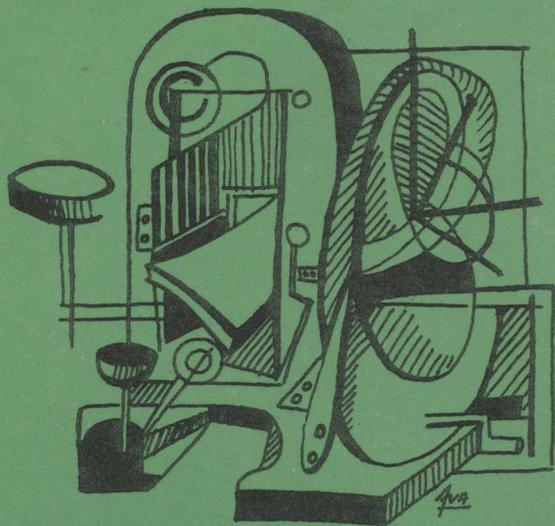


Mario Damill, José María Fanelli,
Roberto Frenkel y Guillermo Rozenwurcel

Las Relaciones Financieras en la Economía Argentina



Colección
Economía y Planificación

Ediciones del **ides** 15

El rasgo tal vez más notable de la economía argentina durante la última década ha sido su extrema inestabilidad. Esta afectó tanto su desempeño de corto plazo, como sus condiciones de funcionamiento de largo plazo. Teniendo en cuenta la decisiva contribución de las relaciones financieras a dicho fenómeno, este trabajo se propone reseñar algunos de los principales resultados de las investigaciones desarrolladas por el área de Economía del CEDES en esa materia, para el período que se inicia en junio de 1975 y concluye a mediados de 1985. Su propósito, sin embargo, no es únicamente descriptivo. A partir del análisis de las relaciones financieras desarrolladas durante este período, también se pretende destacar la especificidad teórica de la economía argentina respecto de las economías industrializadas y presentar algunas reflexiones sobre las vías más adecuadas de abordar su estudio.

ISBN 950-43-2044-9

ISSN 0326-6133

Portada: Acuñación de moneda

(Ilustración de Ana González Bombal).

ides

EDICIONES DEL IDES

Consejo Editorial: Torcuato S. Di Tella, Francisco Gatto, Javier Lindenboim, Hilda Sabato y Catalina Wainerman. Getulio Ernesto Steinbach (coordinador).

TITULOS PUBLICADOS

1. JUAN J. LLACH (Selección e introducción): *La Argentina que no fue* [Tomo I: "Las fragilidades de la Argentina agroexportadora (1918-1930)"]. (CEP)
2. TORCUATO SALVADOR DI TELLA: *La rebelión de esclavos de Haití.* (CAL)
3. LEOPOLDO J. BARTOLOME (comp.): *Relocalizados: Antropología social de las poblaciones desplazadas.* (CHS)
4. VICENTE PALERMO: *Democracia interna en los partidos.* (CHS)
5. MIGUEL TEUBAL: *Crisis y deuda externa: América Latina en la encrucijada.* (CEP)
6. J. SAMUEL VALENZUELA: *Democratización vía reforma. La expansión del sufragio en Chile.* (CAL)
7. ALFREDO MONZA: *Sraffa y sus usos.* (CEP)
8. MARTA PANAIÁ: *Los trabajadores de la construcción.* (CHS)
9. RICARDO CARCIOFI: *Salarios y política económica.* (CEP)
10. ANA M. GARCÍA DE FANELLI: *Talcott Parsons y la teoría del cambio social.* (CMC)
11. DANIEL J. SANTAMARÍA: *Azúcar y sociedad en el noroeste argentino.* (CHS)
12. EUGENIO KVATERNIK: *Crisis sin salvataje: La crisis político-militar de 1962-63.* (CAL)
13. CATALINA H. WAINERMAN y REBECA BARCK DE RAIJMAN: *Sexismo en los libros de lectura de la escuela primaria.* (CHS)
14. INES GONZALEZ BOMBAL: *Los vecinazos. Las protestas barriales en el Gran Buenos Aires, 1982-83* (CHS)
15. MARIO DAMILL, JOSÉ MARÍA FANELLI, ROBERTO FRENKEL y GUILLERMO ROZENWURCEL: *Las relaciones financieras en la economía argentina.* (CEP)

Mario Damill, José María Fanelli,
Roberto Frenkel y Guillermo Rozenwurcel

Las Relaciones Financieras en la Economía Argentina

15

Ediciones del



Buenos Aires, 1988

ISBN 950-43-2044/9

ISSN 0326-6133

*Las relaciones financieras
en la economía argentina*
Primera edición, agosto 1988

Realización gráfica:
Departamento Editorial del IDES.
Redacción, administración y distribución:
Aráoz 2836 (Tels.: 804-4949/5856),
1425 Buenos Aires, Argentina.

IMPRESO EN LA ARGENTINA

Derechos reservados © 1988, por el
Instituto de Desarrollo Económico y Social.
Hecho el depósito que marca la ley 11.723.

