apariencia a los ojos de los inversores. Esto implica mejorar sus instituciones y optimizar sus políticas macroeconómicas. Este último aspecto se relaciona con el tema de nuestra presentación: ¿qué se puede aprender de los esfuerzos realizados por los países menos desarrollados por mejorar sus políticas macroeconómicas?

Tal vez en la década del 90 la profesión económica cuenta con criterios mucho más uniformes sobre qué constituye una política macroeconómica apropiada que en todas las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial (antes de ese momento no había siquiera conciencia sobre qué era política macroeconómica), y este criterio es compartido por el pilar más importante de la ecuación: los inversores.

En una economía globalizada abierta al flujo de capitales internacionales, el principal jurado sobre la situación macroeconómica son los inversores. Los inversores de mercados internacionales carecen de ideología, sentimientos o nacionalismo. Los flujos de capitales internacionales responden más rápidamente que cualquier otra variable económica. Pueden detenerse abruptamente o cambiar de signo ante una expectativa de cambio de política. El efecto de estos cambios abruptos en la estructura real y financiera de la economía puede ser

<sup>3</sup> Jorge Avila: "El Costo Económico de la Incertidumbre", Universidad del CEMA Papel de Trabajo No.143, marzo de 1999. Ver también su trabajo "El Costo Económico de la Incertidumbre" Universidad del CEMA Papel de Trabajo No.133, julio de 1998 en el que descubre elasticidad de producción de  $-3.8$ .

drástico. Debido a que los países en desarrollo necesitan capital extranjero, este comportamiento refuerza el argumento a favor de políticas macroeconómicas razonables y predecibles.<sup>4</sup>

La economía globalizada de los 90 difiere fundamentalmente de la de los años 60 y 70 en los que un porcentaje importante de los fondos destinados a los países en desarrollo eran canalizados por organizaciones multinacionales. Estas organizaciones multilaterales, en lugar de aplicar criterios de eficiencia de mercado, a menudo utilizaban otras reglas que contradecían los criterios convencionales para la asignación eficiente de recursos.

En la actualidad es mucho más difícil obtener fondos multilaterales para financiar proyectos de desarrollo faraónicos no justificados por reglas de eficiencia basadas en criterios de mercado. Debo decir, sin embargo, que aún es posible obtener fondos multinacionales para financiar crisis debidas a errores del pasado, particularmente si el país en cuestión es un deudor significativo, en cuyo caso los fondos ayudan a refinanciar las deudas postergando el ajuste inevitable.

Una crítica común en estos días es que los fondos multilaterales (FMI, BIRF) están disponibles en condiciones más accesibles para los países en desarrollo que no cumplen sus obligaciones macroeconómicas. Aparentemente también la exigencia del FMI es más severa en los países más fuertes que en los débiles. Esta situación me recuerda una historia de mi época de estudiante en Chicago. Se decía que un estudiante brillante no aprobó un Examen Preliminar mientras que otros menos capaces lo aprobaron. Cuando el estudiante reprobado pidió una explicación, la respuesta "extraoficial" fue: "tú eres más capaz que el resto, por lo tanto deberías haber logrado un mejor resultado". Aparentemente el principio marxista de "a cada uno de acuerdo con sus necesidades y de cada uno, de acuerdo con sus aptitudes" sigue estando en plena vigencia en el FMI y en la Universidad de Chicago!

Aparte del problema no resuelto del rol adecuado de las instituciones multilaterales, queda claro que en la última década los mercados han enseñado duras lecciones a los demagogos e ideólogos. Ya no existen los conocidos experimentos con la planificación central que tanto influenciaron los destinos del mundo comunista y buena parte del resto de los países en desarrollo después de la Segunda Guerra Mundial. Desde el punto de vista práctico, el colapso de la Unión Soviética se debió mucho más a razones económicas que políticas. Ciertamente creo que desde una perspectiva ideológica hay aún muchos comunistas en el mundo pero, afortunadamente, ya no administran los recursos públicos.

Tal vez ha sido menos drástica aunque igualmente efectiva la pérdida de fuerza de las políticas de "estado empresarial" y "desarrollismo" que surgieron como alternativa democrática a la planificación central, probablemente influenciadas por el otro gran fiasco que fue el fascismo y su rama económica del corporativismo.

En las décadas del 60 y 70, muchos países en desarrollo vivieron un proceso de crecimiento insostenible en gran medida debido a la ayuda multilateral, el endeudamiento del estado y el impuesto inflacionario. La crisis de deuda a comienzos de los años 80 marcó el comienzo de la década del ajuste. En los 90, ya instalada la globalización, los países en desarrollo comenzaron a implantar políticas macroeconómicas más sensatas desde el punto de vista de la efectividad y la sostenibilidad. Hablo de políticas sobre prudencia fiscal, control monetario y asignación de recursos escasos orientada al mercado.

Algunos factores determinantes del Riesgo País: Desempeño Macroeconómico, Efecto fuga hacia la Calidad y Efecto Contagio

---

<sup>4</sup> Sobre los aspectos económicos de detenciones súbitas ver Calvo, G.: "Flujos de Capital y Mercados de Capitales. Los Aspectos Económicos Simples de Detenciones Súbitas", Journal of Applied Economics, noviembre de 1998.

Aceptamos que la falta de desarrollo viene de la mano de un alto riesgo para los inversores, que a su vez implica un elevado costo para el capital requerido. Para romper el círculo vicioso se deben implantar políticas y adoptar instituciones que permitan reducir la prima de riesgo país percibida por los inversores. Consideramos que ese tipo de políticas e instituciones son las de una economía de mercado con una administración monetaria y fiscal conservadora.

Las agencias calificadoras internacionales más grandes que determinan el riesgo país para inversores parece compartir esta creencia. Un informe reciente de Cantor y Packer<sup>5</sup> estudia los factores determinantes de las calificaciones de deuda soberana de S&P y Moody's. Utilizando análisis econométricos, determinaron que ocho factores explican más del 90% de la variación transversal de las calificaciones. Estas variaciones son PBI per capita, antecedentes de crecimiento, carga del endeudamiento, inflación, antecedentes de incumplimiento, nivel de desarrollo, déficit fiscal y déficit de cuenta corriente.

*Más allá de la circularidad inherente al hecho de que algunas de las variables son endógenas (desarrollo, PBI, crecimiento, inflación) rescatamos el hecho de que los evaluadores prestan atención al endeudamiento, los antecedentes crediticios y el equilibrio macroeconómico representado por las variables inflación, cuenta corriente y aspectos fiscales.*

A pesar de la importancia atribuida a las variables convencionales en la determinación del riesgo país, el desempeño en el pasado y el desempeño de los pares también parece ser muy importante. Los mercados tienden a recordar el desempeño en el pasado, y ante la ausencia o incapacidad de procesar nueva información, tienden a calificar a un país por el desempeño de los que consideran ser países similares. Desde esta última perspectiva, ser miembro del club de países emergentes puede implicar merecer una alta prima de riesgo que puede ser difícil de revertir mediante mejoras de política en el corto plazo. Este fenómeno se ha denominado "**efecto contagio**" e implica que la prima de riesgo de cualquier país emergente es determinada en parte por la del promedio de estos países.

Por otra parte, se determina la prima de riesgo para los países en desarrollo "promedio" para equilibrar la percepción de riesgo del mercado de los países en desarrollo en su conjunto en comparación con los activos sin riesgo. A medida que los países en desarrollo se vuelven más riesgosos, los inversores buscan mejores activos y aumentan la demanda por activos considerados "seguros". Este proceso se ha denominado "**efecto fuga hacia la calidad**" y fue responsable, durante la última crisis, de aumentos sin precedentes en los precios de los mercados de bonos y acciones de EE.UU. y la caída de los mercados reales y financieros de los países en desarrollo. La Figura 2 muestra el impacto opuesto de la crisis de Rusia sobre las tasas de interés en países en desarrollo y EE.UU., un resultado explicado por el "efecto fuga hacia la calidad".

Para un país en desarrollo bien administrado pero endeudado, el efecto contagio eleva inmerecidamente las tasas de interés para la toma de nuevos préstamos. Por otra parte, el servicio de la deuda existente probablemente será indexado a la tasa de interés libre de riesgo (como la letra del Tesoro de EE.UU. a corto plazo) que estará destinada a disminuir debido al efecto de la "opción por la seguridad". **Por lo tanto vemos que, en caso de crisis, la "opción por la seguridad" reduce el costo de servicio de la deuda existente y el "efecto contagio" eleva el costo de aumento de la deuda.**

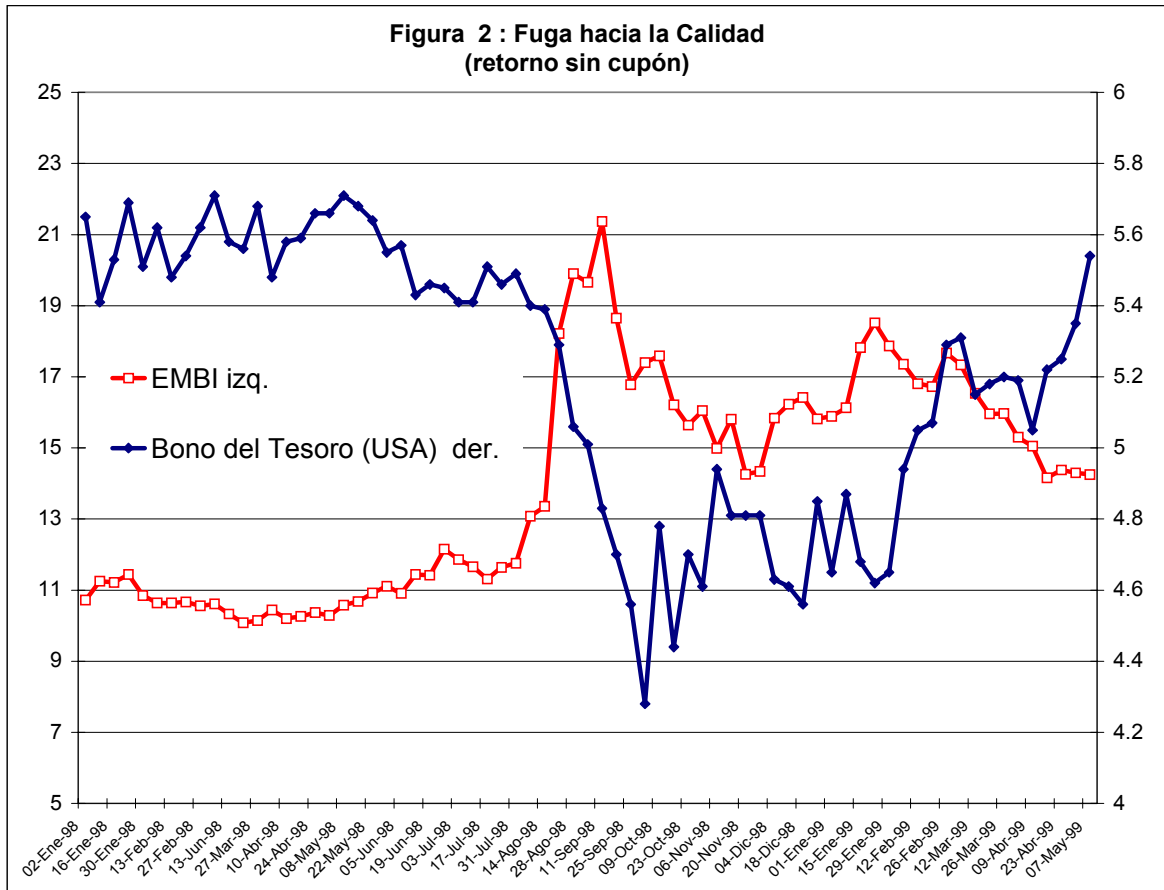
El efecto contagio puede implicar que en medio de una crisis originada en cualquier otro lugar, la prima de riesgo de un país en desarrollo puede aumentar y no responder a los esfuerzos adicionales por mejorar las políticas macroeconómicas que el país realice en dicho momento. Esto no significa que el país debería abandonar la práctica de buenas políticas ya que la única

---

<sup>5</sup> Richard Cantor y Frank Packer: "Factores Determinantes e Impacto de las Calificaciones de Riesgo Soberano" FRBNY Economic Policy Review, octubre de 1996.

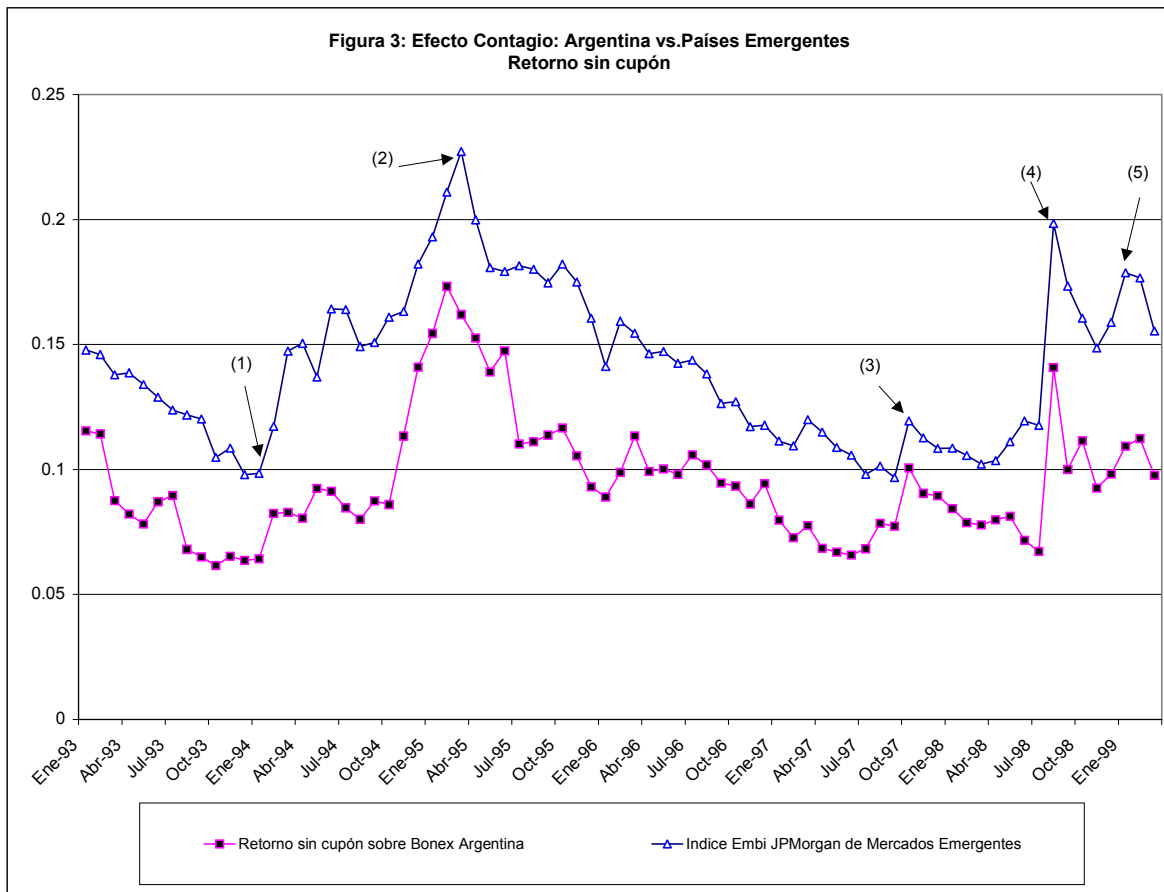
chance de alterar la percepción de ser un miembro del club de países en desarrollo es continuar con aquellas buenas políticas.

En resumen: las buenas políticas pueden tener un efecto acumulativo. Si se las adopta por el tiempo suficiente, los inversores pueden percibir al país como un miembro diferente del club de PEs, como sucedió con Chile, que recibe una evaluación de riesgo consistentemente mejor que el resto de los países de América latina. En el caso de Chile, la razón radica en que es el pionero del cambio estructural en la región y también que siempre ha cumplido puntualmente con los pagos de su deuda externa.



Chile, Uruguay y Colombia son los únicos países grandes de la región que han continuado atendiendo normalmente al pago de sus deudas externas durante la crisis de los 80, y son también los únicos tres países que fueron calificados con grado de inversión por Moody's y S&P. Es evidente que el servicio regular de deuda externa es uno de los factores más importantes en la determinación del riesgo país.

La Figura 3 muestra la significatividad del efecto contagio comparando el retorno sin cupón ("stripped yield") requerido por los mercados sobre una canasta de bonos soberanos construida por JPMorgan (el EMBI) y el retorno sobre el Bonex (sin cupón) de Argentina construido por la Subsecretaría de Financiamiento Externo de Argentina. Es bastante evidente que las dos series responden a shocks similares la mayor parte del tiempo, de acuerdo con la predicción de la hipótesis del efecto contagio.



En algunos casos los shocks comunes son fácilmente identificables: (1) marca el giro en la política de tasas de interés del Fed (hacia tasas más elevadas) que afectó en mayor medida al grupo altamente endeudado de países en desarrollo y actuó como detonante en la crisis mexicana indicada en (2). Luego del pico de las tasas a comienzos de 1995, siguió un período de tranquilidad en los mercados mundiales y las tasas cayeron abruptamente en el grupo de países emergentes y también en Argentina. El punto (3) marca el octubre negro y el inicio de la crisis asiática, seguido por el fuerte pico debido a la crisis de Rusia (4) y un pico mucho menor debido a la crisis de Brasil (5). Es evidente que en los seis años Argentina no ha podido diferenciarse del grupo de países emergentes representados por el índice EMBI.

Las crisis recurrentes mencionadas más arriba también tuvieron un impacto en los países desarrollados, pero en una escala mucho menor. La tasa para Letras del Tesoro a corto plazo, por ejemplo, solamente registró una fracción de las fuertes oscilaciones demostradas por los índices EMBI o Bonex. El Cuadro 3 muestra que el coeficiente de correlación cruzada entre el Bonex y el EMBI fue de 0.83, mientras que la correlación entre la tasa de Letras del Tesoro a corto plazo y ambos índices de PEs fue inferior a la mitad de dicha cifra.

<b>Cuadro 3: Matriz de Correlación Cruzada para tasas de interés seleccionadas</b>			
	Bonex (Argentina)	EMBI (Países Em.)	Letras del Tesoro a corto plazo (EE.UU.)
Bonex	1	0.83	0.41
EMBI	0.83	1	0.33
Letras del Tesoro a corto plazo	0.41	0.33	1
Datos mensuales 1991.1-1999.3			

Políticas para la Diferenciación: ¿Los superávits fiscales tienen un efecto de contracción o de expansión?

En el corto plazo, los países emergentes están a la merced de los errores cometidos por otros miembros del grupo debido al efecto de contagio. Diferenciación es el nombre del juego. Sin embargo, existen razones fundamentales que determinan por qué los inversores clasifican a un país como emergente y su posición dentro del grupo. Peor aún, es muy fácil deteriorar rápidamente la posición del país siguiendo las políticas incorrectas pero es muy difícil mejorar rápidamente anunciando la implantación de las políticas correctas: **los mercados castigan rápidamente y premian muy lentamente.**

La diferenciación es un proceso lento. Sobrevivir al shock exógeno mejorando el desempeño con respecto a los países directamente afectados es una manera de lograrlo. Persistir en llevar a cabo las políticas correctas eventualmente captará la atención de los inversores y también ayudará a generar la credibilidad necesaria en cuanto a las intenciones de continuar dichas políticas permanentemente. El superávit fiscal de un semestre puede no impresionar demasiado a los inversores; sin embargo, un superávit fiscal permanente, no importa cuán pequeño sea, puede llamar la atención de dichos inversionistas y permitir cierta diferenciación de naturaleza permanente.