INDICE

	<u>Pág.</u>
Introducción	7
Capítulo I. Ahorro e inversión en la Argentina desde una perspectiva de largo plazo	11
1. Una visión agregada	11
2. Ahorro público y ahorro privado	18
3. Los hechos estilizados	25
Capítulo II. Apertura financiera, crisis cambiaria y génesis del endeudamiento externo	27
1. El enfoque monetario del balance de pagos y el plan de pautas cambiarias	27
2. El fenómeno de la alta inflación	30
3. El papel de la incertidumbre	38
4. Resultados de la fase aperturista	48
<i>Apéndice del capítulo II: Estimaciones empíricas de la prima de incertidumbre</i>	54
Capítulo III. Restricción externa y ajuste caótico	57
1. Ajuste externo y aceleración inflacionaria	58
2. El problema de la transferencia	61
3. Repercusiones financieras y dilemas de política	65
Capítulo IV. Consideraciones finales	79
Anexo estadístico	93
Bibliografía	107

INTRODUCCION

El rasgo tal vez más notable de la economía argentina durante la última década ha sido su extrema *inestabilidad*. Esta característica puede asociarse a dos circunstancias: la dimensión alcanzada por el fenómeno inflacionario desde el shock producido en junio de 1975, bautizado como "Rodrigazo" en alusión al ministro de Economía de aquel entonces, y los efectos del fracasado experimento de liberalización y apertura financiera ensayado entre 1977 y 1981, como resultado de la influencia teórica del enfoque monetario del balance de pagos.

La inestabilidad no sólo afectó el desempeño de corto plazo de la economía. También repercutió muy negativamente sobre sus condiciones de funcionamiento de largo plazo, en particular sobre su capacidad de ahorro e inversión y sobre la conducta financiera del sector público y el privado, afectando con ello sus posibilidades de crecimiento futuro y, al mismo tiempo, la solidez de sus instituciones financieras.

Teniendo en cuenta la decisiva influencia de los fenómenos financieros sobre la inestabilidad económica que permea la última década, este trabajo se propone reseñar algunos de los principales resultados de las investigaciones desarrolladas por el área de Economía del CEDES, en particular aquellas vinculadas al plano financiero de la economía argentina, para el período que se inicia en junio de

1975 y concluye a mediados de 1985, con el comienzo del Plan Austral.

Vale la pena destacar, sin embargo, que el principal propósito del trabajo no es descriptivo. Lo que se pretende, más bien, es analizar ciertas características de las relaciones financieras desarrolladas en la economía argentina durante la última década, características consideradas relevantes para comprender mejor las condiciones de funcionamiento de dicha economía y, en particular, su *especificidad teórica* respecto de las economías desarrolladas.

En este sentido, puede decirse que los autores hacen suya la siguiente afirmación de Hicks¹:

Monetary theory is less abstract than most economic theory; it cannot avoid a relation to reality, which in other economic theory is sometimes missing. It belongs to monetary history, in a way that economic theory does not always belong to economic history.

En cuanto a la presentación del trabajo, a partir de esta introducción se organiza en cuatro secciones.

La primera expone el desempeño del ahorro y la inversión a lo largo de la última década, en primer lugar, desde una perspectiva agregada y, en segundo lugar, explicitando el ahorro público y el ahorro privado, y concluye listando una serie de hechos estilizados, cuyo análisis será el objeto de las dos secciones siguientes. El enfoque de esta sección

¹ "La teoría monetaria es menos abstracta que la mayor parte de la teoría económica; ella no puede evitar la relación con la realidad que en ocasiones está ausente de otras facetas de la teoría económica. Ella está asociada a la historia monetaria de un modo en que la teoría económica no siempre lo está con la historia económica" (Hicks, 1971, p. 156; trad. de los autores).

se basa fundamentalmente en Fanelli (1984), aunque la disponibilidad de una serie estadística de déficit fiscal más adecuada para nuestros propósitos (pues incluye los intereses de la deuda pública interna y externa "sobre la línea") permite visualizar con claridad el "doble problema de la transferencia", que será discutido en una sección posterior.

La segunda sección analiza la génesis del endeudamiento externo argentino, destacando sus relaciones con la experiencia de liberalización y apertura financiera de la segunda mitad de los setenta y, en particular, con el plan de pautas cambiarias aplicado entre diciembre de 1978 y marzo de 1981. La sección analiza con especial atención el papel desempeñado por la alta inflación y por la incertidumbre de las expectativas en el desencadenamiento de la crisis financiera y cambiaria de 1980-81, apoyándose para ello en los trabajos de Frenkel (1983 y 1986) y Damill-Frenkel (1985).

La tercera sección, por su parte, discute los principales rasgos del funcionamiento de la economía posterior a la crisis del modelo aperturista. La sección enfatiza el carácter caótico del ajuste externo efectuado por la economía, destacando las repercusiones financieras y los dilemas de política derivados de dos cuestiones: el doble problema de la transferencia (ya mencionado) y la autonomía de la inflación respecto de la evolución de los agregados monetarios. Para ello, la sección elabora a partir de los trabajos de Frenkel y Fanelli (1986a y 1986b) y Rozenwurcel (1986).

Finalmente, la última sección presenta algunas reflexiones, basadas en las secciones anteriores, sobre las vías más adecuadas para abordar el análisis de los fenómenos financieros en una economía tan volátil como la argentina.

CAPITULO I

AHORRO E INVERSION EN LA ARGENTINA DESDE UNA PERSPECTIVA DE LARGO PLAZO

El fracasado experimento de liberalización y apertura financiera ensayado en la segunda mitad de los años '70 dejó secuelas profundas en las condiciones de funcionamiento de la economía argentina. En particular, influyó en forma muy negativa sobre la capacidad de ahorro e inversión de la economía y sobre las relaciones entre el sector público y el sector privado, afectando las perspectivas futuras de crecimiento económico y generando una evolución sumamente inestable de los mercados financieros domésticos.

1. Una visión agregada

Para analizar este fenómeno comencemos recordando que, de acuerdo con las identidades contables básicas de una economía abierta, el exceso de absorción doméstica sobre el ingreso nacional debe ser siempre igual al déficit en cuenta corriente del balance de pagos. Es decir:

$$I + C - YBN = M + Z - X \quad (I. 1)$$

siendo

$$YBN = Y - Z \quad (I. 2)$$

donde

C:	consumo interno
I:	inversión bruta
Y:	producto bruto interno
YBN:	ingreso nacional bruto
X:	exportaciones de bienes y servicios
M:	importaciones de bienes y servicios
Z:	pagos netos al exterior por servicios de factores más efecto de los términos de intercambio.

Teniendo en cuenta que el ahorro interno (A_i) es la diferencia entre el ingreso nacional y el consumo agregado, y que el déficit en cuenta corriente constituye ahorro del resto del mundo (A_e), la expresión (I. 1) también puede escribirse de la siguiente manera:

$$I - A_i = A_e \quad (I. 3)$$

Es decir, el ahorro externo debe financiar aquella parte de la inversión que no alcanza a ser cubierta por el ahorro interno.

Naturalmente, decir que los desequilibrios externos están asociados a excesos de absorción doméstica es, de acuerdo con (I. 1), una mera tautología. La cuestión es determinar las relaciones de *causalidad* entre ambos fenómenos.

En efecto, la naturaleza del problema será completamente diferente si el desequilibrio externo es consecuencia de un nivel de absorción doméstica insustentable por la producción interna de pleno empleo, o bien si el exceso

de absorción interna es el resultado de un empeoramiento exógeno de las cuentas externas ocasionado, por ejemplo, por un aumento de los pagos de intereses al exterior (que eleva Z y, en consecuencia, disminuye YBN). Mientras que en el primer caso el exceso de absorción interna involucra una transferencia efectiva de recursos reales desde el exterior, en el segundo caso el crecimiento del ahorro no tiene como contrapartida ninguna transferencia adicional de recursos reales provenientes del resto del mundo.

En los cuadros 2 y 3 se presenta la evolución del ahorro interno, del ahorro externo, del ingreso nacional y de los pagos netos de servicios al exterior (medidos en proporción al PBI) desde 1961 hasta la actualidad.

Como se advierte en el cuadro 3, hasta fines de la década pasada el aporte del ahorro externo fue, en promedio, muy poco significativo. Durante los últimos años, sin embargo, dicho aporte subió ostensiblemente, llegando a representar casi 5 puntos porcentuales promedio del PBI entre 1980 y 1984, lo cual representa casi un tercio del ahorro total disponible en esos años.

Simultáneamente, la participación del ahorro interno, que se mantuvo en alrededor del 20 % anual promedio en los cuatro quinquenios que median entre 1961 y 1980 (mostrando, incluso, una suave tendencia creciente) cayó, luego de producida la crisis financiera y cambiaría de 1980-81, casi 10 puntos porcentuales promedio en relación al período inmediato anterior.

Como contrapartida de ambos procesos, la participación de la inversión bruta en el PBI, que hasta comienzos de la presente década había oscilado en torno del 20 %, mostró para el lapso 1980-85 una caída promedio de más de cinco puntos porcentuales.

Si se observa la evolución de dichas variables a lo largo del último período, sin embargo, la situación se revela

aún más dramática: entre 1980 y 1985 tanto el ahorro interno como el externo disminuyeron fuertemente su participación en el producto. Paralelamente, se produjo un drástico ajuste de la inversión agregada, cuya participación pasó de un 23 % del producto en 1980 a apenas un 11 % en 1985. Volveremos sobre esta cuestión un poco más adelante.

¿Cuáles son las razones de una evolución tan desfavorable? Observando exclusivamente el comportamiento del ahorro externo, sistemáticamente positivo desde 1979, podría argumentarse que la raíz de las dificultades estuvo en que la economía argentina mantuvo niveles excesivos de absorción doméstica. Semejante diagnóstico, sin embargo, resulta insostenible si se tiene en cuenta que la inversión bruta fija de los últimos años se encuentra en niveles inferiores a los de principios de la década del '70, y que el consumo ha crecido en los últimos quince años a una tasa inferior a la tasa de crecimiento demográfico.

La causalidad ha operado, en realidad, en sentido contrario. Fue el violento aumento de los pagos por servicios financieros al exterior el que afectó abruptamente la capacidad de ahorro e inversión doméstica.

En efecto, entre 1961-65 y 1976-79 los pagos al exterior sólo crecen ligeramente, pasando del 0,5 % anual promedio del producto al 1,6 %. Sin embargo, la aceleración producida entre este último período y 1980-85 es dramática, ya que tal proporción se ubica, en el promedio de esos años, arriba del 6 % del PBI (cuadro 3). Esto último, unido al deterioro de los términos del intercambio, hace que se produzca un *cambio estructural* en la relación YBN/PBI. Mientras tal relación nunca fue menor al 98 % anual promedio en los tres quinquenios entre 1961 y 1975, en 1976-1979 se ubica en el 97,5 % llegando en 1980-85 al 93,2 % (cuadro 3).

Desagregando esta serie en función de los datos anuales, puede observarse que partiendo de un nivel de 100 en 1974, el persistente endeudamiento, unido a la caída de los términos del intercambio, produjo una caída continua de la relación YBN/PBI, que en 1985 termina por ubicarse en un nivel cercano al 90 %. Resulta claro, entonces, que la caída del YBN, sumada al hecho de que la proporción consumida del PBI haya subido levemente, ocasionó una continua reducción de la capacidad de ahorro interno. Para mantener la proporción inversión/PBI en los niveles históricos, la brecha financiera a ser cubierta por el ahorro externo debería ser cada vez mayor. Con el agravante de que el proceso tendría un componente de retroalimentación, ya que el aumento del ahorro externo generaría mayor endeudamiento, pagos de intereses más elevados y, *ceteris paribus*, nuevas caídas del YBN y menor ahorro interno.