Los hacedores de políticas en los países emergentes se enfrentan a un dilema cuando sus economías se exponen a shocks endógenos que aumentan drásticamente la prima de riesgo país. El aumento en las tasas de interés y la reducción en el ingreso de flujos de capitales disminuye la actividad económica así como la recaudación impositiva, y contribuye a un déficit fiscal más elevado. El análisis estándar de los libros indica que la respuesta de política óptima debería ser permitir un mayor déficit fiscal y financiarlo mediante mayor endeudamiento.

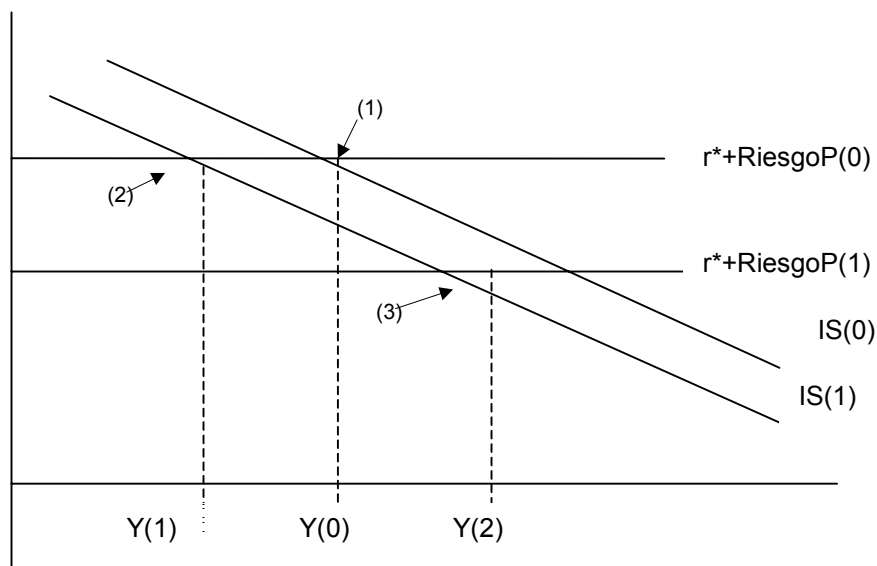
Sin embargo, si los inversores determinan el riesgo país concentrándose en el desempeño fiscal y los niveles de endeudamiento, tal vez sería conveniente no permitir que el déficit crezca, aumentando los impuestos o reduciendo el gasto. En dichas circunstancias, los superávits fiscales pueden no tener un efecto de contracción como en el análisis keynesiano estándar, sino que tendrían un efecto de expansión, ya que contribuyen a reducir el riesgo país y promover el ingreso de capitales.

La Figura 4 ilustra el dilema de política creado por la endogeneidad del riesgo país. El equilibrio en la economía de tipo de cambio fijo se determina en el punto (1) en la intersección de la curva IS con la oferta de capital internacional a la tasa fija  $r^* + \text{RiesgoP}(0)$ , donde  $r^*$  es la tasa libre de riesgo y  $\text{RiesgoP}(0)$  es el nivel inicial de riesgo país. La demanda total se encuentra en el nivel  $Y(0)$ . Un superávit fiscal mayor haría descender la curva IS a IS (1) y, si la oferta de fondos extranjeros permanece en el mismo nivel, el resultado es un menor nivel de demanda en  $Y(1)$  tal como lo muestra el punto (2).

Sin embargo, si el superávit fiscal tiene el efecto de reducir la prima de riesgo país a  $\text{RiesgoP}(1)$ , la reducción del costo de fondos proveerá un estímulo expansivo sobre la economía y la demanda en su conjunto puede aumentar, tal como lo indica el nivel  $Y(2)$  en la Figura 4 en la cual el equilibrio se encuentra en el punto (3).



Figura 4



Podría sostenerse que los efectos expansivos de un estímulo fiscal (déficit) son inmediatos, mientras que el efecto del déficit sobre la deuda y la prima de riesgo solamente se producirá más tarde a medida que se acumulan los déficits. Esto puede ser verdad en un mundo keynesiano con expectativas estáticas<sup>6</sup> pero puede no ser el caso con expectativas más racionales. El aumento en el déficit puede ser interpretado por los analistas como señal de que la deuda aumentará, y por lo tanto proyectarán mayores dificultades para su servicio y en consecuencia aumentarán el riesgo país inmediatamente.

#### El Fin de una Antigua Creencia: ¿Existen Políticas Económicas Específicas para cada País?

Un país en desarrollo debe aprender de las experiencias de otros países menos avanzados, pero mucho más de las de los países desarrollados que han implantado políticas económicas sólidas durante mucho tiempo.

Desafortunadamente, creo que los países en desarrollo poseen una fuente casi ilimitada de malos ejemplos en cuanto a políticas macroeconómicas. La razón fundamental de este resultado ha sido la creencia de que existe una política (y teoría) económica diseñada para ser aplicable a los países en desarrollo y otra para los países desarrollados. Esta apreciación errónea ha sido utilizada para justificar una gran variedad de errores graves y de experimentos políticos. Estos experimentos han sido muy costosos debido a que fueron aplicados en países pobres que contaban con pocos recursos disponibles.

La búsqueda de una política económica autóctona llevó a que muchos países pobres abandonaran las políticas tan necesarias de equilibrio fiscal y de control monetario y a desalentar las iniciativas productivas que hubieran sido canalizadas a través de los mercados, imponiendo diversos mecanismos restrictivos tales como controles de precios, de salarios, de tipo de cambio y de créditos.

<sup>6</sup> Este caso fue analizado por Carlos A. Rodríguez: "Efectos a Corto y Largo Plazo de las Políticas Monetarias y Fiscales bajo Tipos de Cambio Flexibles y Perfecta Movilidad de Capitales", American Economic Review, marzo de 1979

Ustedes ya conocen la clasificación de países de Rostow en: países desarrollados, países en desarrollo, Japón y Argentina. En dicho momento el paradigma consistía en explicar por qué Japón creció tanto y cómo había hecho Argentina para convertirse en un país subdesarrollado después de haber sido uno de los diez países más ricos.

Ahora sabemos que ni Japón ni Argentina son paradigmas inexplicables. Por el contrario, su desempeño puede ser explicado bastante bien utilizando herramientas económicas convencionales.

**Cuadro 4**

<b>TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PBI</b>					
	1960/69	1970/79	1980/89	1990/94	1995/99
PAÍSES INDUSTRIALES	5.1	3.4	2.7	1.7	2.4
PAÍSES EN DESARROLLO	5.4	5.1	4.3	5.8	5.5
JAPÓN	10.5	5.2	3.8	2.2	0.9
ARGENTINA	4.7	2.7	-1.0	6.4	2.2

Fuente FMI: IFS y World Economic Outlook 1998

Japón fue testigo de la caída de su crecimiento década tras década desde los años 60, hace varios años que registra un crecimiento casi nulo y el año pasado estuvo a punto de experimentar una crisis sin precedentes debido a la falta de solvencia de su sistema financiero. El sistema financiero de Japón estaba basado en bancos que, con la complacencia de las autoridades públicas, otorgaban préstamos a grupos económicos relacionados que no reconocían las reglas elementales de prudencia. Gran parte de la competitividad inexplicable del país en cuestiones de comercio exterior podría tener mucho que ver con una contraparte negativa en los resultados del sistema financiero. Una situación muy similar parece haberse producido al explicar el éxito competitivo de muchos de los "tigres asiáticos".

Por el contrario, Argentina ha implantado un ajuste estructural significativo durante la década del 90, luego del colapso del estado empresarial como consecuencia de la hiperinflación de 1989-90. Una vez que los políticos argentinos dejaron de implantar políticas basados en la idea de que Argentina era "diferente", la economía comenzó a repuntar y revirtió la tendencia de tasa de crecimiento en baja que duró 30 años. El "milagro" se logró mediante la aplicación de medidas de política convencional ortodoxa conocidas como el "Plan de Convertibilidad".

La implementación de este conjunto de medidas "conservadoras" permitió la total eliminación de la inflación (una tasa acumulada inferior al 2% en los últimos tres años), con un crecimiento real significativo en el PBI y en el comercio internacional.

La transformación de Argentina a través de la aplicación de medidas ortodoxas no es única. Otros países de la región han reemplazado los "planes de estabilización" por un ajuste estructural más efectivo y duradero<sup>7</sup>. Chile fue el primer país en implantar un ajuste económico drástico que fue más allá de los intentos comunes de estabilización. La economía fue abierta

<sup>7</sup> En 1987, bastante tiempo antes de la hiperinflación, sugerí el reemplazo de una "sociedad que buscaba la administración de recursos por parte del estado" por una economía de mercado. Sostuve que un cambio estructural debía reemplazar las políticas de estabilización adoptadas sucesivamente. C.A. Rodríguez: "Estabilización vs. Cambio Estructural: La Experiencia Argentina" Academia Nacional de Ciencias Económicas, octubre de 1987.

unilateralmente -y no hubo crisis en el sector comercial- los mercados fueron restablecidos, y la financiación con moneda fue reemplazada por un comportamiento fiscal conservador.

El proceso de estabilización y cambio estructural probablemente fue ayudado, y consolidado, por la resolución de la crisis de deuda a través del plan Brady a mediados de la década del 90. Como consecuencia de los efectos de la solución del dolor de cabeza de la deuda y el uso de políticas ortodoxas, la tasa de inflación de los países en desarrollo disminuyó en la segunda mitad de los 90 al nivel más bajo registrado en 40 años y a sólo un cuarto del nivel registrado en el período de cinco años anterior, según se indica en el Cuadro 5.

Luego de la implementación del Plan Brady, otros países latinoamericanos tomaron aire para aplicar reformas estructurales duraderas, especialmente Perú, Bolivia y Brasil. El resultado fue una reducción significativa en la tasa de inflación de la región, en la segunda mitad de la década de los 90. Durante los últimos cinco años, Argentina experimentó el lujo de tener una tasa de inflación de la mitad de la del grupo de países industrializados!

**Cuadro 5**

<b>TASAS DE INFLACIÓN EN INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR</b>					
	1960/69	1970/79	1980/89	1990/94	1995/99
PAÍSES INDUSTRIALES	3.2	8.3	6.3	3.8	2.2
PAÍSES EN DESARROLLO	14.2	14.8	36.0	48.0	12.5
JAPÓN	5.6	9.1	2.5	2.0	0.6
ARGENTINA	23.5	133.0	319.0	505.0	0.80

Fuente FMI: IFS y World Economic Outlook 1998.

#### El Plan de Convertibilidad de Argentina

A pesar de que muchas de las políticas que más tarde se convirtieron en norma ya habían comenzado a surgir en el período 1989-90, la estrategia de estabilización y reforma estructural consistente y bien definida se produjo luego del anuncio de un nuevo conjunto de medidas monetarias el 21 de marzo de 1991, iniciando lo que se llamó el Plan de Convertibilidad. A pesar de que este plan se llamó como el instrumento más popular, la Ley de Convertibilidad, representó un conjunto de medidas más amplias cuyo fin fue el ajuste estructural total y permanente de la economía y la reforma del estado. Los principales pilares sobre los cuales se basó el Plan de Convertibilidad son los siguientes:

(1) Reforma Monetaria, a través de la Ley de Convertibilidad<sup>8</sup> complementada por una nueva Carta Orgánica para el Banco Central<sup>9</sup> y el uso efectivo de la Ley Presupuestaria<sup>10</sup>. Las tres

<sup>8</sup> El 1 de abril de 1991, el Congreso votó la llamada Ley de Convertibilidad que estableció un tipo de cambio de 1:1 entre la moneda local y el dólar de EE.UU. La ley también estableció que la base monetaria no podía superar el valor en dólares de las reservas internacionales. En la práctica, la Ley de Convertibilidad convirtió al Banco Central en una Caja de Conversión mediante la exigencia de un respaldo de 100%. Eliminado el poder de devaluación del Ministerio de Economía y transfiriéndoselo al Congreso, la Ley intenta eliminar el instrumento de devaluación del conjunto de instrumentos de política fácilmente disponibles y dar de ese modo más credibilidad a la nueva moneda. Por lo tanto, la nueva moneda, debe tener un valor predecible y respaldo total en términos de moneda fuerte. Para asegurar que el respaldo total de reservas sería una realidad y no sólo una promesa legal, se establecieron otros condicionamientos al comportamiento de las autoridades monetarias a través de la nueva Carta Orgánica del Banco Central.

<sup>9</sup> La nueva Carta Orgánica del Banco Central, aprobado por el Congreso en septiembre de 1992, establece la independencia del Directorio, cuyos miembros deben ser ratificados por el Congreso y establece plazos de ejercicio del

medidas hacen que el Banco Central opere como Caja de Conversión y eliminan cualquier posibilidad de que el Banco Central otorgue crédito al gobierno o al sector privado.

(2) Reforma Fiscal, inicialmente a través de una fuerte mejora en la administración del sistema fiscal (ayudada por la caída abrupta de la inflación) y luego a través de la redefinición de un conjunto de impuestos y tasas.

(3) Reforma del Estado, a través de un plan ambicioso y exitoso de privatización y desregulación.

(4) Reforma Previsional, que convirtió la mayor parte del sistema de reparto administrado por el estado en un mecanismo de capitalización del sector privado.

(5) Reformas de Comercio Exterior, mediante la eliminación de impuestos a las exportaciones y la mayoría de las cuotas de importación, y la reducción del nivel y rango de las tarifas a las importaciones. Se implementó una Unión Aduanera con países limítrofes bajo los acuerdos del Mercosur que entraron en pleno vigor en enero de 1995.

(6) Reforma de los mercados, a través de la eliminación de todas las formas de controles sobre precios, salarios, tasas de interés y, por supuesto, tipo de cambio.

El resultado del Plan de Convertibilidad fue una combinación poco común de estabilidad y crecimiento. La inflación según el índice de precios al consumidor disminuyó de 1343% en 1990 a sólo 7,3% en 1993 y a 0,1% en 1998. El PBI real aumentó 9% en 1991, 8,6% en 1992, 6% en 1993 y 8% en 1994. Desde ese entonces, el PBI ha seguido las fluctuaciones derivadas de las frecuentes crisis internacionales: Tequila, Asia, Rusia, Brasil. En 1998, a pesar de los disturbios en los mercados financieros mundiales, el país logró crecer un 4,2%.

La reforma comercial generó importaciones que crecieron de 4 mil millones de dólares en 1990 a aproximadamente 20 mil millones en 1994 y 27 mil millones en 1998. El boom de las importaciones fue financiado por los ingresos de flujos de capitales que respondieron rápidamente a las señales de ajuste estructural. La abundancia de divisas debido al flujo entrante de capitales condujo a una notable apreciación real de la moneda. De todos modos se produjo un incremento en las exportaciones -más tarde y a un ritmo más lento- en parte en respuesta a los incentivos fiscales y también gracias al aumento en la productividad que experimentó la economía.

La dolarización es irreversible: Uruguay, Perú, Argentina

Uno de los legados de la inestabilidad macroeconómica de la región en las décadas anteriores fue la preferencia de los residentes de muchos países por el uso del dólar en lugar de la moneda local. El fenómeno de la dolarización es un tema central de muchas crisis financieras que afectan a los países en desarrollo. A pesar de que en algunos casos los bancos centrales pierden reservas retiradas por acreedores extranjeros desconfiados, en otros casos los residentes de los países demandan dólares para llevar a cabo transacciones que anteriormente realizaban en moneda local.

A medida que cada vez más transacciones comienzan a realizarse en dólares (incluyendo los ahorros) la economía se dolariza. En una economía dolarizada, el Banco Central pierde el rol de prestamista en última instancia por la simple razón de que ante una crisis el público quiere

---

cargo para los miembros designados, incluyendo el presidente. Mediante la reducción de la dependencia en las autoridades del Banco por parte del Ministro de Economía y el Presidente, la C.O. provee aún más estabilidad a la operación del nuevo sistema monetario.

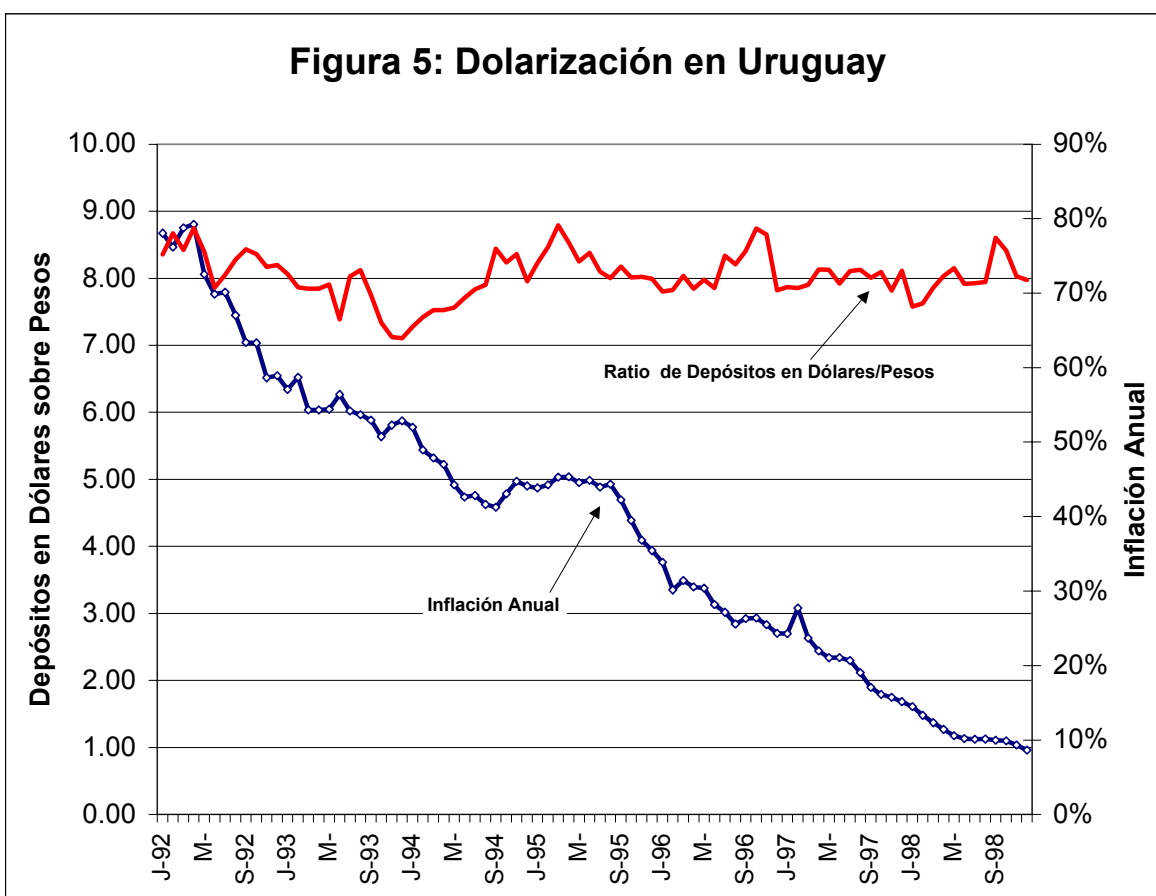
<sup>10</sup> Desde 1991 la Ley Presupuestaria siempre ha sido presentada y votada por el Congreso antes del inicio del ejercicio fiscal. Asimismo, cualquier incremento en la deuda pública o en los impuestos debe ser aprobado exclusivamente por ley.

dólares en lugar de moneda local y el Banco Central no puede imprimir dólares (sólo lo hace la Reserva Federal de EE.UU.).