La dimensión del problema, así como sus potencialidades explosivas, quedan evidenciadas por la magnitud del ajuste que la evolución de los mercados financieros internacionales impuso a la inversión doméstica. En efecto, debido al peso adquirido por los pagos de intereses externos, fue necesario que entre 1980 y 1985 la participación de la inversión en el producto cayera nada menos que 12 puntos porcentuales (pasando del 23 % al 11 %) y que, en consecuencia, la balanza comercial pasase de un déficit del 4 % a un superávit del 8 % del producto, para que la economía se ajustase a una reducción de 4 puntos porcentuales del producto en la disponibilidad de ahorro externo (cuadros 2 y 6).

La pregunta que corresponde formular es, entonces, ¿por qué el stock de deuda y sus correspondientes servicios crecieron de la manera en que lo hicieron sin que, al mismo tiempo, se observase un crecimiento más o menos correlativo del producto interno?

Un punto importante a tener en cuenta es el desmesurado aumento de las tasas de interés internacionales, unido a la depresión de los términos de intercambio. Sin embargo, nos interesa remarcar otra cuestión. Si el elevado nivel de endeudamiento se debiera a un exceso en los niveles de inversión y consumo pasados, entonces tendría sentido decir que la necesidad (actual) de ahorro externo se deriva de un exceso (pasado) del gasto sobre el ingreso doméstico. Sin embargo, ése no fue el caso. El stock de deuda acumulado no se explica por el comportamiento de los flujos de gasto e ingreso, sino por las transacciones originadas en la cuenta capital. Es decir, el endeudamiento y la consiguiente caída (en términos proporcionales al ingreso) del ahorro interno debido a la necesidad de hacer frente a los pagos de servicios de la deuda, son resultado de *desajustes en el sector financiero* de la economía.

En efecto, luego de producido el ajuste externo de 1975-76, en 1977 la economía estuvo en condiciones de crecer al 6 % y generar, simultáneamente, un superávit de 1.290 millones de dólares en cuenta corriente. Nada hacía pensar en ese momento que en los años siguientes el país debería endeudarse de la forma en que lo hizo para financiar futuros excesos de absorción interna. En segundo lugar, si bien posteriormente las políticas cambiaria y arancelaria indujeron fuertes cambios en la propensión a importar, que se tradujeron en un sensible aumento de las importaciones de bienes y servicios en el trienio 1979-81, también es cierto que las fuertes devaluaciones de 1981 en adelante —unidas a ciertas medidas restrictivas— volvieron a ubicar a dicha variable en los niveles de 1976.

En consecuencia, si se toma todo el período 1976-1982 durante el cual se produjo el crecimiento acelerado de la deuda externa, resulta que la balanza comercial arrojó un saldo positivo, mientras que el saldo de los ser-

vicios reales, si bien resultó negativo, por su cuantía no puede justificar el fuerte aumento de la deuda. Este incremento, entonces, no se debió en lo esencial al exceso de gasto interno. La contrapartida del mayor pasivo con el exterior no fue gasto improductivo en turismo o en importaciones suntuarias. Tampoco lo fue la sobreinversión. Tales gastos podían ser financiados con los superávit del comercio exterior y, a lo sumo, con un moderado endeudamiento.

Si en la actualidad la cuenta corriente del balance de pagos se ha convertido en estructuralmente deficitaria, ello se debió al peso cada vez mayor de los pagos en concepto de servicios financieros, asociados al incremento de la deuda con el exterior. Y para saber dónde está la contrapartida en el activo de los aumentos del pasivo, hay que mirar las transacciones de stocks y no las de flujos. En efecto, el rubro "capitales no especificados" de la cuenta capital del balance de pagos fue negativo en forma permanente durante todo el período antes mencionado, acumulando un déficit de alrededor de 10.000 millones de dólares. A ello hay que agregarle las salidas de capital no captadas por las estadísticas de balance de pagos, que nuestras estimaciones sitúan en 12.000 millones de dólares².

En relación a la pregunta que nos formuláramos, pues, el problema central ha sido que el endeudamiento externo contraído, origen de un flujo de pagos al exterior que deprime el ingreso nacional y el ahorro interno, no fue utilizado para ejecutar las inversiones que, por su parte, deberían generar los ingresos necesarios para afrontar esos pagos. Por el contrario, debido al sistema financiero y cambiario implementado durante la experiencia aperturista, dicho endeudamiento se utilizó para financiar las *fugas de*

² Ver, sobre el particular, Frenkel y Fanelli (1985).

capitales hacia el exterior. De ahí que el país hoy deba hacer frente a los servicios de su abultada deuda externa con un stock de capital productivo no mucho mayor que el que tenía a principios de la década pasada.

2. Ahorro público y ahorro privado

El análisis realizado hasta aquí puede profundizarse desagregando el ahorro y la inversión internos en sus componentes público y privado. Para ello, podemos reformular la expresión (I. 3) escribiendo:

$$(I_p - A_p) + (I_g - A_g) = A_e \quad (I. 4)$$

donde, los subíndices p y g se refieren al sector privado y al sector público respectivamente. El ahorro privado y el ahorro público, por su parte, quedan definidos de la siguiente manera:

$$A_p = (Y - T - Z_p) - C_p \quad (I. 5)$$

$$A_g = T - Z_g - C_g \quad (I. 6)$$

Es decir, el ahorro privado es la diferencia entre el ingreso disponible del sector $(Y - T - Z_p)$ y su gasto de consumo (C_p) , y el ahorro público la diferencia entre la recaudación de impuestos netos de subsidios y pagos de intereses internos (T) , por un lado, y sus pagos externos (Z_g) más sus gastos operativos corrientes (C_g) , por el otro.

Por lo tanto, en (I. 4) quedan retratadas la situación presupuestaria del sector privado y la del gobierno, así como sus relaciones con el ahorro del resto del mundo. La diferencia entre la inversión y el ahorro públicos consti-

tuye el déficit (si la diferencia es positiva) o superávit (si es negativa) presupuestario del gobierno, y lo propio ocurre con la diferencia entre inversión y ahorro privados. De acuerdo con (I. 4), si los desequilibrios presupuestarios de ambos actores no se compensan mutuamente en la medida necesaria para hacer nulo el lado izquierdo de dicha expresión, la brecha subsistente deberá ser cubierta con ahorro externo (positivo o negativo).

Supongamos, por ejemplo, que el presupuesto del gobierno resulte deficitario. En ese caso, el financiamiento necesario deberá provenir del superávit presupuestario del sector privado, del ahorro externo, o de ambos. De cualquier forma, como ya había quedado evidenciado en el análisis agregado, siempre que se observe ahorro externo positivo habrá exceso de absorción doméstica (sea del gobierno o del sector privado), aunque por sí sola esta constatación no nos permita afirmar si la causalidad corre en uno u otro sentido.

En la Argentina no se cuenta con un esquema de flujo de fondos que permita estudiar con detalle las transacciones financieras entre los diferentes sectores que conforman el sistema económico. No obstante ello, utilizando diversas fuentes de información pueden derivarse algunas conclusiones relevantes que, si bien son aproximadas, permiten detectar algunos cambios realmente significativos en la capacidad de generación de ahorros y realización de inversiones por parte del sector público y el sector privado. Conociendo el monto del ahorro externo y del déficit fiscal, ambos en proporción al PBI, es posible estimar en forma aproximada la evolución del superávit (déficit) presupuestario del sector privado, también como proporción del producto. Es lo que hemos hecho en los cuadros 4 y 5.

Como era de esperar, en los cuadros puede observarse,

en primer lugar, que las cuentas del sector público han sido *permanentemente* deficitarias. Si se exceptúan los períodos 1967-70 y 1975-76, que pueden considerarse atípicos, desde 1961 hasta 1980 inclusive el déficit fiscal ha fluctuado entre un piso del 4 % y un techo del 8 % del PBI. Hasta ese último año, por lo tanto, el proceso de liberalización y apertura financiera iniciado en 1977 no había producido, en materia fiscal, cambios significativos respecto de la tendencia histórica. Desde 1981, sin embargo, la participación del déficit fiscal en el producto *aumentó abruptamente*, siendo entre ese año y 1985 seis puntos porcentuales promedio superior al período 1977-80.

¿Cómo fue financiado semejante aumento del déficit fiscal?

Ya vimos que, hasta 1979, el ahorro externo había sido, en promedio, poco significativo. Eso quiere decir que el déficit estructural de las cuentas fiscales se había correspondido con un superávit también estructural de las cuentas privadas y que ambos habían sido, en promedio, de similares dimensiones.

La simetría de las cuentas públicas y privadas comienza a quebrarse, sin embargo, en ese mismo año, y se hace evidente a partir de 1980. Considerando el período 1981-85 en relación al período 1977-80, la brecha provocada por el aumento promedio del déficit fiscal en 6 % del producto fue cubierta en partes iguales por el crecimiento del superávit financiero privado y del ahorro externo.

Más interesante todavía es analizar la evolución anual de estas variables durante dicho período. En 1979, durante el primer año de aplicación del plan de pautas cambiarias anunciado el 20 de diciembre del año anterior (al cual nos referiremos más adelante), el ahorro externo aumentó casi 3,5 puntos del producto en relación al año anterior, pasando de -1,6 % a +1,8 %. Ese aumento se debió, en

gran medida, a la fuerte reducción experimentada por el superávit de la balanza comercial de bienes y servicios (que pasó de casi 2.500 millones de dólares en 1978 a menos de 350 millones en 1979) como consecuencia de la política de apertura y del atraso cambiario imperantes. Aunque sin alcanzar la dimensión que tuvieron posteriormente, los servicios financieros también comenzaban a incidir negativamente: de un saldo favorable de casi 350 millones de dólares en 1977, pasaron a un saldo desfavorable de casi 700 millones en 1978 y superaron los 900 millones en 1979.

En el plano interno, el referido aumento del ahorro externo tuvo por contrapartida una disminución prácticamente equivalente del superávit financiero privado (cuya participación en el producto cayó del 8,4 % de 1978 al 4,3 % de 1979). Como porcentaje del producto, por su parte, el déficit fiscal apenas se redujo ligeramente.

En 1980 el ahorro externo vuelve a aumentar fuertemente, llegando a representar 5,5 puntos del PBI. En ese año no sólo la balanza comercial volvió a deteriorarse severamente, generando (por primera vez desde 1975) un déficit de casi 3.300 millones de dólares, sino que los servicios financieros pagados al exterior superaron los 1.500 millones de dólares. A nivel doméstico, por su parte, el superávit privado se reduce una vez más (alcanzando apenas el 2 % del PBI), pero en esta ocasión la participación del déficit fiscal en el producto comienza a aumentar (ubicándose en el 7,5 %).

A partir de 1981, en cambio, el déficit en cuenta corriente, como ya señaláramos más arriba, está claramente asociado al pago de servicios financieros. Estos suben un 140 % en relación al año anterior y continúan creciendo en los años siguientes, ubicándose en una media superior a los 5.000 millones de dólares en el período 1982-85. Como

reflejo del intenso esfuerzo de ajuste externo al que se vio sometida la economía argentina desde ese momento, por su parte, el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios se redujo sustancialmente en ese año, y a partir del siguiente se transformó en fuerte superávit. A lo largo del período 1982-85, en consecuencia, la economía estuvo, en promedio, transfiriendo recursos reales al exterior por unos 3.000 millones de dólares anuales aproximadamente.