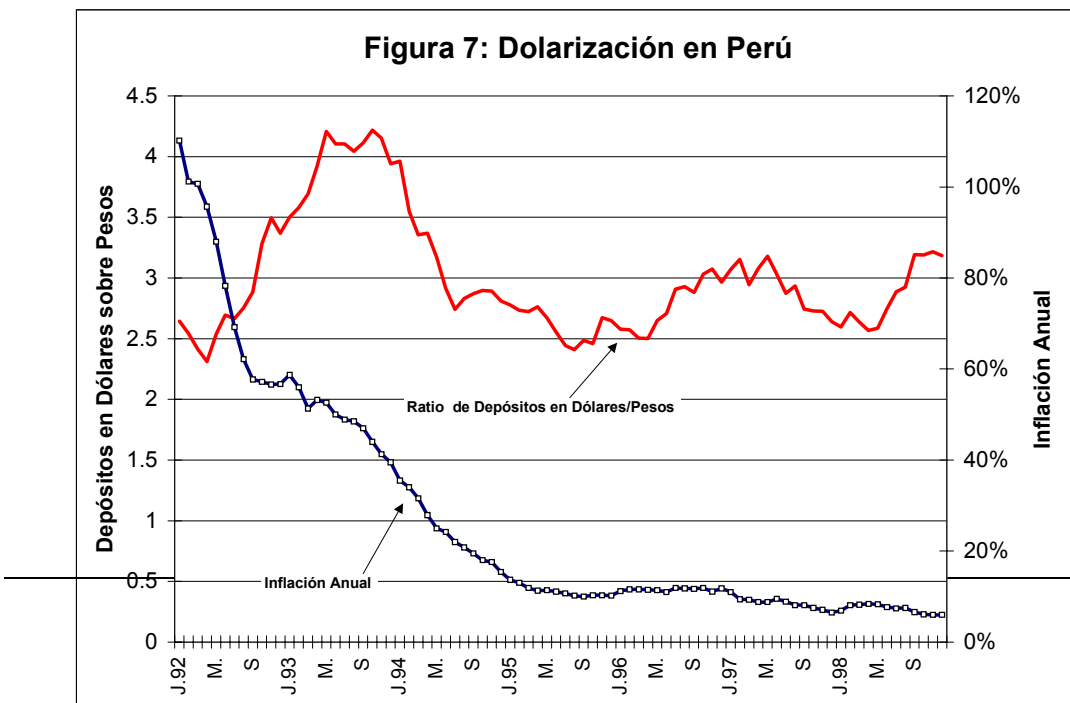
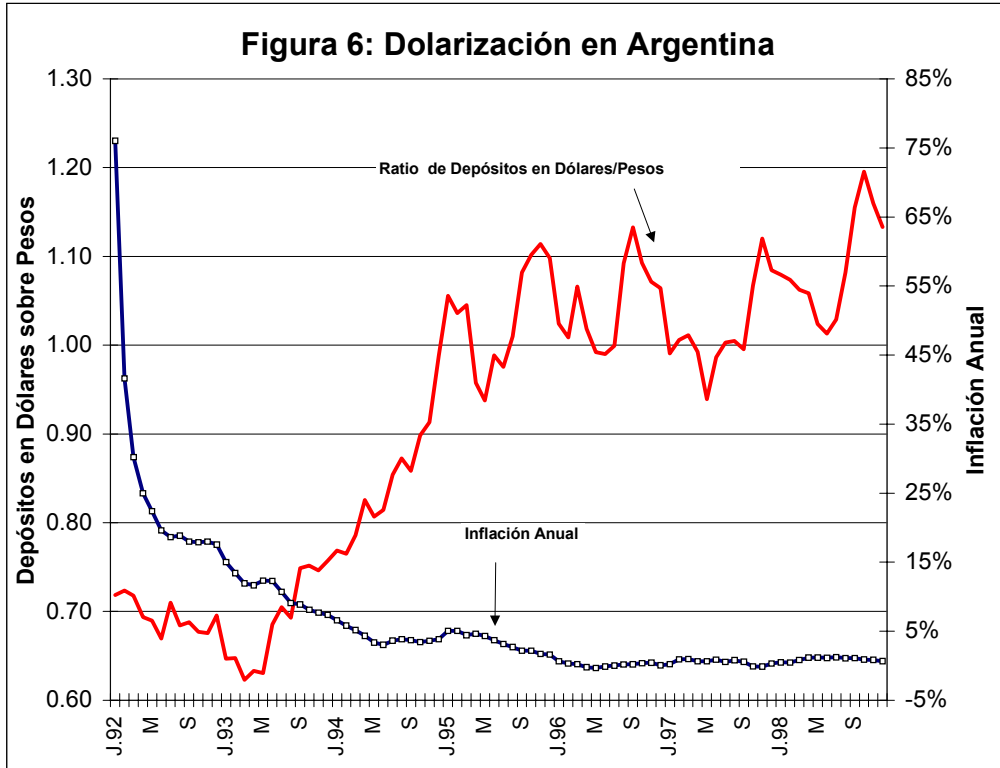
En 1992 publiqué un trabajo con Pablo Guidotti sobre la dolarización en América latina<sup>11</sup>. La tesis del ensayo consistía en que el fenómeno de la dolarización aparece como cobertura contra la elevada inflación y que los aumentos transitorios en la inflación pueden generar cambios permanentes en el nivel de dolarización. Perú, Argentina y Uruguay son algunos ejemplos de países que iniciaron la dolarización en respuesta a los elevados índices de inflación experimentados en las décadas del 70 y 80. En la década del 90, los tres países implementaron ajustes significativos y redujeron significativamente los índices de inflación durante varios años. Sin embargo, tal como lo predijimos en nuestro informe, la dolarización no dio ninguna señal de revertirse.

En el caso de Perú, la inflación anual cayó de 56% en 1992 a sólo 6% en 1998; la relación depósitos en dólares-soles aumentó de 2,64 en enero de 1992 a 3,78 en diciembre de 1998.

Uruguay también experimentó una relación de dolarización prácticamente sin cambios entre enero de 1992 y diciembre de 1998 a pesar del hecho que la inflación disminuyó de 110% a sólo 10%. Es interesante observar que tanto Perú como Uruguay tienen tipos de cambio administrados.



<sup>11</sup> P. Guidotti y C.A.Rodríguez: "Dolarización en América latina", FMI Staff Papers, septiembre de 1992.



En Argentina el Banco Central opera como Caja de Conversión cambiando pesos por dólares a la tasa de 1:1 y manteniendo 100% de reservas en dólares para todos los pesos emitidos. La inflación ha disminuido de 18% en 1992 a sólo 1% en 1998. Asimismo, los depósitos en pesos pagan una prima de aproximadamente 2% anual sobre los depósitos en dólares. A pesar de la prima de tasa de interés y la tasa de inflación aún menor que la de EE.UU., la relación de depósitos en dólares vs. pesos ha aumentado de 0,72 en enero de 1992 a 1,13 en diciembre de 1998.

Las recientes crisis financieras de Asia, Rusia y algunos países de América latina pueden generar nuevos procesos de dolarización. Brasil, por supuesto, es un candidato posible. Hasta el momento se evitó la dolarización mediante la combinación de indexación de deuda y altas tasas de interés. Sin embargo, estos dos instrumentos han generado niveles insostenibles de deuda del gobierno nacional con un servicio que es difícil de atender.

En otros países, que ya atraviesan procesos de dolarización, la sucesión de una crisis internacional tras otra durante los últimos dos años han aumentado claramente el nivel de dolarización prevaleciente. En algunos países, como Argentina, ya se discute abiertamente la dolarización total o la alianza monetaria con EE.UU. En otros países, como Uruguay, hay menos debate y más acción: los depósitos en dólares superan en ocho veces a los depósitos en pesos y aparentemente el gobierno terminará siendo el único usuario importante de la moneda local.

Para los países que inician o profundizan la dolarización, el mejor mensaje es: la dolarización es prácticamente irreversible por lo tanto no se debe combatir. Por el contrario, las instituciones deben acomodarse para permitir al público obtener lo que desea sin generar disturbios innecesarios en los mecanismos de pago o en los mercados financieros. Combatir la dolarización puede generar mercados negros, desaparición del crédito y tasas de interés en moneda local insosteniblemente elevadas.

#### Pagando intereses sobre el dinero

A pesar de todos los problemas generados por la inflación y los costos de los intentos de estabilización, los gobiernos resisten las presiones del mercado para renunciar a la fuente de impuesto inflacionario, es decir, la moneda nacional. Por todos los medios intentan perpetuar la moneda nacional para crear demanda de dicha moneda de modo que más tarde pueda ser absorbida por el efecto impositivo de la inflación y la devaluación. Dos de las herramientas más comunes utilizadas para evitar la aparición de una moneda competitiva (dolarización) han sido la indexación y el pago de intereses sobre la moneda local. Las economías indexadas han sido algo más resistentes a la dolarización pero mucho más débiles en cuanto a la inflación.

En una economía indexada por alta inflación es común que los bancos paguen intereses sobre depósitos a tasas similares al índice de inflación. De lo contrario, el público cambiará sus tenencias a dólares que aumenten en precio en proporción a la inflación. Para permitir a los bancos pagar una tasa real positiva sobre los depósitos, el Banco Central es eventualmente llevado a pagar intereses sobre la reserva obligatoria. Pero ¿de qué manera puede el Banco Central remunerar parte de la base monetaria si no registra ganancias? (recuerden que el gobierno debe registrar déficit para justificar la existencia de un impuesto inflacionario). La respuesta es mediante la emisión de dinero, generando de ese modo lo que se ha denominado un déficit cuasi-fiscal.

El cálculo del déficit cuasi-fiscal es simple. Se indica como  $dM/dt$  al índice de emisión de moneda. Se emite moneda para financiar el déficit - Def - más lo que sea necesario para pagar los intereses sobre la reserva obligatoria. Asumiendo que la tasa de interés -id- es equivalente

al índice de inflación -Inf - y que la reserva obligatoria es una fracción  $r$  del total del Dinero, tenemos la siguiente fórmula:

$$dM/dt = Def + Inf.r.D$$

En este caso hemos asumido que la reserva obligatoria es una fracción de  $D$  y que es remunerada. En algunos casos, en lugar de remunerar directamente el dinero, los gobiernos intentan reducir la oferta de dinero ofreciendo bonos a corto plazo con igual liquidez que pagan intereses. A menudo he oído decir que el reemplazo por Letras del Tesoro de EE.UU. a 7 días de depósitos bancarios debería reducir la inflación "debido a que la oferta de dinero se ha reducido". Por supuesto esta maniobra termina con una inflación aun mayor, como bien saben quienes leyeron "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" de Sargent y Wallace.<sup>12</sup>

Una experiencia (fracasada) de reemplazar con la financiación mediante bonos a la financiación con dinero se denominó Plan Austral, un intento de estabilización en Argentina iniciado a mediados de 1985. El plan se basó en la promesa de no emitir más moneda -efectuado por el presidente- y un congelamiento de los precios. Debido a que no se realizó un ajuste fiscal, las autoridades recurrieron a emitir sustitutos de dinero a tasas atractivas. Los intereses sobre estas emisiones se pagaron mediante la emisión de más bonos. La situación se tornó insostenible y se abandonó el plan un año más tarde, cuando la inflación volvió a su inalterada tendencia a largo plazo marcada por el déficit fiscal.<sup>13</sup>

A los fines prácticos, los bonos a corto plazo son perfectos sustitutos del dinero y deberían incluirse en el  $D$  total utilizado en nuestras fórmulas. En este caso, la relación de reserva  $-r$  - desempeña el rol de la parte remunerada de dinero de alto poder (incluyendo letras del tesoro a corto plazo y cualquier otro instrumento remunerado para esterilizar las expansiones en la base).

Velocidad de Circulación se define como la relación de Ingresos Nacionales ( $Y$ ) sobre Dinero  $V=Y/D$ . Reemplazando  $V$ , la expresión ( ) queda:

$$(1/D).dM/dt = (Def/Y).(V) + r.Inf$$

En un equilibrio estable sostenible (asumiendo que no aumenta el PBI real), el índice de expansión monetaria es equivalente al índice de inflación

$$(1/D)dM/dt = Inf, \quad \text{de modo que:}$$

$$Inf = (Def/Y)V + r.Inf, \quad \text{o}$$

$$Inf = (Def/Y).V/(1-r)$$

Vemos cómo el sistema se torna explosivo cuando se pagan intereses sobre una fracción del dinero: a medida que la relación de dinero remunerado se aproxima a la unidad, la inflación se acerca al infinito para cualquier grado de financiación de déficit.

¿Por qué un país decidiría tontamente pagar intereses sobre la reserva obligatoria o los sustitutos del dinero, renunciando de ese modo al impuesto inflacionario y al señoriaje? La respuesta es que este proceso deriva de una sucesión de intentos fallidos de combatir la dolarización. Este proceso dinámico puede ser descrito más o menos del siguiente modo: Inicialmente el Banco Central aumenta la reserva obligatoria para recaudar más impuesto

<sup>12</sup> Thomas Sargent y Neil Wallace: "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5(3), 1981

<sup>13</sup> El siguiente análisis deriva de mis comentarios sobre el Plan Austral publicado en Bruno, Di Tella, Dornbusch y Fischer, edits.: "Inflación y Estabilización", MIT Press, 1988



inflacionario. Imprime moneda para financiar el déficit fiscal y lo esteriliza aumentando el ratio de reservas. Los bancos aumentan el margen de tasa de interés en respuesta a la mayor reserva obligatoria. Las tasas pasivas más bajas llevan al público a volcarse por el dólar. Las tasas activas más elevadas generan la protesta de los deudores.

Por los motivos expuestos el Banco Central es inducido a pagar intereses sobre las reservas bancarias para reducir las presiones sobre el margen. Rápidamente observamos que el Banco Central se convierte en **tomador de fondos en primera instancia** de los bancos comerciales: los bancos captan depósitos del público y deben colocarlos como reservas en el Banco Central, quien debe remunerarlos a una tasa suficientemente alta para inducir al público a refinanciar los depósitos a medida que vencen. El mercado pronto descubre que el sistema bancario es insolvente ya que todos sus activos son papeles de un gobierno con déficit fiscal y sin dólares.

La situación se convierte en un círculo vicioso: a medida que la confianza en la solvencia del sistema decae, el público demanda más intereses para continuar con la moneda local. Para evitar el colapso de los bancos, el Banco Central es inducido a aumentar la tasa de interés que paga a los bancos por sus reservas obligatorias. Eventualmente se produce una corrida y la hiperinflación domina la situación.

#### Prestamista en última instancia y dolarización

En muchos países en desarrollo el rol del prestamista en última instancia a menudo se confunde con la necesidad de tener alguna institución gubernamental que se especialice en prestar dinero a aquellos a quienes nadie desea prestarles. En mi país el Banco Nacional de Desarrollo, antes de su cierre, se especializaba en prestar miles de millones de dólares a empresas que quebraron pero cuyos propietarios seguían siendo ricos. Por supuesto que esto no tiene nada que ver con el concepto de Prestamista en Última Instancia analizado en el contexto de las instituciones que definen la política monetaria.

Para comprender el rol del prestamista en última instancia conviene recurrir a un ejemplo. A menudo se menciona que parte de la culpa por la depresión de los años '30 se debió a que la Reserva Federal fracasó en su función como prestamista en última instancia. El razonamiento es el siguiente: con el colapso del mercado de valores el público se preocupa por la situación financiera de los bancos y trata de recuperar sus depósitos. Lo que ocurrió fue una caída en la demanda de depósitos bancarios y un aumento equivalente en la demanda de billetes de dólar. Dado que el Fed podía emitir billetes de dólar gratuitamente, debería haber provisto ese papel hasta que el público recuperara la confianza en el sistema bancario. Ese es el rol del prestamista en última instancia: prestar la moneda a aquellos que desean tenerla en su poder, no a aquellos que desean gastarla.

La mayoría de los países en desarrollo tienen monedas locales emitidas por sus propios Bancos Centrales. Toda vez que el público pierde confianza en los bancos y desea moneda local, el Banco Central puede desempeñar el rol de Prestamista en Última Instancia y prestar los billetes a los bancos, para que éstos puedan pagarle al público y evitar la quiebra. No obstante, cada vez que existe este tipo de crisis en un país en desarrollo, casi puede estarse seguro en un 100% que lo que el público desea es convertir los depósitos en moneda fuerte, no en moneda local. Lo que el público desea son dólares, no pesos. Por lo tanto, si el Banco Central suministra pesos a los bancos, lo que estará haciendo es alimentar una corrida cambiaria.

Cuando el público pierde confianza en su moneda nacional, el Banco Central local no puede desempeñar el rol de prestamista en última instancia por el sencillo motivo de que el público desea deshacerse de la moneda local a cambio de moneda fuerte.

El resultado de una moneda local débil es normalmente la indexación (con la pérdida de la política monetaria) o la dolarización. Argentina es un ejemplo del último resultado: la dolarización ha sido convalidada a través de una carta orgánica que hace que el Banco Central se comporte

como una Caja de Conversión. No obstante, el Banco Central de la República Argentina no puede emitir dólares y, por lo tanto, no puede desempeñar el rol de prestamista en última instancia. Este impedimento de la vida real ha sido eludido de las siguientes maneras:

1-Por ley, toda la moneda tiene una contrapartida uno a uno en reservas líquidas en dólares.

2-Los requisitos de liquidez ascienden al 20% de los depósitos bancarios y están depositados en dólares en bancos extranjeros autorizados. A diferencia de los requisitos de reserva no remunerados, los bancos conservan los intereses ganados sobre estos requisitos de liquidez.

3- El Banco Central ha acordado pasivos pasivos con bancos extranjeros por un 12% adicional de los depósitos.

El Punto 3 es la innovación real del sistema argentino que prácticamente crea al prestamista en última instancia utilizando el mercado de capitales. Si el Banco Central no puede emitir dólares, puede asegurar que se utilice una línea de crédito en dólares en caso de crisis. Hasta ahora la línea de crédito (con la garantía de títulos públicos) ha sido acordada con bancos comerciales, pero nada impide que en el futuro se concierten pasivos pasivos con instituciones internacionales, posiblemente el Tesoro Estadounidense o la propia Reserva Federal.

¿Cajas de Conversión o Areas Monetarias?

La reciente secuencia de crisis monetarias ha reavivado el debate sobre acuerdos monetarios alternativos, en particular con relación a la conveniencia de seguir adhiriendo a acuerdos monetarios que garantizan la independencia monetaria. Han habido varias acciones en los últimos años que implican un resurgimiento del concepto de “áreas monetarias óptimas” originalmente desarrollado por Robert Mundell en los años '60<sup>14</sup>. Quiero decir el resurgimiento de las “cajas de conversión” y la implantación de la nueva moneda europea. También se está hablando de crear una moneda común en el Mercosur.