Durante 1981, la mejora de la balanza comercial fue insuficiente para contrarrestar el aumento de los pagos de servicios financieros y, por ese motivo y por la fuerte caída verificada en el PBI de ese año, la participación del ahorro externo en el producto experimentó un nuevo aumento, situándose en el 6,8%. Desde 1982, en cambio, dicha participación comienza a declinar, fundamentalmente como consecuencia del sistemático aumento observado en el superávit comercial externo.

¿Cómo se comportaron durante esos años el déficit fiscal y el superávit financiero privado? La gradual reducción del ahorro externo tuvo necesariamente por contrapartida, en el plano doméstico, la disminución del exceso de inversión sobre el ahorro interno. Sin embargo, el comportamiento del sector público y del sector privado en el proceso de ajuste fue sumamente dispar.

En efecto, a pesar de la declinación verificada en el ahorro externo, la participación del déficit fiscal en el producto prácticamente se duplicó entre 1980 y 1982 (llegando en ese año al 15%), volvió a subir en 1983 y, aunque se redujo ligeramente, se mantuvo elevadísima en 1984. La combinación de ambos procesos (reducción del ahorro externo y aumento del déficit fiscal), por su parte, sobredimensionó el ajuste que debió realizar el sector privado, cuyo superávit financiero pasó de un piso del 2% del producto en 1980 a un promedio cercano al 10%

para el período 1982-84, básicamente como consecuencia del derrumbe de la inversión realizada por el sector.

Recién en 1985, como consecuencia de las medidas fiscales tomadas en el marco del Plan Austral a partir del mes de junio, se consigue reducir significativamente el déficit del sector público, cuya participación en el producto para el año en su conjunto cae al 6%, porcentaje que constituye la mitad del observado el año anterior. Aunque el ahorro externo continúa cayendo, la reducción del déficit público es lo suficientemente intensa como para que el superávit financiero privado requerido para cerrar la brecha fiscal sea sensiblemente inferior al observado en los años anteriores.

En la subsección anterior mostramos los efectos del proceso de endeudamiento externo y del ajuste posterior sobre la capacidad de ahorro e inversión de la economía. En ésta, al distinguir las cuentas del gobierno y del sector privado nos deparamos con un segundo problema: el desmesurado aumento del déficit fiscal y la necesidad de financiarlo crecientemente en los mercados domésticos, con recursos provenientes del sector privado, a medida que la evolución de los mercados financieros internacionales generaba una disponibilidad cada vez menor de ahorro externo.

¿Cuál es la relación entre los compromisos externos generados por el proceso de endeudamiento y las mayores necesidades de financiamiento domésticas del gobierno? Dicha relación debe buscarse en la *composición* del endeudamiento externo. En efecto, como muestra el cuadro 8, la participación del sector público en la deuda externa total fue significativa desde el comienzo mismo del proceso de apertura financiera de la segunda mitad de la década pasada. Pero además, como revela el mismo cuadro, luego del auge del endeudamiento externo privado de los años

1979 y 1980, la referida participación creció sustancialmente a partir de la crisis financiera y cambiaria de 1980-81, hasta llegar a representar el 80 % de la deuda externa total en 1985. Semejante crecimiento estuvo asociado a diversos mecanismos a través de los cuales el gobierno estatizó la deuda externa durante el proceso de fuga de capitales privados.

Al mismo tiempo que aumentaba su deuda externa, por supuesto que también lo hacían los pagos de intereses externos que debía asumir el gobierno. *Ceteris paribus*, los mayores pagos externos inevitablemente se traducían en un aumento del déficit fiscal y, al estar cada vez más limitado el acceso al ahorro externo, de sus necesidades financieras domésticas que debían ser satisfechas con recursos provenientes del superávit privado.

Las *transferencias internas* de recursos del sector privado al público necesarias para posibilitar el cumplimiento de los compromisos externos de este último fueron, como vimos, sumamente elevadas a partir de 1981. Hasta el inicio del Plan Austral a mediados de 1985, dichas transferencias debieron realizarse, básicamente, a través de los mercados financieros domésticos. Las fuertes tensiones originadas en este hecho están en la raíz de la extrema inestabilidad observada en el funcionamiento de dichos mercados durante ese período. Este fenómeno constituye un problema de naturaleza *diferente* a los efectos reales del ajuste externo sobre la inversión y el nivel de actividad, que ha sido frecuentemente ignorado en los análisis sobre el período reciente de la economía argentina. Por sus importantes implicancias sobre el diagnóstico y sobre las recomendaciones de política, volveremos sobre la cuestión en la tercera sección de este trabajo.

3. Los hechos estilizados

En síntesis, una visión estilizada de la evolución del ahorro interno, el ahorro externo y la inversión a partir del fracaso de la experiencia de liberalización y apertura podría esbozarse de la siguiente manera:

a) A partir de 1981 el drástico aumento de los pagos de servicios financieros externos afectó sensiblemente la capacidad de ahorro e inversión de la economía. El aumento de los pagos al exterior fue consecuencia, en parte, del aumento de las tasas de interés internacionales, pero sobre todo del creciente endeudamiento externo inducido por el proceso aperturista. En lo fundamental, por otra parte, el endeudamiento externo no se debió a excesos de absorción doméstica, sino que fue utilizado para financiar fuertes salidas de capitales hacia el exterior originadas en las decisiones de portafolio del sector privado.

b) Precisamente por ese motivo el grueso de la deuda externa quedó en manos del sector público, que no pudo impedir que el déficit fiscal creciera *pari passu* con el aumento de sus compromisos externos.

c) En un primer momento, una parte importante de los desequilibrios domésticos pudo financiarse con el aumento del ahorro externo. Sin embargo, a partir de 1982 la reversión de las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros internacionales racionó la oferta de crédito externo e hizo disminuir año tras año el ahorro proveniente del resto del mundo.

d) La retracción del ahorro externo obligó a la economía a generar enormes saldos favorables en su balanza comercial. La contrapartida doméstica de esa retracción no fue, en lo fundamental, el aumento de las exportaciones, sino el derrumbe de la inversión, tanto pública como privada.