El análisis de Mundell trataba de encontrar circunstancias en las cuales sería conveniente que un país abandone la política monetaria y se una a otro país en una moneda única. Dicho análisis se efectuó en un mundo keynesiano no inflacionario, donde el único rol del tipo de cambio era modificar los costos relativos de mano de obra entre los países. En tales circunstancias el análisis demuestra que la movilidad de la mano de obra puede reemplazar a los cambios de precios relativos y, en consecuencia, los países pueden fijar sus tipos de cambio formando una “área monetaria”.

El mundo de los años '80 y '90 no tuvo una rigidez salarial nominal. Por el contrario, fue un mundo inflacionario (hasta los últimos dos años) y el propósito principal para los países de buscar la independencia monetaria debe obedecer a razones distintas de la capacidad de devaluar para cambiar la competitividad. El principal motivo para la independencia monetaria, al menos entre los países en desarrollo, ha sido poder aplicar el impuesto inflacionario. No obstante, en la economía globalizada, el capital no desea impuestos sorpresivos a través de devaluaciones y fluye fuera de países que pueden parecer proclives a aplicar este impuesto. Esto genera una crisis monetaria y una motivación para prever una estabilidad cambiaria a fin de atraer a los capitales internacionales.

Muchos países han recurrido a acuerdos de tipo de cambio fijo del tipo Caja de Conversión a fin de garantizar la credibilidad de sus arreglos monetarios. Por otra parte, la comunidad europea ha avanzado de manera significativa en su política de integración formando una caja de conversión de varios países bajo el Sistema Monetario Europeo, que básicamente instrumenta una moneda única para la región.

---

<sup>14</sup> Robert Mundell: “A Theory of Optimum Currency Areas”, Am.Ec.Review, Nov.1961.

En Argentina hemos adoptado una caja de conversión que fija el peso al dólar estadounidense. En la práctica nos hemos integrado unilateral y libremente con el Sistema de la Reserva Federal. Digo libremente porque aún cuando utilicemos los dólares, no compartimos otros derechos disponibles a los miembros. Estos incluyen la representación en la Junta y, lo que es más importante, no tenemos acceso a la función de prestamista en última instancia ni participación en la distribución de señoríaje.

Se ha sugerido que la Argentina y los Estados Unidos formen alguna clase de área monetaria conforme a un pacto de cooperación monetaria que debería incorporar alguna colaboración en los temas de representación, prestamista en última instancia y señoríaje. Esta posibilidad implicaría un profundo cambio institucional en el funcionamiento del Fed, que no fue creado para ser un banco central de varios países. Sin embargo, el Banco Central Europeo es una organización de varios países, dotado de los requisitos institucionales para aceptar nuevos miembros.

Creo que la calidad de la moneda argentina mejorará significativamente si es aceptada formalmente como parte de una de las dos áreas monetarias dominantes: el dólar (Fed) o el Euro. La caída de la prima de riesgo país sería drástica.

Por lógica y tradición, la Argentina debería tratar de convertirse en miembro del Sistema de la Reserva Federal, con todas las obligaciones y ventajas que ello representará. Incluso deberíamos aspirar a tener algún tipo de representación en la Junta. Después de todo, actualmente somos un claro ejemplo de "imposición sin representación", ya que pagamos señoríaje por el uso de dólares pero no tenemos voz en la política monetaria del dólar. La última estimación aceptada por el FMI demuestra que los argentinos tienen billetes de dólar que no devengan intereses por el monto de \$21.000 millones. Además, el Banco Central cuenta con reservas en dólares por \$25.000 millones (sobre los cuales obtiene intereses).

En un reciente testimonio presentado a una Subcomisión Conjunta del Congreso estadounidense, Guillermo Calvo<sup>15</sup> sostuvo que si hubiera un Tratado de Señoríaje compartido entre la Argentina y los Estados Unidos, los Estados Unidos ganarían 150 millones por año y la Argentina podría constituir un fondo de estabilización por \$10.000 millones. Claramente, ambos países ganarían bajo un acuerdo de cooperación semejante.

El gobierno argentino recientemente expresó su deseo de lograr algún tratado de cooperación monetaria con los Estados Unidos, permitiendo que el proceso de dolarización de la economía vaya más allá de la actual caja de conversión.<sup>16</sup> Si bien algunas autoridades estadounidenses han reaccionado fríamente a la propuesta, el debate continúa en las esferas oficiales y académicas. También se ha mencionado que otros países pueden estar interesados en unirse al Convenio Monetario (posiblemente México y Canadá).

Los Estados Unidos han demostrado interés en la integración comercial del hemisferio. Si seguimos la experiencia europea del primer Mercado Común y luego el Euro, la propuesta de

---

<sup>15</sup> Guillermo Calvo: "Testimony on Full Dollarization", presentado ante la Asamblea Conjunta de los Subcomités de Política Económica y Comercio y Finanzas Internacionales, Washington, D.C. 22 de abril de 1999.

<sup>16</sup> Si bien no ha habido ninguna comunicación diplomática formal, varios funcionarios estatales han expresado su posición y se han producido contactos informales entre las autoridades económicas de ambos países. Con respecto a la posición oficial argentina, ver el documento preparado por Jorge Castro, Secretario de Planificación Estratégica, "Fundamentos de la estrategia de dolarización y de un Tratado de Asociación Monetaria", 15 de abril de 1999. Catena y Laspina presentan un enfoque más estratégico de la cuestión en "Señoríaje y ventana de redescuento: Marco y temas para debate", documento del Banco Central de la República Argentina, febrero de 1999. Esta sección se basa en mis opiniones sobre el tema publicado en *Ambito Financiero* el 3 de septiembre de 1998 en la nota titulada: "Polémica: la Argentina debería estar regida por la Reserva Federal."

una moneda única para el continente americano no suena más inverosímil que la propuesta de una Región de Libre Comercio para el continente americano.

Devaluaciones: ¿Pueden ayudar?

Pocas medidas tienen más poder para afectar nuestra vida diaria y han sido objetos de debates tan apasionados entre los académicos, hacedores de políticas y grupos de interés que la devaluación. Los latinoamericanos han hecho una gran contribución a la historia de este instrumento tan frecuentemente usado y abusado. No obstante, no queda claro que todos los participantes del debate hayan llegado a un claro acuerdo de lo que una devaluación puede hacer. Tal vez la mejor manera de describir el estado de confusión actual sobre el tema sea describir tres experiencias recientes de devaluación en nuestra región, que sistemáticamente terminaron por crear una crisis de mucha mayor magnitud que la situación que se suponía corregirían.

Primero fue la Argentina en febrero de 1981: enfrentado a la conclusión unánime de los “expertos” de que el peso estaba sobrevaluado entre un 10% y un 20%, el Ministro de Economía saliente (a sugerencia del ministro entrante) abandonó la regla de tipo de cambio prefijado vigente desde diciembre de 1978. La devaluación fue del 10%. El cambio en las reglas de juego fue contraproducente: inmediatamente después comenzó una pérdida de reservas imparable. En contrario a lo que se creía comúnmente, la devaluación generó una corrida contra la moneda: el año finalizó con otras cuatro devaluaciones, cada una de las cuales fue igual o superior al 30% (todas implantadas por el nuevo Ministro de Economía, quien perdió su cargo a fin de año). El producto interno bruto cayó un 5,4% ese año, en tanto la inflación fue del 131%. 1981 tuvo el privilegio de ser el año en que comenzó la secuencia de una inflación anual de tres dígitos que concluyó luego de la implantación del Plan de Convertibilidad en 1991.<sup>17</sup> Algunos aluden a esos años como “la década perdida”.

Luego fue México, un fatídico 20 de diciembre de 1994 cuando, también aconsejado por “expertos” que hablaban de una sobrevaluación del 20%, el Banco Central devaluó la moneda en un 13%. Al día siguiente, se perdieron 13.000 millones de dólares de reservas, dando lugar a la crisis del Tequila. Al cabo de tres meses, la devaluación acumulada alcanzó el 114% y el producto interno bruto de ese año cayó un 6.2%.

Por último, fue el turno de Brasil. Esta vez los “expertos” también diagnosticaron graves problemas de competitividad debido a la sobrevaluación. El 13 de enero de 1999 el Banco Central devaluó la moneda un 9%, de 1,21 a 1,32. Se generó un pánico financiero y las pérdidas de reservas resultantes obligaron a las autoridades a flotar el Real. Dos semanas más tarde el tipo de cambio llegaba a 2 reales por dólar y las tasas de interés sufrieron un alza vertiginosa, agravando el problema del pago de la deuda pública. En sólo un mes Brasil tuvo tres presidentes del Banco Central. Las predicciones oficiales de un Superávit Comercial sin precedentes de \$11.000 millones para 1999 pronto decayeron, luego de que los resultados del primer trimestre demostraron un resultado aún negativo de 500 millones de dólares y una caída del valor nominal de las exportaciones<sup>18</sup>.

Las tres crisis antes descritas tienen un elemento en común: los tres países experimentaron grandes déficits fiscales que se financiaron emitiendo deuda a corto plazo a tasas de interés que crecían día a día. Las altas tasas de interés atrajeron capital a corto plazo que ayudó a financiar

---

<sup>17</sup> La exención fue en 1986 con el 82%; no obstante, esto se debió a la congelación de precios decretada bajo el Plan Austral.

<sup>18</sup> A mediados de mayo, la situación financiera ha mejorado de manera significativa. Luego de la crisis inicial, se alcanzó un nuevo acuerdo con el FMI y el Congreso aprobó todas las leyes requeridas en el paquete fiscal. La tasa de interés disminuyó de un máximo de 40% al 24%. Tal vez la mejor noticia sea que en el primer trimestre de 1999 el superávit primario casi duplicó el nivel requerido por las condiciones del FMI.

el déficit fiscal y la contrapartida del déficit en cuenta corriente. Los “expertos” vieron al déficit en cuenta corriente como el problema y recomendaron la devaluación a fin de mejorar el tipo de cambio real y la competitividad.

El diagnóstico devaluacionista fue totalmente incorrecto: en los tres casos el origen del problema fue el desequilibrio fiscal que había llevado al gobierno prácticamente a la quiebra. La solución correcta era el ajuste fiscal y reestructuración de la deuda a un nivel y vencimientos compatibles con el mejor esfuerzo fiscal posible. Las devaluaciones fueron totalmente innecesarias y sólo dispararon corridas monetarias. En el caso mexicano, la crisis resultante ayudó a crear el ambiente político para un profundo ajuste fiscal. Sin embargo, en el caso de Argentina en 1981, las devaluaciones sólo abrieron el camino a una década de inflación anual de tres dígitos.

La apreciación incorrecta de quienes están a favor de la devaluación reside, como es habitual en la mayoría de los problemas interesantes en economía, en la confusión entre las variables nominales y reales. **Las devaluaciones nominales no necesariamente mejoran la competitividad, especialmente si son resultado de la crisis financiera y del pánico en el mercado.**

La distinción entre variables nominales y reales es fundamental para el análisis de la política económica. Desde la teoría pura podemos decir que las devaluaciones en sí mismas no cambian los precios relativos, a menos que hagan algo más. **Hay dos cosas que las devaluaciones muchas veces hacen: aumentan el nivel de precios y asustan a los inversores.** Al aumentar los precios, la devaluación funde el valor real de los saldos en efectivo e induce a la gente a ahorrar a fin de restaurarles su nivel deseado. El efecto de ahorro forzoso del aumento en el nivel de precios está destinado a reducir la demanda total y esto puede <sup>19</sup> mejorar temporariamente el precio relativo de los bienes negociados en función de los no negociados.

El efecto de las devaluaciones en el ánimo de los inversores es menos claro. Si se espera que la devaluación sea la última durante algún tiempo, es muy probable que los inversores vendan divisas para obtener moneda local y aprovechar las tasas de interés locales normalmente mucho más elevadas. El juego aquí es permanecer en los “pesos” aprovechando las altas tasas locales lo más posible antes de que llegue la nueva devaluación y licúe las ganancias en “pesos”. Sin embargo, el monto de moneda fuerte que el Banco Central obtiene crece, como máximo, a la tasa de interés en dólares, con lo cual los pasivos en pesos aumentan más rápido que los activos en dólares.

Los especuladores saben que están jugando el juego de la silla y ésta es la razón por la cual en este juego todos tratan de anticiparse al resto. Para sobrevivir es fundamental contar con información privilegiada sobre las intenciones de las autoridades. Este es un equilibrio muy inestable y probablemente estará constantemente perturbado por cualquier nueva información, por más irrelevante que sea. En muchos casos las autoridades tratan de corregir el diferencial de exposición en aumento mediante una pequeña devaluación y ésta es la señal que produce la estampida.

Muy a menudo las devaluaciones constituyen el último recurso de un gobierno que está ahorcado financieramente y elige devaluar la moneda para fundir el valor real de su deuda interna. En otros casos el desequilibrio fiscal es financiado mediante la emisión de moneda y la devaluación es la validación necesaria del impuesto inflacionario. En estos casos, en los que la devaluación actúa como un instrumento impositivo, es natural que los inversores huyan del país, generando una salida de capitales.

---

<sup>19</sup> Esta es la fuerza básica de ajuste detrás del enfoque monetario de la balanza de pagos y tipos de cambio. Ver Dornbusch, R.: “Currency Depreciation, Hoarding and Relative Prices”, AER 1973.

Cuando un país experimenta una salida de capitales, las divisas se vuelven escasas y costosas: el tipo de cambio real es elevado cuando se va el capital. La depreciación real no es resultado de la devaluación nominal sino del pánico de los tenedores de activos locales. Si se restaura la confianza, los inversores regresan y se produce una apreciación real, como pueden demostrarlo muchos planes de estabilización exitosos.

La experiencia argentina es ideal para ilustrar los efectos reales de las devaluaciones nominales. La Tabla 6 muestra los valores en tres años seleccionados de cuatro variables nominales: nivel de precios, salarios, tipo de cambio (corregido por el índice de precios al consumidor de EE.UU.) y la emisión de moneda. La parte inferior de la tabla muestra las tres variables reales correspondientes: salarios reales, tipo de cambio real y saldos en efectivo reales. Podemos ver que en el período de 25 años, los precios nominales aumentaron en un porcentaje de 3 trillones y el dinero en 10 trillones. Sin embargo, los salarios reales sólo aumentaron un 4% en el período y el tipo de cambio real sólo cayó un 2%. Los saldos en efectivo reales aumentaron un 218% durante los 25 años. La distinción entre el universo de las variables nominales y reales es demasiado evidente como para requerir explicación adicional.

**Tabla 6 : Devaluación: Efectos nominales y reales**

	<b>Salario nominal</b>	<b>Tipo de cambio nominal *</b>	<b>Emisión de dinero</b>	<b>Precios mayoristas</b>
<b>1972</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>1980</b>	<b>852</b>	<b>452</b>	<b>1305</b>	<b>841</b>
<b>1998</b>	<b>34.831.460.674</b>	<b>33.087.800.382</b>	<b>107.047439.490</b>	<b>33.635.336.699</b>
	<b>Salario real</b>	<b>Tipo de cambio real</b>	<b>Saldos en efectivo reales</b>	
<b>1972</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	
<b>1980</b>	<b>1.01</b>	<b>0.54</b>	<b>1.55</b>	
<b>1998</b>	<b>1.04</b>	<b>0.98</b>	<b>3.18</b>	

\* Tasa nominal multiplicada por el índice de precios mayoristas de EE.UU.

No obstante, debemos señalar que en 1980 el tipo de cambio real fue de aproximadamente la mitad de lo que era en 1972 ó 1998. La respuesta está en que en 1980 el país poseía una tasa mucho mayor de ingreso de capitales (que concluyó con la crisis de endeudamiento en 1982) que en los otros dos períodos<sup>20</sup>. También observamos que los saldos en efectivo reales aumentaron un 55% en 1980 y más del triple en 1998. Estas variaciones pueden explicarse por los cambios en las variables convencionales que determinan la demanda de dinero: las expectativas inflacionarias y el producto interno bruto. Debido a una inflación esperada más baja y un producto interno bruto más alto, los saldos en efectivo reales se triplicaron entre 1972 y 1998, a pesar del hecho de que el tipo de cambio nominal registró un aumento del orden del billón.

Dos lecciones del Mercosur: Dependencia de Brasil y estabilidad de la política comercial

<sup>20</sup> En la Tabla 6 utilizamos el tipo de cambio comercial oficial (del IFS). En 1972 existían controles cambiarios y el tipo del mercado "libre" era cerca del doble del tipo comercial como resultado de las salidas de capitales. Por lo tanto, el tipo de cambio real utilizando el tipo "libre" hubiera estado más cerca de 2 que de 1.

Las negociaciones acerca de un mercado común regional comenzaron a fines de los años '80 y finalizaron en enero de 1995 cuando la tarifa externa común y el área de libre comercio fueron implantadas en su totalidad entre los cuatro socios: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Los cuatro socios tenían una historia de política comercial inestable. La substitución de importaciones había sido la regla durante las décadas pasadas y los lobbies proteccionistas eran muy fuertes políticamente. Bajo esas circunstancias era prácticamente imposible, al menos para Argentina, reunir fuerza política para implantar una apertura comercial unilateral (como hizo Chile en los años '70). No obstante, el viejo sueño de integración regional fue políticamente atractivo para la población en su conjunto y el acceso al importante mercado brasileño fue lo suficientemente atrayente para llevar al lobby industrial proteccionista a acordar una tarifa común.

La tarifa exterior común de los cuatro socios es muy alta (alrededor de 14 en promedio) y claramente valida muchas ineficiencias de producción en la región. Sin embargo, en el caso de Argentina ha tenido la ventaja de desalentar por completo los persistentes esfuerzos de los lobbies por utilizar tarifas discrecionales y cupos a su favor.

Antes del Mercosur, los funcionarios oficiales tradicionalmente eran bombardeados por los lobbies que trataban de obtener mayores tarifas de importación para su producto y menores tarifas para su producción. El Congreso había delegado al poder ejecutivo la facultad de fijar las tarifas, y éstas podían ser modificadas por una simple resolución de la Secretaría de Comercio y Comercio Exterior, que depende del Ministerio de Economía. Hubo ocasiones en las que dicha Secretaría tenía por sí sola la facultad de controlar todos los precios y salarios nominales, así como los derechos de importación e impuestos a la exportación, y los cupos. El resultado de la concentración de poder y falta de transparencia había sido una política comercial muy ineficiente y generalmente inestable.

El Mercosur cambió completamente esta situación y liberó el tiempo de los funcionarios de economía para tareas más productivas. Bajo el derecho argentino, los tratados internacionales forman parte de la Constitución y deben ser aprobados por una mayoría especial -dos tercios- del Congreso. El Mercosur es un tratado internacional de este tipo. La tarifa exterior común del Mercosur es parte del tratado internacional y, por lo tanto, tiene jerarquía constitucional. El Ministerio de Economía perdió entonces toda facultad discrecional de modificar las tarifas, excepto en unos pocos casos específicamente previstos en el tratado. El Ministerio debe ahora concentrar los esfuerzos de la política comercial en la implantación de procedimientos contra la competencia desleal que también están sumamente reglamentados por el GATT (OMC) y dejan un margen discrecional muy limitado.

Sólo aquellos que han estado en el gobierno (yo estuve dos años en el Ministerio) pueden apreciar plenamente cuán práctica es la jerarquía constitucional de la Tarifa Común para terminar una reunión con un inversor que desea obtener protección tarifaria temporaria para producir un artefacto costoso. En lugar de dedicar horas a explicar al inversor no interesado toda la batería de argumentos teóricos contra la protección, ahora uno puede decir que el pedido no puede ni siquiera debatirse a nivel del Ministerio porque la Constitución lo prohíbe.