e) Desde el punto de vista de las relaciones entre el sector público y el privado, la retracción del ahorro externo ocasionó, además, enormes dificultades de índole financiera. En efecto, a medida que el gobierno conseguía refianciar una parte cada vez más pequeña de sus compromisos externos con ahorro del resto del mundo, crecía la parte que debía ser cubierta con divisas resultantes del superávit comercial externo generado por el sector privado. Profundamente desarticulado, hasta mediados de 1985 el sector público sólo estaba en condiciones de conseguir los recursos necesarios para comprar esas divisas colocando títulos de deuda interna en el sector privado. Por la magnitud de las transferencias involucradas, ello fue posible únicamente a costa de la desestabilización de los mercados financieros domésticos.

f) A partir de la segunda mitad de 1985, los mecanismos de transferencia interna que mencionamos en el punto anterior cambian sustancialmente. En el marco del Plan Austral, el gobierno consigue aumentar significativamente sus ingresos corrientes y, en menor medida, también reduce sus gastos operativos. Esto se traduce en una fuerte reducción del déficit fiscal, que alivia las presiones sobre los mercados de activos domésticos y permite sentar las bases de la rearticulación del sistema monetario y financiero.

Lo que nos proponemos a continuación es discutir más detalladamente estos hechos estilizados y las relaciones de causalidad que los originaron.

CAPITULO II

APERTURA FINANCIERA, CRISIS CAMBIARIA Y GENESIS DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La experiencia "neoortodoxa"³ de apertura y liberalización financiera se inicia en 1977 con la Reforma del sistema financiero doméstico y la liberación del mercado cambiario, y se profundiza a partir de diciembre de 1978 con la decisión oficial de anunciar anticipadamente la evolución futura del tipo de cambio.

1. El enfoque monetario del balance de pagos y el plan de pautas cambiarias

De acuerdo con la inspiración teórica que guió las reformas financieras y cambiarias, se esperaba que éstas asegurasen, desde el punto de vista del funcionamiento de dichos mercados, una situación próxima a la *movilidad perfecta* de capitales entre la economía argentina y el resto del mundo.

Como es sabido, las condiciones requeridas para la vigencia de la hipótesis de movilidad perfecta son: a) que los activos (pasivos) externos e internos sean sustitutos perfectos y, b) que el ajuste de los portafolios ante discrepan-

³ El calificativo "neoortodoxo" es empleado en Frenkel (1980), donde se justifica su utilización.

cias en los rendimientos de dichos activos (pasivos) sea instantáneo⁴.

Teniendo en cuenta que la economía argentina es pequeña, se esperaba que la movilidad irrestricta, combinada con una política que pautaba oficialmente la evolución futura del tipo de cambio (variante "dinámica" de las políticas de tipo de cambio fijo), igualaría la tasa de interés doméstica (i) a la suma de la tasa de interés internacional corregida por los costos de transacción (i^*) más la tasa anunciada de devaluación (e_a)⁵:

$$i = i^* + e_a \quad (\text{II. 1})$$

De acuerdo con el enfoque monetario del balance de pagos, por lo tanto, bastaría con que el Banco Central mantuviese bajo control la oferta monetaria de origen interno para evitar cualquier problema en el sector externo de la economía.

En efecto, según este enfoque los desequilibrios en el balance de pagos resultarían un simple reflejo de los desequilibrios monetarios internos: la variación de reservas internacionales sería, en ese caso, el mecanismo de ajuste entre oferta y demanda de dinero, y cesaría una vez restablecido el equilibrio en dicho mercado. Por lo tanto, aunque la política monetaria (siempre desde esta perspectiva teórica) no tendría manera de afectar la tasa de interés, sería en cambio el instrumento central del equilibrio externo, concebido éste en términos del resultado global

⁴ El enfoque standard de una economía abierta con movilidad perfecta de capitales puede encontrarse en Williamson (1983) y Dornbusch (1980).

⁵ En rigor, la hipótesis de movilidad perfecta admite la existencia de un diferencial constante entre el rendimiento de los activos internos y externos. Sin pérdida de generalidad, asumiremos que dicho diferencial es nulo.

del balance de pagos (variación de reservas) y no apenas del saldo en cuenta corriente.

Si, además, los mercados de bienes operasen bajo condiciones de arbitraje perfecto, por la ley del precio único la tasa de inflación doméstica (p) debería igualarse a la suma de la tasa de inflación internacional (p^*) y la tasa anunciada de devaluación:

$$p = p^* + e_a \quad (\text{II. 2})$$

De todo esto podría concluirse que un programa de estabilización como el iniciado el 20 de diciembre de 1978, que se basaba en el preanuncio de la evolución futura del tipo de cambio según una pauta de ajustes decrecientes e inferiores a la inflación corriente, y en la determinación de metas de crecimiento de la oferta monetaria interna consistentes con dicha pauta, sería una política antiinflacionaria prácticamente sin costos. A medida que las devaluaciones resultasen cada vez menores, la tasa de inflación y la tasa de interés internas tenderían a converger, respectivamente, a la tasa de inflación y a la tasa de interés internacionales. Mientras la tasa real de interés externa se mantuviese constante, la tasa real de interés doméstica también permanecería inalterada, sin afectar el nivel de actividad; y en tanto la oferta monetaria doméstica se mantuviese bajo control, la evolución del balance de pagos no causaría problemas.