Argentina también se ha convertido recientemente en miembro pleno del GATT y, por consiguiente, el Ministerio afortunadamente ha perdido la facultad de aplicar cupos discrecionales a menos que siga las normas estrictas del GATT en la materia. En síntesis, tenemos tarifas relativamente altas pero estables, y ya no utilizamos cupos discrecionales. Considero que éste es un beneficio inesperado del Mercosur y de formar parte del GATT.

Los Mercados Comunes a menudo inducen algún grado de Desvío Comercial. Como consecuencia del Mercosur, Argentina concentró una gran parte de sus exportaciones en Brasil, alrededor del 30%. Muchos proyectos de inversión directa internacional destinados a Argentina dependen también de las expectativas de exportación a Brasil. La concentración de

exportaciones e inversiones en el mercado brasileño hacen que Argentina esté muy pendiente de las condiciones macroeconómicas en Brasil. Este fenómeno se ha denominado “Brasil-dependencia”.

Cuando la demanda en su conjunto cae en Brasil (la economía más grande), a la más pequeña Argentina le resulta muy difícil encontrar otro mercado para muchos de sus productos costosos que vendía a Brasil gracias a concesiones tarifarias. Además, sufrimos un efecto especial de “contagio” que paraliza los proyectos de inversión extranjera directa cuyo objeto era vender en el mercado brasileño. **La recesión en Brasil se transfiere inmediatamente a la Argentina a través de la caída de las exportaciones y los flujos de inversión.**

El efecto de “dependencia” no requiere cortar las relaciones comerciales y de inversión entre ambos países sino que precisa la urgente implantación de una coordinación macroeconómica entre los países miembro, conforme a lo establecido por los Protocolos del Mercosur. Las dificultades de los miembros individuales para diversificar las exportaciones fuera del bloque son el resultado de la elevada tarifa común y requiere de mayores esfuerzos para mejorar la competitividad a través de reducciones significativas de la tarifa. La coordinación macroeconómica y la reducción tarifaria son las dos próximas tareas ineludibles para el Mercosur.

#### Flujos de capital y controles cambiarios: la experiencia argentina

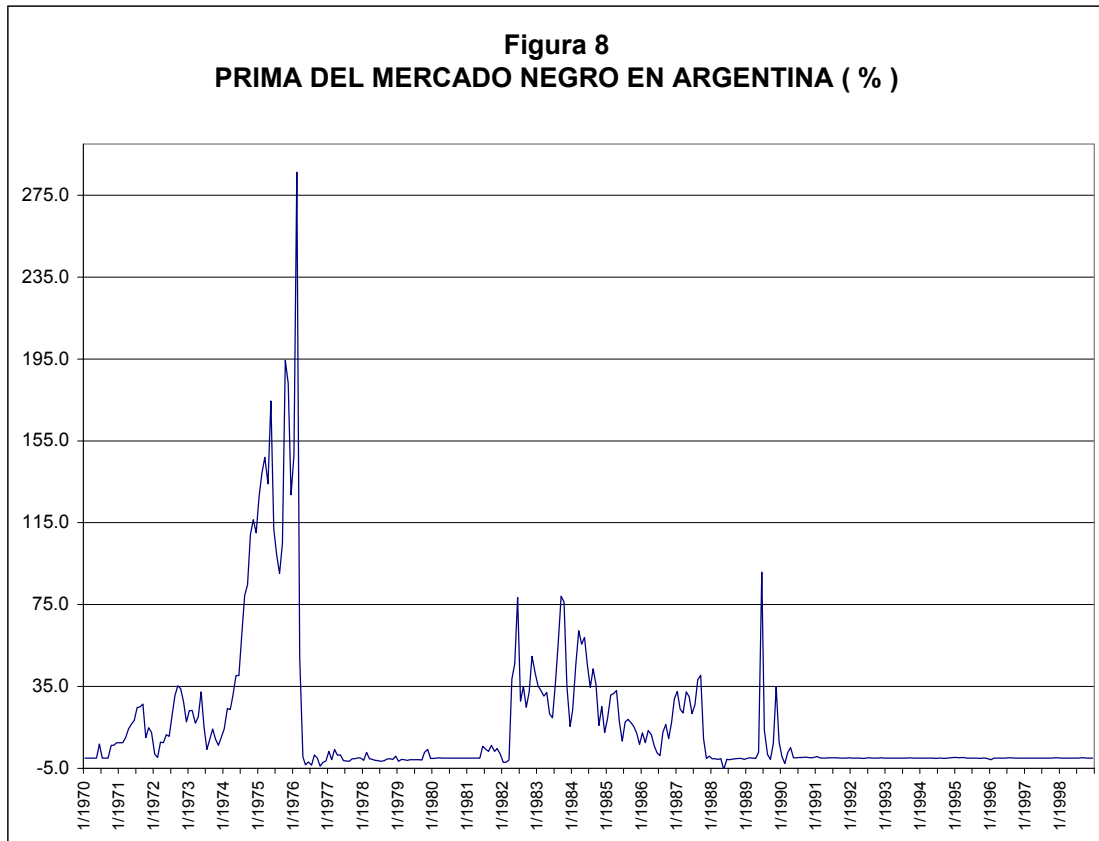
Las crisis asiática, rusa y brasileña han generado un debate generalizado acerca de la conveniencia de reglamentar de algún modo los flujos internacionales de capital. Como aporte al debate, describo la experiencia argentina con los controles de capital.

Los flujos de capital estándar provienen de la diferencia entre los ahorros nacionales y las tasas de inversión. La Argentina tradicionalmente ha tenido una tasa de ahorro baja y una alta tasa de inversión, por lo que hay una tendencia a la entrada de capitales. No obstante, otros factores han conspirado contra este resultado “normal”. Estos factores tienen que ver con las reubicaciones de cartera en los mercados financieros y con las transacciones ilegales en el comercio internacional.

La salida de capitales a menudo es el resultado de una moneda nacional débil. La expectativa de una devaluación de la moneda induce a los tenedores de moneda local a cambiar a la moneda extranjera. La dolarización es habitual en los países de alta inflación, y Argentina no ha sido la excepción. Otros factores que inducen la salida de capitales son las ganancias de actividades ilegales derivadas de la existencia de tipos de cambio múltiples o elevados impuestos a la importación o exportación.

Las transacciones ilegales son difíciles de medir ya que ocurren en el mercado negro, donde los montos no se registran, si bien la “prima” normalmente lo es. En Argentina, las restricciones a la venta de divisas han producido sistemáticamente aumentos en la prima del mercado negro, un síntoma de mayor demanda de divisas en el mercado ilegal y, en consecuencia, de la salida de capitales. La Figura 8 muestra el comportamiento de la prima del mercado negro, definida como el excedente del tipo de cambio libre para el dólar con respecto al tipo de cambio oficial. La magnitud de la prima del Mercado Negro demuestra que los argentinos no aceptan fácilmente la imposición de controles de precios en su producto primario preferido.





Hay dos experiencias recientes con los controles cambiarios y restricciones a los flujos de capitales: 1971-75 y 1982-89. En ambos casos el desequilibrio macroeconómico prevaleció y la inflación fue galopante. Estos factores por sí solos son suficientes para inducir la salida de capitales, dado que el público recurre a las divisas como cobertura contra la inflación. Además, las autoridades trataron de manejar la situación imponiendo una serie de controles que, en general, fueron más perjudiciales que beneficiosos, ya que distorsionaron los mercados, indujeron actividades ilegales y distrajeron la atención del ajuste macroeconómico más necesario, en particular en el frente fiscal.

El período 1971-1975 se caracterizó por un persistente desorden fiscal e intervención estatal a través de controles de precios, tarifas sumamente elevadas a la exportación e importación, prohibiciones y toques a la importación y una amplia gama de tipos de cambio respaldados por controles al capital. La emisión de dinero para financiar los persistentes déficits fiscales rápidamente convirtió a cualquier tipo de cambio fijado oficialmente en obsoleto. Dado que las devaluaciones eran consideradas como la causa de la inflación (en lugar de la consecuencia), las autoridades se basaron en los controles para sostener la tasa oficial. Esto dio como resultado una prima del mercado negro para las divisas del orden del 300% o más en ciertas ocasiones. La salida de capitales en este período fue claramente favorecida por las oportunidades de utilidades resultantes de la intervención estatal en el sistema de precios y la búsqueda de dólares como cobertura contra la inflación. Asimismo, el inicio de un movimiento guerrillero generó expectativas de inestabilidad política que también promovieron la salida de capitales reduciendo la tasa de inversión.

La demanda ilegal de divisas fue promovida por la existencia de tipos de cambio múltiples y tarifas a la exportación que hicieron atractiva la sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones. Dado que existían controles cambiarios estrictos, los dólares adquiridos de este modo debían mantenerse en el exterior o utilizarse para financiar el contrabando. Durante estos períodos, grandes volúmenes de las cosechas locales fueron contrabandeadas a Paraguay (los impuestos a la exportación superaban el 60% algunas veces) de donde se registraron grandes exportaciones de cultivos que nunca produjo realmente. Las primas a ser obtenidas por acciones ilegales fueron tan elevadas que los esfuerzos en los controles aduaneros fracasaron por completo. De hecho, existe una fuerte presunción de que los más corruptos eran quienes trabajaban en aduana. La corrupción, las ganancias potencialmente elevadas debido a las altas primas del mercado negro y los bajos salarios de los funcionarios del gobierno hicieron que el establecimiento de políticas aplicables a la salida de capitales ilegales fuera prácticamente imposible.

Otra realidad es que las distorsiones de precios creadas por el gobierno no fueron populares y el público apreció la posibilidad de operar en el mercado negro (que se difundió tanto para mercaderías como para divisas). Las multas severas a los transgresores, mientras se mantenían constantes los incentivos, habrían tornado al gobierno aún más impopular.

Es claro que la salida de capitales de los años '70 fue el resultado de una mala política económica que creó incentivos para transacciones ilegales en divisas. La Argentina no importa alimentos ni energía, por lo que no había una necesidad social que presionara para mantener un sistema elaborado de controles cambiarios y comerciales de manera que estos productos básicos fueran más baratos. En cambio, los controles comerciales aplicaban impuestos a los exportadores agrícolas a fin de subsidiar el sector industrial.

La salida de capitales de los años '70 fue típica de las economías altamente distorsionadas que proporcionan incentivos para adquirir divisas ilegalmente y un esquema económico en el cual es muy poco atractivo reinvertir los fondos localmente. En consecuencia, los fondos deben permanecer invertidos en el exterior o utilizarse para el contrabando. Se estima que alrededor de \$ 7.000 millones de activos externos no declarados fueron generados en los años '70. Esta cifra es baja en comparación con los \$ 24.000 millones que se acumularon durante la primera mitad de los años '80. No obstante, el ambiente económico y reglamentario que generó la salida de capitales a principios de la década del '80 difiere substancialmente del de principios de los años '70.

Con un golpe militar en marzo de 1976, el gobierno peronista cayó y se restauró la convertibilidad a un tipo de cambio único para todas las transacciones. Se eliminaron los impuestos a la exportación y se redujeron los derechos de importación. Grandes montos de capital comenzaron a ingresar al país y el gobierno incluso estableció algunas restricciones para desalentar el ingreso de capitales. El endeudamiento excesivo durante este período fue considerado como el principal factor para la crisis de deuda externa que tuvo lugar en 1981, cuando se abandonó el tipo de cambio prefijado.

**Durante el período 1976-81, la deuda externa creció en un nivel mucho mayor que el necesario para financiar los déficits en cuenta corriente y la acumulación de reservas. Esto significó que algunos participantes del mercado estaban acaparando divisas, lo cual resultó ser acertado, ya que hubo una gran devaluación en 1981.** El gobierno cayó presa de las quejas de aquellos que tenían deudas externas registradas y asumió esas deudas, mientras ofrecía a los deudores condiciones más beneficiosas para pagar sus deudas en moneda local. El resultado final de este proceso de "nacionalización" de la deuda externa privada fue que el gobierno asumió las deudas externas mientras recibía en pago montos mínimos de los deudores locales originales, alrededor de diez centavos por dólar.

Esta situación surgió debido a que el gobierno no tenía registro de quienes habían adquirido las divisas que fueron la contraparte de la acumulación de deuda externa. En esa época las autoridades monetarias sólo mantenían un registro del endeudamiento externo pero no así de las compras de divisas por los particulares en el mercado cambiario. Por consiguiente, aquellos que tenían deudas en el exterior pudieron registrar su deuda en el Banco Central, vender divisas por pesos y luego

readquirirlas en cualquier casa de cambio sin dejar registro de la última transacción. Con una moneda totalmente convertible, las transacciones antes descritas son totalmente legales y en circunstancias normales no habría necesidad de mantener un registro de ninguna de ellas (excepto en caso de ser necesario para fines impositivos). Sin embargo, en la práctica el gobierno debió perdonar a los deudores sin poder recaudar ningún impuesto de aquellos que tenían las divisas. **Por lo tanto, el gobierno se quedó con la deuda y el sector privado con los dólares**<sup>21</sup>.

Luego del colapso del tipo de cambio en 1981 y el conflicto con Inglaterra en el Atlántico Sur, la crisis de la deuda explotó y la convertibilidad de la moneda se suspendió a mediados de 1982.

Entre 1982 y 1989 el mercado de divisas volvió a una situación similar a la de principios de la década del '70. Los exportadores se vieron obligados a entregar las divisas al Banco Central al tipo de cambio oficial. Los importadores obtenían las divisas a la tasa oficial si su solicitud de importación era aprobada. Las fuentes más comunes de salida de capitales ilegales fueron el contrabando de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones. En muchos casos los exportadores despachaban los productos y luego simplemente manifestaban que los importadores del exterior no les pagaban. Los importadores locales solicitaban permisos de importación para artículos con bajas tarifas para luego importar canto rodado, una maniobra facilitada por la profunda corrupción en la aduana y las elevadas ganancias ofrecidas por las primas significativas del mercado negro para las divisas.

En ocasiones, se fijaron límites estrictos a los montos disponibles para el turismo y se estableció un sistema especial para atender el pago de la deuda externa, en la cual el país estaba en mora la mayor parte del período. Esencialmente, los deudores privados transfirieron su deuda en dólares al gobierno, que luego negoció el pago con el comité de bancos. En general, no hubo divisas disponibles para el pago de la deuda privada o la amortización de la denominada "antigua deuda" (originada antes de la crisis de endeudamiento de 1982). Se cambiaban nuevos créditos externos al tipo de cambio oficial si posteriormente iban a brindar acceso a fondos para el pago de intereses y amortización. El Banco Central emitía un certificado de disponibilidad de divisas que daba al titular acceso a divisas para el pago de su deuda, a la tasa oficial vigente. No se ofrecía ningún seguro de cambio en este caso.

Otras veces el Banco Central, frente a una escasez de divisas, ofrecía contratos a término sobre el tipo de cambio a fin de atraer a los bancos a traer dólares, cambiarlos por pesos y aprovechar las elevadas tasas de interés locales con un riesgo de devaluación limitado.

Bajo el derecho argentino, los transgresores por primera vez del régimen cambiario serían sancionados por el Banco Central, que sólo podía aplicar multas monetarias. Sólo los transgresores por segunda vez eran juzgados en sede penal, pudiendo ser sentenciados a prisión. En la práctica nadie fue nunca a prisión por violaciones a las reglamentaciones cambiarias.

La tenencia de divisas nunca fue ilegal en Argentina, si bien en ocasiones realizar transacciones de cambio violaba los controles cambiarios. Sin embargo, el gobierno emitió un bono denominado en dólares (el BONEX) a partir de 1980, que se utilizó para legalizar en la práctica las transacciones en el mercado negro. Estos bonos podían negociarse por dólares o pesos en el mercado de valores. Por lo tanto, cualquier persona que tuviera en su poder dólares y que deseaba pesos podría adquirir BONEX con los dólares y luego venderlos por pesos. De este modo, los dólares podían cambiarse por pesos sin recurrir al mercado negro y violar así las reglamentaciones en materia cambiaria. Las divisas obtenidas a través de transacciones comerciales ilegales podían convertirse legalmente en pesos de la misma forma.

---

<sup>21</sup> Para ver una descripción de los hechos en este episodio, ver J.C.de Pablo y R.Dornbusch: "Debt and Macroeconomic Instability in Argentina" U.of Chicago Press 1998. Ver también: C.A.Rodríguez : "La Deuda Externa Argentina", CEMA University WP No. 54, Dic. 1986 y "Managing Argentina's External Debt: The Contribution of Debt Swaps", CEMA University WP No.68.

En general, parece que las autoridades argentinas no estuvieron plenamente dedicadas a impedir la salida de capitales y las transacciones de cambio en el mercado negro durante la década del '80. La economía se había vuelto sumamente dolarizada y la moneda local era tan inestable que cualquier esfuerzo serio contra el uso de divisas habría afectado seriamente la actividad económica real. En cambio, las autoridades trataron de atacar el problema ofreciendo condiciones financieras atractivas a quienes traían divisas al sistema. Lamentablemente las tasas de interés pagadas no coincidían con la realidad fiscal y el resultado fue una completa falta de control monetario y la hiperinflación en 1989.

Los controles sobre salida de capitales y el mercado negro demostraron no ser viables debido a la corrupción y la impopularidad de las medidas. Los incentivos ofrecidos para las transacciones ilegales fueron enormes debido a la existencia de controles cambiarios en el contexto de un significativo desequilibrio macroeconómico que hizo que las tasas oficiales no fueran realistas.

Parece evidente que el principal incentivo para la salida de capitales ilegales ha sido el intento de sostener una moneda débil a través del tipo de cambio y restricciones comerciales. El tipo de cambio oficial en general ha sido fijado en niveles que no coincidían con el equilibrio macroeconómico y dio como resultado primas del mercado negro que eran tan elevadas que sencillamente no se podía controlar las transacciones ilegales. Los intentos de compensar la salida de capitales por parte del gobierno endeudándose transitoriamente ayudaron a la situación de los pagos externos, pero pronto demostraron ser devastadores para el déficit cuasifiscal y debieron abandonarse.

En la experiencia argentina, tan pronto como se anunció una política macroeconómica viable y creíble y la moneda pudo convertirse a un precio único, se revirtió la salida de capitales. Esto ocurrió en 1976 y también luego de la hiperinflación de 1989. **En ambos casos, el principal problema post-estabilización fue la sobrevaluación del tipo de cambio real debido a la significativa entrada de capitales.**

Un punto interesante es que el país no tuvo un colapso significativo de la actividad económica a pesar de cambios importantes en la política cambiaria después de la hiperinflación de 1989. Actualmente (una década más tarde), el tipo de cambio real es un sexto de lo que era en la época de la hiperinflación, mientras que la producción real es alrededor de un 53% mayor. Luego de la crisis de 1989, el régimen del tipo de cambio cambió de ser flexible a fijo, pasando a través de un período de tipo flotante controlado. El factor común es que la moneda es plenamente convertible (para las transacciones en cuenta corriente y de capital) y las tenencias y transacciones en divisas son ampliamente aceptadas y legales. Asimismo, la convertibilidad del tipo de cambio está garantizada por el requisito de la Ley de Convertibilidad de tener reservas en dólares por el 100% de la Base Monetaria y el compromiso de las autoridades con el equilibrio fiscal.

Una moneda no convertible invita a la salida de capitales por el sencillo motivo de que el tenedor de un dólar pierde el derecho de readquirirlo si lo entrega al gobierno. Un temor habitual entre quienes definen las políticas es que si se otorga la convertibilidad, habrá una corrida para comprar divisas a cualquier precio. Sin embargo, esta presunción no ha sido correcta, en general, en la experiencia latinoamericana. En cuanto el público cree que es posible entrar y salir del cambio de divisas, se reduce gran parte del incentivo de mantener divisas. La moneda local parece fortalecerse por la convertibilidad, no debilitarse. Uruguay flotó con plena convertibilidad en 1974 y no hubo una explosión en el precio. Su moneda ha sido convertible desde entonces. No obstante, la economía ha permanecido altamente dolarizada. La diferencia es que con la moneda convertible, los dólares se mantienen legalmente en bancos locales en tanto bajo controles monetarios los dólares se mantienen en el exterior o debajo del colchón.

La mayoría de los países latinoamericanos han restaurado la convertibilidad en los últimos años (Brasil, Argentina, Perú, Bolivia) y éste ha sido uno de los principales factores para la entrada de capital extranjero que se observó en la región hasta el comienzo de la crisis asiática en 1997. En ningún lugar la moneda local ha sido desplazada completamente por una moneda extranjera debido

a la convertibilidad. Sin embargo, la moneda extranjera ha captado una parte significativa de las transacciones y coexiste con la moneda local (en un grado bastante significativo en los casos de Argentina, Uruguay, Bolivia y Perú).

Los argentinos han vuelto a traer una gran parte de las divisas que enviaron al exterior durante los años '80 y las han depositado en cuentas en dólares en el sistema bancario: en 1999 los depósitos en dólares ascienden al 120% de los depósitos en pesos. Más allá de la implantación de la Caja de Conversión en 1991, el gobierno está tomando medidas para darle al dólar el estatus de moneda de curso legal y ha anunciado su intención de lograr algún tipo de Convenio de Cooperación Monetaria con Estados Unidos.

¿Son las Cajas de Conversión la panacea de la inestabilidad macroeconómica?

Para sorpresa de muchos, la Caja de Conversión de Hong Kong pudo sobrevivir a la secuencia de ataques monetarios que hicieron caer a la mayoría de sus vecinos sudasiáticos. También fue sorpresivo el rendimiento de la caja de conversión argentina, que ha ladeado las crisis asiática, rusa y regional sin recibir un solo ataque especulativo.

A menudo se menciona que debido a estas experiencias exitosas, los países que sufren un ataque especulativo deberían intentar implantar cajas de conversión. Esta sugerencia ha sido efectuada en el caso de Brasil y Ecuador. La idea detrás de esta sugerencia parece ser que ante el anuncio de la nueva política, la prima de riesgo caería y los flujos normales de refinanciamiento se restaurarían. Creo que este razonamiento atribuye a las políticas monetarias y cambiarias más poder que el que efectivamente pueden tener. No creo que las Cajas de Conversión sean la herramienta adecuada para manejar las crisis originadas en un desequilibrio macroeconómico estructural, normalmente de origen fiscal.

Si un país sufre un ataque especulativo porque no puede pagar sus deudas, el único conjunto de instrumentos factible consiste en una combinación de ajuste fiscal y reestructuración de la deuda. En esta situación, el sistema monetario no puede hacer milagros: las deudas deben pagarse y la convertibilidad sola no puede pagar las deudas.

Por supuesto que un compromiso firme del Banco Central de invertir algunas reservas que queden en defensa de un tipo de cambio desalentará a los especuladores durante un tiempo, pero no puede resolver el desequilibrio fiscal fundamental. El mismo resultado temporario puede obtenerse consiguiendo dinero fresco del FMI y anunciando que éste será utilizado para defender la moneda, como hizo Brasil en marzo pasado: los mercados sólo descansarán mientras que el dinero fresco dure y luego todos los participantes volverán a prestar atención a los indicadores fundamentales.

Hong Kong y Argentina sobrevivieron a la crisis porque tenían sus casas en orden y grandes niveles de reservas relativas a la deuda a corto plazo, de modo que los especuladores no pensaron que podían tener éxito. Un país que enfrenta una corrida debido a que no puede pagar su deuda a corto plazo ganaría muy poco en credibilidad y posiblemente perdería las reservas que le queden tratando de implantar una caja de conversión como sustituto del ajuste fiscal.

En síntesis, las Cajas de Conversión no son sustitutos del ajuste macroeconómico y a los países que enfrentan problemas fiscales les convendría resolverlos directamente.

Sin embargo, existe una situación en la cual una Caja de Conversión puede estar justificada en ausencia de otra forma de obtener alguna credibilidad. Esta es una situación en la cual un país tiene hiperinflación y graves problemas de recaudación fiscal debido a la inestabilidad de los precios. En este círculo vicioso la inflación alimenta el déficit fiscal a medida que reduce las recaudaciones de impuestos y obliga al gobierno a emitir más dinero. Para romper el círculo vicioso, es necesaria alguna estabilidad transitoria en los precios a fin de diseñar e implantar un nuevo sistema tributario y reestructurar el gasto público.

En circunstancias normales, el anuncio del plan de reforma fiscal, si es consistente, sería suficiente para aumentar la demanda de dinero y reducir la inflación de los precios. No obstante, puede ocurrir que el gobierno ya haya utilizado todo su capital de credibilidad en previos intentos fallidos de estabilización. En estas circunstancias la credibilidad no puede comprarse con palabras sino con moneda fuerte.

La devaluación inicial necesaria para implantar una caja de conversión (con un respaldo del 100%) reduce los reclamos financieros al Banco Central. Todo el dinero que quede es ahora respaldado por moneda fuerte. En esta situación el anuncio de la Caja de Conversión puede resultar ser creíble y permitir vislumbrar alguna perspectiva de estabilidad de precios durante la cual las autoridades puedan producir e implantar la nueva propuesta fiscal requerida. La Caja de Conversión debe ser vista como un factor en el proceso de ajuste fiscal y no como una alternativa al mismo. La estabilización alemana luego de la segunda hiperinflación, tal como la describió Tom Sargent<sup>22</sup>, puede resultar ser un caso en el cual la creación de una moneda fuerte fue un factor esencial para la implantación del ajuste fiscal requerido. En este caso la megadevaluación inicial de la Caja de Conversión fue reemplazada por el repudio directo de las existencias de moneda.

Un caso en el cual una Caja de Conversión estaba justificada fue la Argentina de principios de 1989. En ese momento redactamos un artículo periodístico con Aquiles Almansi titulado "Una Reforma Monetaria contra la falta de credibilidad y la hiperinflación". El punto básico era que el gobierno había perdido toda credibilidad para instrumentar cualquier ajuste fiscal creíble debido a la práctica persistente de financiamiento monetario que llevó a la hiperinflación constante. En esas circunstancias, la única alternativa que veíamos posible era que el gobierno renunciara en forma permanente a la capacidad de emitir moneda. Para que la promesa fuera creíble, propusimos una Caja de Conversión administrada por representantes de los bancos privados (un modelo similar al Fed), cuya única tarea sería cambiar la moneda local por divisas. Además, recomendamos que el tipo de cambio se fijara de manera de que las reservas disponibles en ese momento (2.000 millones de dólares) fueran suficientes para rescatar la totalidad del dinero local emitido en circulación.<sup>23</sup>

#### Tentaciones post-estabilización: Monetización y efecto Tanzi

Los países normalmente deben estabilizarse porque están bajo la presión causada por el desequilibrio fiscal. En la mayoría de los casos los precios suben porque se emite dinero para financiar el déficit. La alta inflación reduce el valor de los saldos en efectivo reales y también deteriora las recaudaciones impositivas reales. Este último es un efecto temporario que se ha denominado efecto Tanzi. Se debe a la existencia de algún tipo de rigidez y se afina en la estructura tributaria ante cambios en el nivel de los precios nominales. A largo plazo, es lógico suponer que las rigideces nominales se ajusten para que la recaudación tributaria real sea independiente de la inflación. No obstante, es razonable suponer que un aumento imprevisto en la inflación tendrá un efecto real en la recaudación tributaria por el término de entre 3 y 6 meses.

Si el gobierno logra anunciar un plan de estabilización creíble por el público, muy probablemente la inflación caerá drásticamente (y la moneda se apreciará si estaba flotante). Esta caída en la inflación debido al cambio en las expectativas tiene el efecto de aumentar la demanda de dinero y de mejorar las recaudaciones tributarias reales debido al efecto Tanzi. Estos dos efectos son un regalo del cielo para el gobierno:

---

<sup>22</sup> Thomas Sargent: "The Ends of Four Big Inflation", en "Inflation, Causes and Effects", ed. Robert Hall: Un. of Chicago Press, 1983.

<sup>23</sup> Aquiles Almansi y Carlos Rodríguez: "Una Reforma Monetaria Contra la Desconfianza y la Hiperinflación", *Ambito Financiero*, 26 de Abril de 1989. Una descripción de todos los pasos técnicos necesarios para instrumentar la reforma se incluye en: "Alternativas de Estabilización" CEMA Working Paper No.67, agosto de 1989, también reeditado en Avila, Almansi y Rodríguez (Eds.): "Convertibilidad, Fundamentación y Funcionamiento", Universidad del Cema, 1997.

- 1- El aumento en la demanda de dinero significa que pueden emitir dinero sin generar inflación.
- 2- El incremento de la recaudación tributaria reduce el déficit fiscal antes de que se realice cualquier cambio en las tasas impositivas o el gasto público.

La tentación es muy clara: si los impuestos aumentan y la demanda de dinero también, la necesidad de implantar el ajuste fiscal riguroso desaparece. Siempre hay una luna de miel al inicio de un plan de estabilización que tiene credibilidad. Sin embargo, si el ajuste fiscal se demora, como ha ocurrido la mayoría de las veces (como bajo el Plan Austral en la Argentina de 1985-86), los mercados comienzan a mirar los aspectos fundamentales y a descubrir que no hay nada allí. A medida que continúa expandiéndose la emisión de moneda nominal y los efectos Tanzi se desvanecen, las expectativas inflacionarias pronto regresan y el país vuelve al camino de la inflación ayudado por el desequilibrio fiscal.

Es muy peligroso y costoso frustrar las expectativas del mercado. Una vez que ello ocurre, los costos de recuperar la credibilidad serán más elevados que antes: el riesgo país será mayor, los flujos de capital tendrán una menor respuesta y las expectativas inflacionarias perdurarán más. Cuando se ha perdido toda credibilidad, sólo las soluciones drásticas pueden funcionar: esto nos lleva de regreso a la alternativa de la Caja de Conversión que analizamos en la sección anterior.

## II.2. Grado de Apertura en una Economía Abierta

Uno de los temas principales de la Teoría Pura del Comercio Internacional ha sido el estudio de las Ventajas Comparativas, que es la determinación de los patrones de comercio. David Ricardo se concentró en las diferencias relativas de costo basadas en la tecnología, mientras el modelo convencional Heckscher-Ohlin muestra que hasta con tecnologías idénticas y retornos constantes, los costos relativos pueden diferir si difieren las proporciones de las dotaciones de factores. Otros autores han enfocado en economías de escala como otro factor determinante de la ventaja comparativa.

Un concepto relacionado que ha recibido mucha menor atención de parte de los teóricos es el del grado de apertura de una economía. En este caso la pregunta relevante no es qué exporta o importa un país sino cuánto exporta e importa un país en relación a su PBI? A través de este artículo utilizaré la razón  $XMPBI = (\text{Exportaciones} + \text{Importaciones}) / \text{PBI}$ , que llamaré el ratio de apertura, como la medida para apertura de la economía.

Adam Smith probablemente haya sido el primero en considerar los efectos de la dimensión del mercado sobre la especialización y por lo tanto sobre los volúmenes comerciados. La teoría de política comercial también establece una relación entre protección y volumen de comercio. Esto sugiere que las razones de comercio a PBI son variables determinadas por el mercado sujetas a análisis teórico convencional y a verificación empírica.

Con frecuencia, los juicios sobre la política comercial de los países se basan en la comparación de los ratios de apertura. Estas comparaciones y políticas recomendadas generalmente son hechas sin recurrir a ninguna teoría que afirme cuáles son los factores determinantes del grado de apertura de una economía.

Normalmente vemos afirmaciones de este tipo “EE.UU. no es tan abierto como dicen ya que exporta sólo 11% del PBI mientras que Alemania exporta el 29%”, o “Argentina es una economía cerrada ya que sólo exporta 11% del PBI mientras que Chile, su vecino menos proteccionista, exporta el 28%”. Por otro lado, los proteccionistas, utilizan los mismos datos para decir “Argentina ya es una economía muy abierta ya que su razón de exportaciones es la misma que la de EE.UU”. Claramente se necesita un marco teórico a fin de realizar comparaciones de ratios de apertura entre países.

Tabla 1 muestra datos básicos para los extremos del mundo en términos de apertura. La variabilidad extrema de grados de apertura es muy evidente. Mientras las exportaciones de Malasia son un 93% de su PBI, las exportaciones de Myanmar son de sólo 1.5%. Por supuesto la política comercial es un factor determinante para explicar algunas de estas diferencias observadas. Myanmar es más proteccionista que Malasia. Sin embargo, observamos que EE.UU., India y Argentina tienen grados similares de exportaciones a PBI (alrededor del 11%) mientras que el primer país es relativamente no-proteccionista y los dos últimos son muy proteccionistas. Llegamos a la conclusión de que el proteccionismo por sí sólo no puede explicar el grado de apertura. Sin embargo, está claro que mayor proteccionismo deberá asociarse con menor apertura.



Tabla 1: Las economías mundiales de mayor apertura y las más cerradas en 1996

		PBI (US\$ billones)	PBI pc (US\$)	(X+M)/PBI	X/PBI
1	MYANMAR	101.0	2199	0.035	0.01
2	BRASIL	749.3	4746	0.160	0.07
3	ARGENTINA	272.3	7731	0.215	0.10
4	JAPON	4186.7	33291	0.218	0.11
5	BURUNDI	0.8	135	0.230	0.06
6	ESTADOS UNIDOS	7674.0	28928	0.235	0.11
7	INDIA	392.4	418	0.244	0.10
8	PERÚ	57.5	2401	0.301	0.13
9	IRAN	134.5	2200	0.307	0.17
	MUNDO	27678.9	5514	0.436	0.22
97	ESTONIA	4.2	2868	1.504	0.69
98	CONGO, REP.DE	2.4	883	1.581	0.70
99	ANTIGUA,	0.5	7759	1.644	0.78
100	BAHREIN	5.8	9679	1.725	0.92
101	PANAMA	8.2	3053	1.824	0.90
102	MALASIA	98.7	4801	1.842	0.93
103	MALTA	3.3	9028	1.870	0.87
104	SUIZA	1.1	1191	1.998	0.85
105	GUINEA ECUATORIAL	0.3	642	2.495	0.68
106	SINGAPUR	100.9	27955	2.967	1.55

Fuente: IFS CD-ROM.

La otra variable en la que nos queremos enfocar es el tamaño del país. Pequeñas unidades económicas deben especializarse en la producción de pocos productos a fin de lograr una escala óptima y ser competitivas. Por lo tanto deberán exportar esos productos a cambio de las importaciones de los productos que no producen.

La unidad económica más pequeña, una familia, vende la mayor parte de su capacidad (trabajo) y compra (importa) la mayor parte de lo que consume. Una familia es una unidad económica pequeña y posee un muy elevado grado de apertura comercial. Por otro lado, el planeta tierra es la unidad económica más grande y las exportaciones netas son cero, por lo que es completamente cerrado.

La conclusión del argumento anterior es que cuanto más pequeño sea un país, mayor debería ser su grado de apertura. También, para un tamaño dado, el grado de apertura será menor cuanto mayor sea el grado de protección. Queremos probar empíricamente estas definiciones utilizando datos cross-section para tantos países como sea posible en un año determinado. Esperamos que el ratio Comercio/PBI esté relacionado negativamente tanto con la dimensión como con la medida del proteccionismo.

Medimos el tamaño de país por PBI dólar. No tenemos una medida empírica de protección pero sugiero usar PBI per-capita como sustituto (relacionado negativamente). Los países más ricos tienden a ser menos proteccionistas y por otro lado los países proteccionistas tienden a empobrecerse (de acuerdo con la teoría aceptada sobre las ganancias del comercio internacional).

Por lo tanto, la hipótesis que estaremos probando es que la razón entre comercio y PBI está relacionada negativamente con PBI dólar y relacionada positivamente con PBI per-capita.

Los datos provienen del banco de datos IFS CD-ROM. El año elegido, 1996, fue el más cercano para el que encontramos datos sobre gran cantidad de países. Obtuvimos datos completos para 106 países.

Los datos exhiben una enorme variabilidad. El ratio TPBI (Comercio/PBI) va desde un mínimo de 3.5% para Myanmar a un máximo de 296% para Singapur. Esta cifra anormalmente elevada se debe en gran medida al hecho de que las exportaciones de Singapur tienen un componente muy alto de importaciones, lo cual siempre es el caso en las exportaciones de Maquila, populares en muchos países Centro Americanos y Asiáticos. Desafortunadamente los datos disponibles se refieren al bruto de las exportaciones y no a la medida más correcta que sería el valor agregado nacional de exportaciones. Está claro para nosotros que Singapur es un outsider (no es comparable).

El valor de PBI varía desde el máximo de \$7674 billones en los EE.UU. al mínimo de \$ 236 millones en Dominica. Los datos muestran que Japón y EE.UU. están entre las 9 economías más cerradas del mundo, junto con Myanmar, India, Irán y Burundi. Argentina y Brasil también están entre el "Grupo de los 9", lo que es sugestivo dado que ambos países se han unido recientemente al área de comercio libre del Mercosur.

Hemos calculado una regresión OLS del ratio TPBI sobre los logaritmos de PBI dólar (en miles) y PBI dólar per-cápita.

Los resultados de la regresión, mostrados en Tabla 2, concuerdan plenamente con nuestra hipótesis teórica. Los coeficientes tienen los signos esperados y son significativamente diferentes de cero en casi cualquier nivel de confianza. El  $R^2$  ajustado es 0.38 bastante alto dada la naturaleza de las variables involucradas.

Tabla 2: Resultados de la Regresión				
TPBI = 1.105 - 0.154 log(PBI) + 0.166 log(PBIperC)				
OLS // Variable Dependiente es TPBI= (X+M)/PBI				
N°.observaciones: 106				
Período: 1996				
Fuente: IMF Databank CD-ROM				
Variable	Coeficiente	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.105390	0.217503	5.082188	0.0000
LGDP	-0.154303	0.019397	-7.955140	0.0000
LGDPCC	0.166497	0.030448	5.468235	0.0000
R cuadrado	0.387580	Media var. Dependiente	0.867351	
R cuadrado ajustado	0.375689	S.D. var. Dependiente	0.497442	
F-statistic	32.59266	Prob(F-statistic)	0.000000	

Con la regresión a mano, podemos juzgar ahora más correctamente los diferentes grados de apertura observados. Por ejemplo, la regresión sugiere que Argentina debería tener una razón de PBI de 66% en vez del 21% observado. Esto puede interpretarse como significando que por

su tamaño y riqueza Argentina es más proteccionista que lo que sería lo normal para el grupo total de naciones, un resultado que muchos de nosotros siempre creímos ser el caso.

Observando los datos vemos que en el extremo más alto de los ratios TPBI hay valores muy elevados que sugieren la existencia de un significativo sector maquila. A fin de estudiar la posibilidad de que nuestros resultados estén influenciados por la inclusión de datos de comercio bruto en vez de los datos netos, más relevantes, hemos eliminado los casos de TPBI mayores de 1.5 (un total de 10 observaciones). Los resultados de la regresión usando los datos truncados muestran que los coeficientes de elasticidad son levemente más bajos en valor pero retienen los signos esperados y el alto nivel de significación estadística. El R cuadrado corregido sólo mejora marginalmente. Estos resultados confirman la fuerza de las hipótesis teóricas que se están presentando.

Tabla 3: Regresión con datos truncados

$$TPBI = 1.105 - 0.154 \log(PBI) + 0.166 \log(PBIperC)$$

OLS // Variable Dependiente es TPBI= (X+M)/PBI

N°.observaciones: 96

Período: 1996

Fuente: IFS Databank CD-ROM

Variable	Coefficiente	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.016820	0.1500	6.766848	0.0000
LPBI	-0.118457	0.0141	-8.394953	0.0000
LPBIPC	0.121040	0.0214	5.648511	0.0000
R cuadrado		0.434	Media var. Dependiente	0.755
R cuadrado ajust.		0.422	S.D. var. Dependiente	0.345
S.E. de regresión		0.262	Akaike info criterio	-2.646
F-statistic		35.77	Prob(F-statistic)	0.000000

## Conclusiones

En muchas instancias, la conveniencia de la implementación de cambios en la política comercial se debate usando comparaciones internacionales de ratios Comercio/PBI (TPBI). Argumentamos aquí los ratios TPBI son variables determinadas por el mercado y que dependen de varios parámetros, entre ellos la existencia de una industria maquila, el grado de protección y las dimensiones del mercado. Utilizando análisis de regresión para datos de 1996 sobre 106 países encontramos fuerte apoyo empírico para una relación positiva entre PBI per-capita y TPBI basado en el supuesto de que el PBI per capita y la protección están relacionados negativamente. Nuestros datos también muestran una fuerte asociación negativa entre PBI (tamaño) y apertura comercial como podía predecirse por el dicho de Adam Smith: “La división del trabajo está limitada por la extensión del mercado”.

### Fuentes de datos:

Datos de IFS CD-ROM para el año 1996

Códigos

Población	99ZZF
PBI (precios actuales)	99BZF
Tasa de Cambio	DEZF
Exportaciones	70DZF
Importaciones	71DZF

### II.3- Ajustes Impositivos y Políticas de Encajes con Tipo de Cambio Fijo

En esta nota trataré de presentar un modelo que permita el análisis riguroso de los últimos cambios en materia de política económica implementados por la nueva administración para reactivar la economía, a saber: suba de impuestos y baja de encajes bancarios. El análisis no es novedoso ya que se basa en los trabajos del último premio Nobel de economía, Robert Mundell, realizados hace casi 40 años. La principal conclusión del análisis es que tanto una suba de impuestos como una rebaja de encajes bancarios pueden causar una caída en el nivel de actividad.

He modificado el análisis de Mundell para incorporar la endogeneidad de la prima de riesgo país, tema que no fue considerado en el trabajo pionero de Mundell. En una economía con tipo de cambio fijo y movilidad internacional de capitales, la tasa de interés interna esta determinada básicamente por la tasa de interés externa más la prima de riesgo país. Es usualmente aceptado que la prima de riesgo país depende negativamente del nivel de Reservas internacionales y positivamente del nivel del déficit fiscal.

Las Reservas, a su vez, son determinadas por la demanda por dinero total y el nivel de encaje bancario. A menor encaje, menor demanda por base monetaria y por ende menos Reservas.

Una baja del encaje bancario tiene el efecto de disminuir las Reservas ya que la demanda por dinero no tiene porqué aumentar. Esto puede ocurrir a través de una salida de capitales o por un déficit de cuenta corriente. Las menores Reservas aumentan la prima de riesgo país y la tasa de interés local, lo que reduce el nivel de actividad. La mayor tasa de interés y menor nivel de actividad reducen la demanda por dinero y eso reduce aún más las Reservas del sistema.

Concluimos que una baja del encaje en una economía con tipo de cambio fijo, donde la prima de riesgo país depende del nivel de Reservas, contribuye a reducir el nivel de actividad, aumentar la tasa de interés y disminuir las Reservas internacionales.

El resultado anterior no es nuevo. Se deriva de uno de los trabajos más conocidos del último premio Nobel de economía, Robert Mundell titulado "Capital Mobility and Stabilization Policies Under FiTCd and Under Flexible Exchange Rates" (Canadian Journal of Economics, 1963). La principal conclusión de ese trabajo es que bajo tipo de cambio fijo la política monetaria expansiva no afecta el nivel de actividad ya que ésta es compensada por una reducción similar en el nivel de Reservas internacionales( a lo que yo le agrego que la baja de Reservas sube la prima de riesgo país y por ende puede terminar disminuyendo el nivel de actividad).

El análisis anterior puede ser presentado más rigurosamente utilizando el modelo de economía abierta con movimientos de capitales inicialmente desarrollado por Robert Mundell en los años 60.

El modelo de Mundell supone una demanda agregada que depende negativamente de la tasa de interés y positivamente del déficit publico. Esta curva se conoce como la curva IS:

$Y = Y(i, D)$  , donde

Y= demanda agregada

i= tasa de interés ( nominal y real ya que se supone cero inflación)

D= Déficit Fiscal

Los movimientos de capitales determinan la tasa de interés como la suma de la tasa internacional  $i^*$  más la prima de riesgo país  $k$ :

$$i = i^* + k$$

A su vez, la prima de riesgo país aumenta con el déficit fiscal, y disminuye con el nivel de Reservas internacionales, o sea:

$$k = k(D, R)$$

En el sector monetario tenemos que las Reservas internacionales son iguales a la Base Monetaria (por la convertibilidad). A su vez la Base es una fracción  $e$ , por efecto del encaje fraccionario, de la oferta total de dinero  $M$ , o sea:

$$R = e.M$$

La oferta de dinero se iguala a la demanda a través de cambios en el stock de Reservas, por lo que el equilibrio monetario determina las Reservas como función de los parámetros de la demanda por dinero y del encaje  $e$ :

$$R = e.L(i, Y)$$

Dado el nivel del déficit fiscal,  $Do$ , el equilibrio de esta economía lo describen las siguientes tres ecuaciones:

$$Y = Y(i, Do) \implies \text{curva IS}$$

$$i = i^* + k(Do, R) \implies \text{curva FF}$$

$$(3) R = e.L(i, Y) \implies \text{curva LM}$$

Efecto de una Baja de Encajes

La baja de encajes tiene el efecto unívoco de disminuir el nivel de Reservas:

1- Un efecto directo de reducirlas a partir de la ecuación 3 (curva LM)

2- Por la ecuación 2 (curva FF), la baja de  $R$  aumenta la prima de riesgo país y por ello sube la tasa de interés. La mayor tasa de interés reduce el nivel de ingreso por la ecuación 1 (curva IS).

3- La reducción de  $Y$  y el aumento de la tasa de interés colaboran para que baje la demanda de dinero y por la ecuación 3 se reduce aún más el nivel de Reservas.

Se convalida entonces que la baja de encajes reduce las Reservas, aumenta la tasa de interés y disminuye el nivel de actividad.

## Efectos del Aumento de Impuestos

Un aumento de tasas de impuestos que reduce el déficit fiscal (lo que no siempre ocurre de acuerdo al argumento de la curva de Laffer) reduce la prima de riesgo país. Este razonamiento llevó a muchos a pensar que la suba de impuestos implementada en Diciembre de 1999 habría de aumentar el nivel de actividad a través de la reducción de la tasa de interés. Sin embargo, a partir del momento del anuncio de la suba impositiva, la economía reversionó cinco meses de crecimiento y ya lleva tres meses de caída.

Este resultado, inesperado por algunos (no por el que escribe), se debe a que aún falta considerar los efectos directos del aumento impositivo sobre la demanda agregada. **Mayores impuestos reducen la eficiencia marginal de la inversión y la demanda agregada es por lo tanto menor para cada tasa interés.** Por lo tanto, la suba de impuestos reduce la tasa de interés pero también reduce la demanda agregada. Si este último efecto domina sobre el primero, observaremos que la suba de impuestos disminuye el nivel de actividad a pesar de que cae la prima de riesgo país. En términos del análisis matemático anterior, la suba de impuestos desplaza hacia abajo la curva FF pero también desplaza hacia la izquierda la curva IS, por lo que el resultado final sobre el nivel de actividad es ambiguo.

### Estabilidad del Modelo

Las ecuaciones (1) y (3) describen el equilibrio de corto plazo para cada nivel del stock de Reservas. Las Reservas, a su vez, cambian en el tiempo en función de la diferencia entre la tasa de interés determinada por el equilibrio IS-LM y la tasa de arbitraje definida en (2):

(4)  $\dot{R} = z \cdot \{i - i^* - k(R)\}$ , donde  $z > 0$  es la velocidad de ajuste de las Reservas al diferencial de tasas.

El equilibrio de corto plazo está dado por:

$$Y = Y(i, D_0), \quad Y_i < 0, \quad Y_D > 0$$

$$R = e \cdot L(i, Y), \quad L_i < 0, \quad L_Y > 0$$

Diferenciando (1) y (3) se obtiene la relación de corto plazo:

$$\dot{i} = I(R, D, e) \text{ donde}$$

$$I_R = 1/(e \cdot L_i + e \cdot L_Y Y_i) < 0$$

$$I_D = -e \cdot L_Y \cdot Y_D / (e \cdot L_i + e \cdot L_Y Y_i) > 0$$

$$I_e = -L / (e \cdot L_i + e \cdot L_Y Y_i) > 0$$

Reemplazando el efecto de corto plazo de las Reservas sobre la tasa de interés,  $I_e$ , se obtiene la condición de estabilidad:

$$\dot{dR/dR} = z \cdot \{1 - k_R \cdot (e \cdot L_i + e \cdot L_Y Y_i)\} / (e \cdot L_i + e \cdot L_Y Y_i) < 0 \text{ para estabilidad.}$$

Dado los signos de las derivadas parciales, la condición de estabilidad requiere:

$$(5) \quad A = 1 - k_R \cdot (e \cdot L_i + e \cdot L_Y Y_i) > 0$$

## Estática Comparada

A fin de determinar los efectos de cambios en los valores de los parámetros  $e$  y  $D$ , debe suponerse que rige la condición de arbitraje de tasas de interés – ecuación (2)-, y que el sistema es estable-ecuación (5)-. Con estos supuestos se obtienen los siguientes resultados:

$$- Y_i di + dY = Y_D dD$$

$$dR - e \cdot L_i di - e \cdot L_Y dY = e \cdot L_D dD + L \cdot de$$

$$- k_R dR + di = k_D dD$$

Resolviendo las expresiones anteriores se obtiene las soluciones para el cambio final en el nivel de ingreso:

$$dY/de = - L \cdot Y_i / A > 0$$

$$dY/dD = Y_D \{ 1 - k_R \cdot e \cdot L_i + k_D Y_i \} / A < 0$$

q.e.d.



### Sección III: Conclusiones

#### ¿Cuándo y Cómo Salimos de Esta? Ambito Financiero, 31 de Julio 2000

Los eventos económicos de los últimos meses han convencido a muchos argentinos de que nos encontramos atrapados en una situación de carácter transitorio de la cual hay que salir rápidamente a través de aplicar las medidas adecuadas. Sin embargo, no hay un acuerdo ni sobre el cuándo ni sobre el cómo.

El gobierno anuncia a los cuatro vientos que a través de las medidas adoptadas en materia fiscal (el cómo) comenzaremos a crecer en el segundo semestre del 2000 (el cuándo), aún cuando últimamente son varios los pronosticadores que han movido la fecha al primer semestre del 2001. En realidad hay una vieja tradición argentina de confiar en pronósticos móviles que son tan flexibles que ex-post siempre tuvieron razón.

La mayoría de los analistas coinciden en que la recuperación se dará en algún momento más o menos cercano y la fundamentación más común sería que lo peor de la recesión ya ha pasado: algo así como decir que todo lo que baja tiene que volver a subir.

Yo no comparto esta visión determinista del proceso económico en la que el crecimiento es tomado como el estado natural de las economías. **Me atrevo a sugerir que el crecimiento sostenido es un fenómeno afín a las economías capitalistas donde se respetan las reglas del juego: derechos de propiedad y reglas competitivas de mercado.**

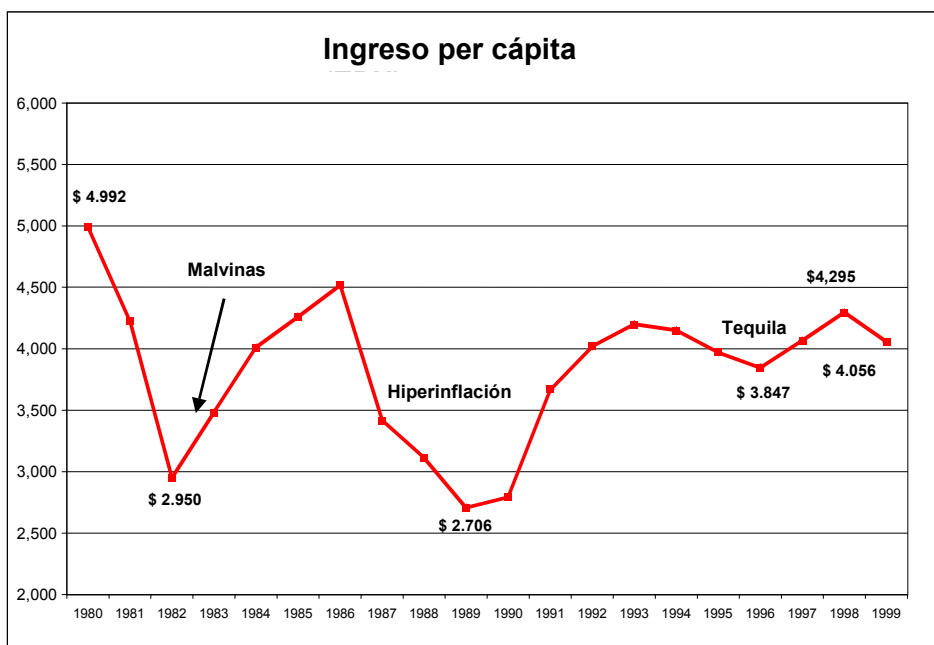
La humanidad paso siglos sin crecer durante la edad media y en pleno siglo 20 muchos países implosionaron económicamente al punto de desaparecer como entidades políticas sin siquiera la necesidad de usar la excusa de haber sido invadidos por otro. La caída de la Unión Soviética y la virtual extinción de muchos países africanos nos muestran que no hay límites prácticos al “decrecimiento” económico. Lo anterior indica que el estancamiento o la implosión pueden llegar a ser tan probables como el crecimiento. O dicho de otro modo, para crecer no basta con cruzarse de brazos y esperar la fase ascendente del ciclo, sino que hay que adoptar las medidas correctas.

A los que me preguntan cuando terminaremos con la presente malaria les respondo que a lo mejor nunca. Y para demostrar que ello es probable les muestro el gráfico adjunto, donde se ve que en los últimos 20 años el ingreso real del argentino medio no sólo no ha crecido sino que ha caído 20%. Crease o no, el argentino medio ganaba en 1980 casi \$5000 y ahora sólo gana \$4000 (datos de ingreso per-capita familiar promedio del INDEC deflactado por el IPC; el resultado no es afectado por situaciones de adelanto o atraso cambiario). Esta caída no fue el resultado de un tropezón brusco en medio de un proceso de crecimiento sino que es claramente el resultado de una sucesión de períodos de crecimiento seguidos de otros de caídas con el resultado neto de una larga situación de estancamiento.

El colapso de la Tablita y la guerra de Malvinas nos llevaron al piso del ingreso de 1982 en el que se llegó a ganar sólo \$2950. Restaurada la democracia, las políticas de ingresos de Alfonsín generaron un aumento del ingreso medio de 53% entre el 82 y el 86.

Lamentablemente, las políticas de ingresos (controles de precios, salarios, tipo de cambio, interés, etc.) demostraron ser muy mala medicina y la economía implosionó a partir de 1987, culminando con el piso histórico del ingreso per-capita de 1989 de sólo \$2706. La crisis económica generada fue tal que Alfonsín debió renunciar anticipadamente.

La historia demuestra que para la situación económica del Argentino promedio fue peor la consecuencia de la mala política económica implementada en 1983-89 que la acción conjunta del gobierno militar y la guerra de Malvinas.



El gobierno de Menem nos sacó del pozo a través de una política económica sensata y varias ideas fuerza que se suman en una sola palabra: Liderazgo. El restablecimiento de las reglas del mercado, la apertura económica, las privatizaciones, la convertibilidad, no fueron medidas aisladas sino que constituyeron un paquete consistente de inserción de la Argentina en la economía capitalista mundial. La Argentina le creyó a Menem y siguió su liderazgo. El resultado fue crecimiento. Entre 1989y 1998 el ingreso per-capita aumenta 58.7%.

A partir de 1998 las sucesivas crisis internacionales y la creciente dificultad de Menem de convencer a su propio partido sobre la bondad de sus políticas disminuyeron su liderazgo y con ello el sistema perdió credibilidad. Sin credibilidad no hay inversión ni crecimiento sostenible. El sistema se volvió altamente dependiente de las crisis externas y todas las expectativas se centraron en el cambio que significaría el nuevo gobierno de la Alianza.

Menem logró crecimiento porque usó su liderazgo para aplicar las políticas correctas. Por el contrario, el gobierno de la Alianza aceptó las políticas básicas de Menem como un mal necesario. La imagen transmitida por la Alianza ha sido que una vez restablecido el crecimiento se podrá volver a las políticas de ingreso!. La falta de liderazgo para percibir la solución correcta es multiplicada por una dosis inimaginable de voluntarismo.

El voluntarismo se concreta en la única idea fuerza de la Alianza: el Circulo Virtuoso. Según esta teoría, estamos mal por un problema de mal humor colectivo. Si a través de medidas de Marketing mejora el humor colectivo, aumentará la producción y con ello mejorará la recaudación. Al mejorar la recaudación y disminuir el déficit fiscal bajará la prima de riesgo país lo que induce a mayor crecimiento, mayor recaudación, etc. En este modelo de Circulo Virtuoso las medidas de política económica parecen ser irrelevantes en la medida que no afecten el humor colectivo.

Quizá el descreimiento básico en las reglas del capitalismo llevó a la Alianza a experimentar con una serie de medidas que claramente son contrarias a la necesidad de consolidar la credibilidad en la continuación de las políticas económicas de capitalismo de mercado. Algunas de estas medidas son:

- Proponer impuesto a la herencia en el proyecto impositivo de diciembre 1999.
- Proponer impuesto a las ganancias a las ONG's grandes (Universidades, Hospitales, fundaciones de Iglesias, etc.) en el mismo proyecto impositivo.
- Sobretasa Patriótica sobre 18000 ejecutivos justificada en que son pocos los que la pagan.
- Anular la rebaja de impuestos al trabajo que ya estaba financiada.
- Proponer impuesto a los Plazos Fijos.
- Discutir gravar a las empresas privatizadas con impuestos extraordinarios al empleo
- Argumentar contra la cláusula de indexación de tarifas puesta en los contratos de privatización.
- Bajar sueldos de empleados públicos sin consideración alguna a la productividad del puesto.
- Posponer el Acuerdo de Cielos Abiertos con EEUU.
- Pretender usar política monetaria para reactivar cuando tenemos tipo de cambio fijo.
- Perdonar a los evasores a través de una amplia y generosa moratoria.
- Sugerir renegociar la deuda externa (propuesto por el presidente del partido Radical)

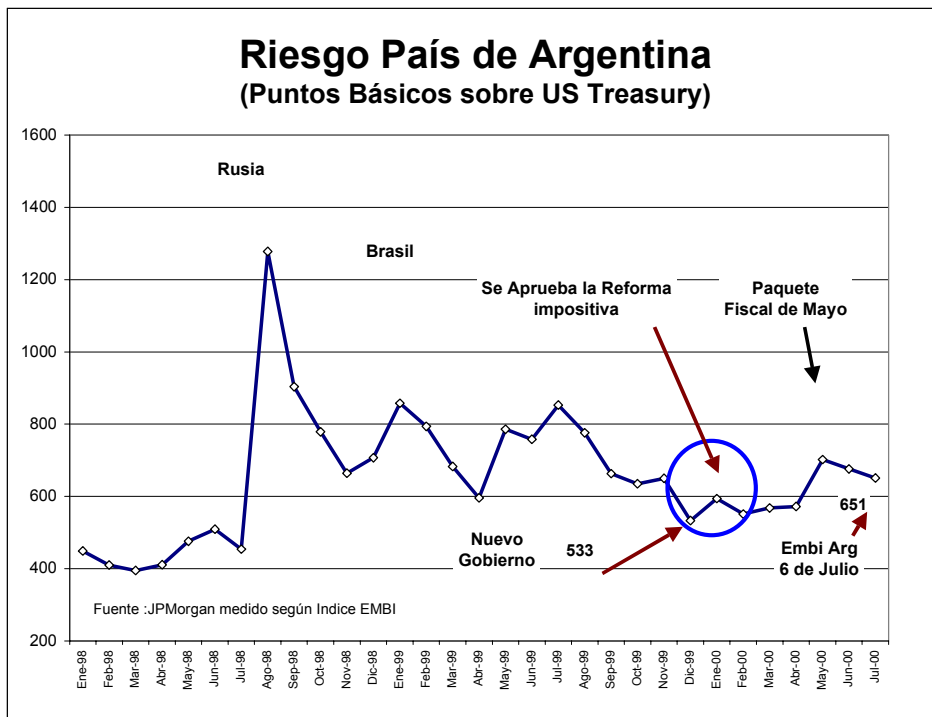
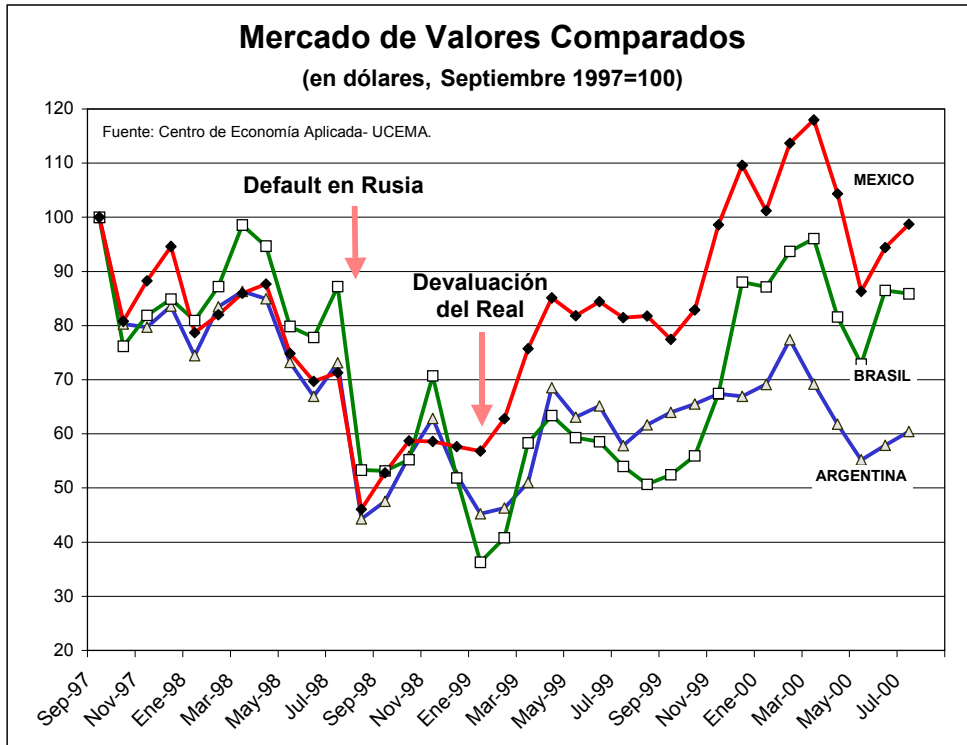
Una economía de mercado puede mantener la confianza aún frente a la implementación de alguna de las medidas anteriores, pero todas juntas en un semestre parece haber sido mucho!.

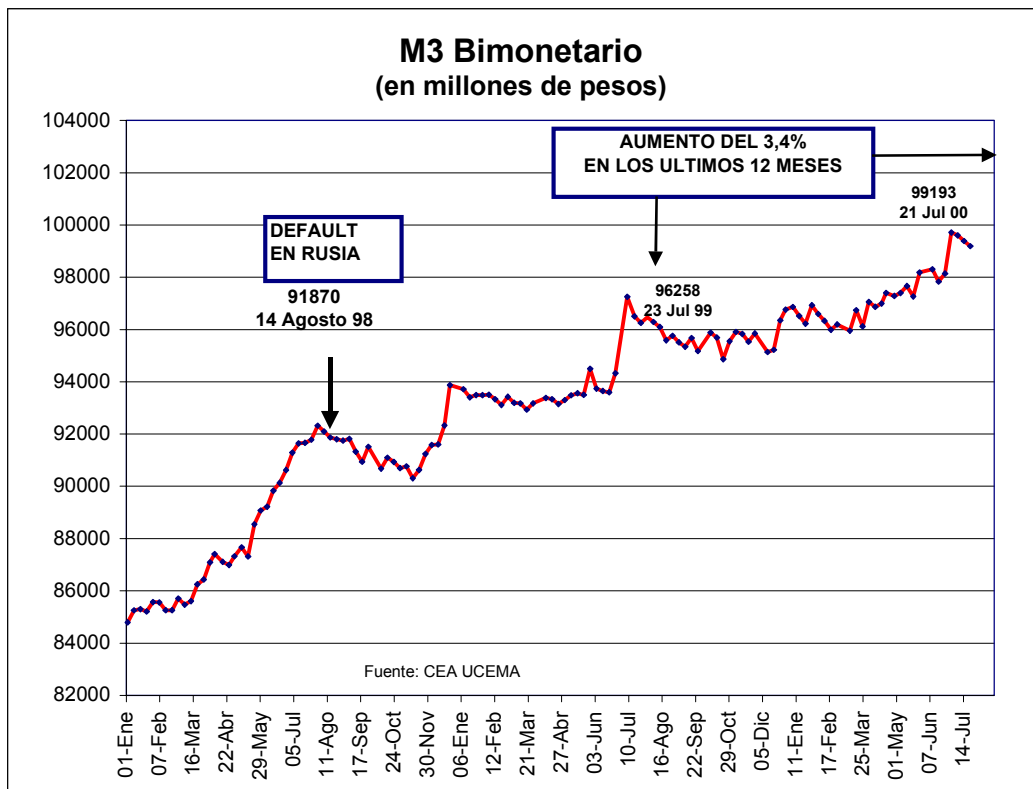
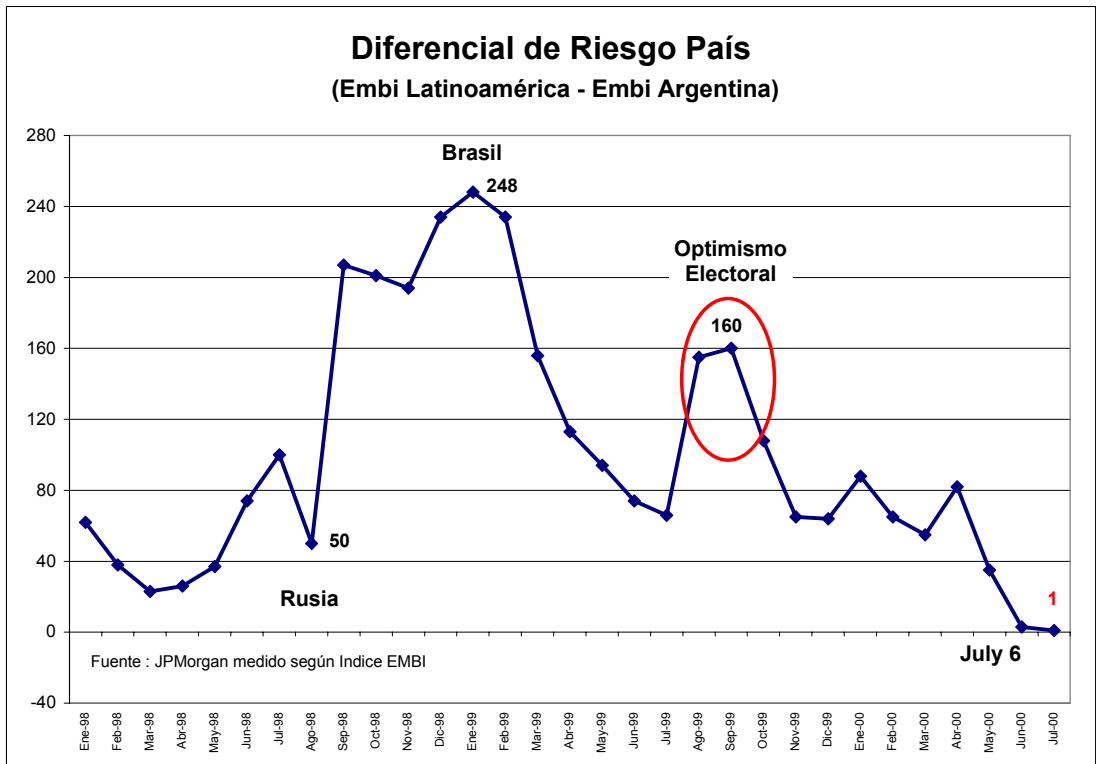
La Alianza cree firmemente que el equilibrio fiscal garantiza el crecimiento. Yo creo que eso es erróneo: en la edad Media había equilibrio fiscal y no había crecimiento. El equilibrio fiscal es condición necesaria pero no suficiente para crecer. La Alianza ha tratado a los contribuyentes como si fueran meros espectadores; los ha maltratado ignorando que son ellos los que toman las decisiones de ahorro e inversión.

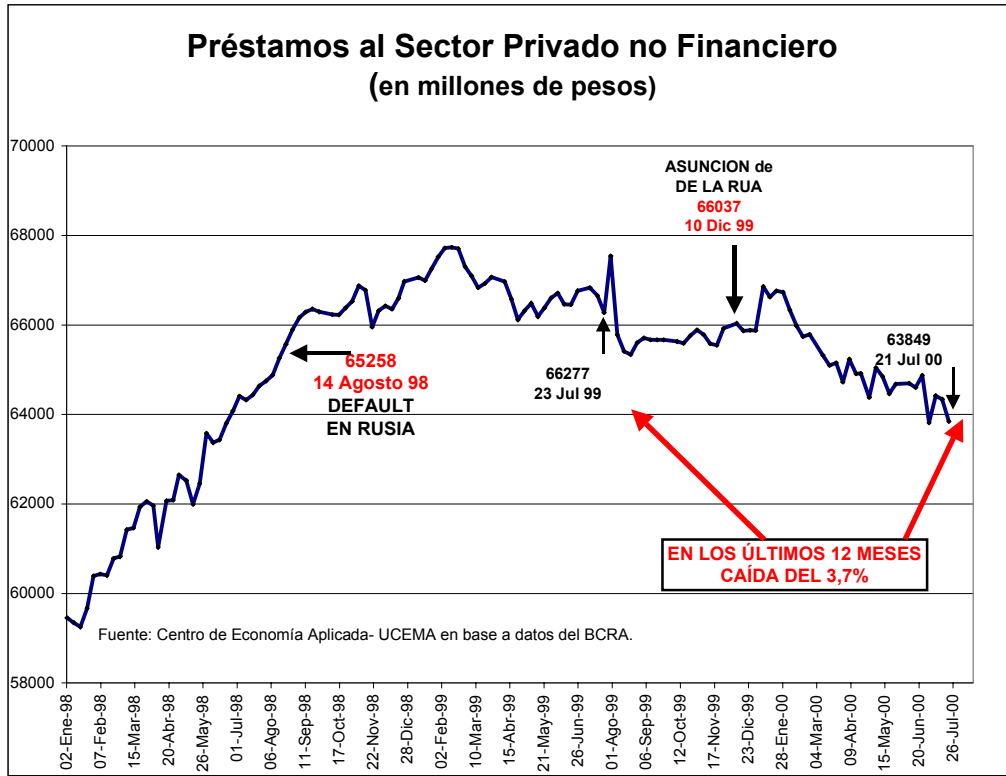
El ahorro y la inversión reclaman economía de mercado y respeto a la propiedad privada. Esto último requiere estabilidad en las reglas del juego, particularmente política tributaria.

**Para volver a crecer, la receta es muy simple: el gobierno debe retomar la senda del capitalismo de mercado y abandonar la idea de que pueden manejar a la economía como si fuera un tablero de ajedrez.**

## Apéndice Estadístico







**BALANZA COMERCIAL**

En millones de dólares corrientes

	Exportaciones	Importaciones	Saldo
Ene-98	1767	2558	-791
Feb-98	1883	2283	-400
Mar-98	2240	2694	-455
Abr-98	2490	2766	-276
May-98	2572	2626	-54
Jun-98	2624	2823	-199
Jul-98	2362	3027	-665
Ago-98	2367	2740	-373
Sep-98	2298	2661	-363
Oct-98	2015	2591	-576
Nov-98	1892	2457	-565
Dic-98	1931	2178	-247
<b>1998</b>	<b>26441</b>	<b>31404</b>	<b>-4963</b>
Ene-99	1543	1906	-363
Feb-99	1523	1856	-333
Mar-99	1999	2078	-79
Abr-99	2038	1873	165
May-99	2227	1931	296
Jun-99	2130	2212	-82
Jul-99	1946	2278	-332
Ago-99	2101	2331	-230
Sep-99	1897	2234	-337
Oct-99	1908	2213	-305
Nov-99	1966	2290	-324
Dic-99	2055	2305	-250
<b>1999</b>	<b>23333</b>	<b>25507</b>	<b>-2174</b>
Ene-00	1761	1812	-51
Feb-00	1771	1909	-138
Mar-00	2159	2126	33
Abr-00	2336	1903	433
May-00	<b>2536</b>	<b>2170</b>	366
<b>Acum.</b>	<b>10563</b>	<b>9920</b>	<b>643</b>

Fuente: CEA-UCEMA en base a datos del INDEC

## NIVEL DE ACTIVIDAD

Miles de pesos a precios de 1993

	PBI		IBIF	
	nivel	var. anual	nivel	var. anual
<b>1994</b>	250308	5.8%	51231	13.7%
<b>1995</b>	243186	-2.8%	44528	-13.1%
<b>1996</b>	256626	5.5%	48484	8.9%
<b>1997</b>	277441	8.1%	57047	17.7%
<b>1998</b>	288195	3.9%	60839	6.6%
<b>I.99</b>	264743	-3.0%	51006	-11.4%
<b>II</b>	285878	-4.9%	56070	-10.6%
<b>III</b>	281409	-4.1%	60099	-4.8%
<b>IV</b>	284828	-0.3%	57999	-3.2%
<b>1999</b>	279215	-3.1%	56294	-7.5%
<b>I.00</b>	267134	0.9%	49423	-3.1%

Fuente: Secretaría de Programación Económica y Regional



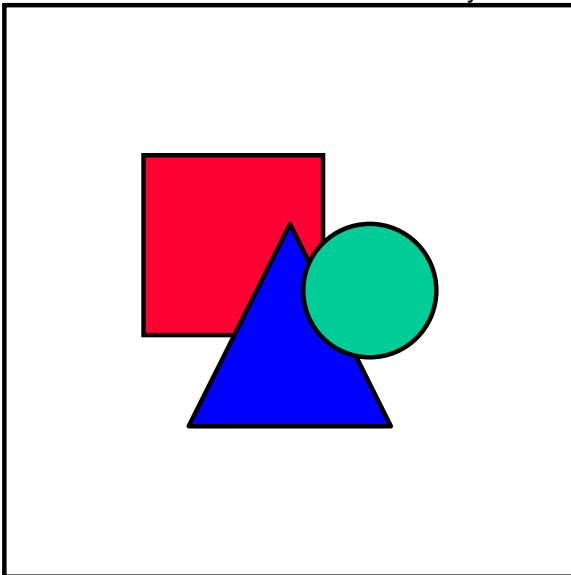
## Contratapa

( Foto)

### **Carlos Alfredo Rodríguez**

Graduado de la carrera de Licenciado en Economía de la UBA en 1969, obtuvo en 1973 su doctorado en Economía en la Universidad de Chicago. En 1973 inició su carrera docente en la Universidad de Columbia en Nueva York, donde se desempeñó hasta 1978, año en que retorna a la Argentina, incorporándose al CEMA. Fue profesor visitante en las Universidades de Chicago y Princeton, como asimismo en el FMI y el Banco Mundial. Como consultor del Banco Mundial ha participado en misiones en casi todos los países latinoamericanos y en Polonia, Checoslovaquia, la ex-URSS y Rumania. En 1987 fue designado miembro de la Academia Nacional de Ciencias Económicas. Otras actividades académicas incluyen: Miembro del Cuerpo Editorial del World Bank Economic Review, 1988-90; Guggenheim Fellow, 1983-84; Associate Editor, The Journal of International Economics, 1976-80.

Su especialización ha sido en los campos de la macroeconomía y el comercio internacional, habiendo realizado más de 60 publicaciones sobre sus investigaciones académicas, la mayoría en revistas especializadas del exterior, incluyendo la American Economic Review, Econometrica y el Journal of Political Economy. Se ha desempeñado como Rector de la Universidad del Cema desde su fundación en 1994. Entre julio de 1996 y 1998 se desempeñó como Jefe del Gabinete de Asesores del Ministro de Economía y Secretario de Política Económica.



Desde 1998 dirige el Centro de Economía Aplicada de la Universidad del Cema y es editor de la Revista Análisis y del Journal of Applied Economics.

{PRIVATE "TYPE=PICT;ALT=Schefer"}

## Agradecimientos

Dedico este libro a mis hijos y a la Universidad del Cema. A todos los he visto nacer y los he acompañado en su crecimiento. Estoy orgulloso de todos ellos.

Quiero también agradecer la inapreciable ayuda brindada por los profesores del Cema Mariano Fernandez y Pablo Palla. Ambos son mis colaboradores en el Centro de Economía Aplicada, donde se llevó a cabo buena parte de las investigaciones que integran esta obra.