En marzo de 1981, cuando finalmente debe abandonarse la política de pautas cambiarias en medio de una aguda crisis del sistema financiero y del sector externo, la realidad era muy diferente a la pronosticada por la teoría del enfoque monetario. La inflación interna estaba muy lejos de la convergencia con la inflación internacional, y tal circunstancia había ocasionado la acumulación de un

fuerte atraso cambiario. La tasa real de interés interna era muy superior a la tasa real externa. La economía atravesaba una recesión severa que habría de extenderse hasta mediados de 1983. Por último, en relación a la situación del balance de pagos, la especulación cambiaria había invertido la causalidad entre reservas y oferta monetaria interna: para evitar la falencia generalizada del sistema financiero, el Banco Central acomodaba pasivamente la fuga de capitales mediante el otorgamiento de redescuentos a los bancos afectados por la corrida de depósitos.

¿A qué se debió semejante discrepancia entre las predicciones del enfoque monetario y la realidad? Aunque en la práctica naturalmente intervinieron numerosos factores, dos fueron, a nuestro juicio, las causas fundamentales del fracaso de la política de pautas y de la experiencia aperturista: a) un diagnóstico equivocado de la naturaleza del proceso inflacionario y, b) la desconsideración de la incertidumbre característica de la economía argentina y de sus efectos sobre las expectativas cambiarias del sector privado.

2. El fenómeno de la alta inflación

Desde el punto de vista de la dinámica inflacionaria, el plan de pautas confiaba en la vigencia generalizada de la ley del precio único. De acuerdo con ella, los precios internos de una economía pequeña y abierta tenderían a igualarse a los precios internacionales convertidos por el tipo de cambio, y su evolución temporal resultaría aproximadamente igual a la suma de la tasa de inflación externa más la tasa de devaluación.

A pesar de ser relativamente abierta, sin embargo, la economía argentina cuenta con un significativo sector de bienes y servicios *no transables*, cuya dinámica de precios

no puede ser adecuadamente representada por la ley del único precio.

La importancia de dicho sector, claro está, no se debe principalmente a la presencia de elevados costos de transporte para determinados bienes y servicios, sino más bien a la existencia de actividades (predominantemente manufactureras) altamente protegidas por la estructura arancelaria y por otras restricciones comerciales, y al peso del Estado como proveedor directo o indirecto de numerosos bienes y servicios. Por otra parte, las generalizadas rebajas arancelarias dispuestas en el marco de la experiencia aperturista durante el período 1977-80 no consiguieron modificar de manera relevante dicha realidad porque, entre otros factores, los agentes económicos evaluaron (acertadamente) que tales rebajas serían transitorias.

Reconocida la existencia de dos sectores, uno de bienes y servicios transables y el otro de no transables, la tasa de inflación para la economía en su conjunto debería definirse como el promedio ponderado de las tasas de variación de los precios transables (p_t) y no transables (p_n):

$$p = h_n p_n + h_t p_t \quad (\text{II.3})$$

donde los coeficientes h_n y h_t suman 1 y constituyen, respectivamente, las participaciones medias de cada sector en la oferta global.

Admitiendo que, efectivamente, la dinámica de los precios transables responda a lo previsto por la ley del precio único, tendríamos:

$$p_t = p^* + e \quad (\text{II.4})$$

siendo p^* la tasa de crecimiento de los precios transables en el mercado internacional y e la tasa de devaluación.

Sustituyendo esta última ecuación en la anterior nos queda, por lo tanto:

$$p = h_n p_n + h_t (p^* + e) \quad (\text{II. 5})$$

Observando con atención esta expresión, resulta evidente que la tasa de inflación doméstica sólo será igual a la suma de la inflación internacional más la tasa de devaluación (hipótesis de la política de pautas cambiarias) en dos circunstancias extremas: a) si la participación del sector no transable en la oferta agregada es nula ($h_n = 0$), o b) si en ausencia de shocks de oferta o cambios en las preferencias, los efectos sustitución en la demanda son tan rápidos y significativos como para igualar el ritmo de incremento de los precios no transables al de los transables.

La primera posibilidad quedó descartada por hipótesis. En cuanto a la segunda, es obvio que se trata de un caso polar que, en general, no tendrá ningún referente empírico. Sin embargo, las razones para esperar un comportamiento *autónomo* de los precios no transables en el pasado reciente de la economía argentina son más específicas, y tienen sólidos fundamentos teóricos.

En efecto, a partir del violento shock devaluatorio de junio de 1975 y de los fuertes reajustes salariales obtenidos compensatoriamente por los sindicatos, quedó establecido un nuevo piso inflacionario. Desde entonces y hasta el comienzo del Plan Austral la inflación no bajó del 100 % anual (comparando promedios anuales de precios), cifra sólo superada anteriormente en 1959.

Como es sabido, en *alta inflación* la variabilidad de los incrementos nominales aumenta significativamente (período a período y de producto a producto) y, en consecuencia, el sistema de precios relativos y la propia distribución del ingreso y la riqueza se tornan sumamente inestables.

Semejante contexto contribuye a crear un clima de aguda *incertidumbre* en relación al futuro y genera, por lo tanto, conductas defensivas por parte de los agentes económicos en todos aquellos mercados no expuestos a la competencia externa. Los contratos establecidos en términos nominales tienden a desaparecer. Los contratos indexados, por su parte, no son un sustituto perfecto de la estabilidad, porque no pueden evitar los riesgos asociados a cambios imprevistos de precios relativos. Por esta razón, aunque se contemplen cláusulas de indexación de los precios involucrados, niveles más elevados de inflación durarán generalmente asociados a períodos más breves de duración de los contratos. Esta circunstancia, por su parte, reforzará el clima de incertidumbre reinante y hará muy costosa la búsqueda de información relevante para la toma de decisiones.

En este punto cabe preguntarse, entonces, cómo se establecen los contratos por bienes y servicios no transables en un contexto de alta inflación. Para responder a esta cuestión no es suficiente conocer la manera en que los agentes forman sus expectativas. Es preciso considerar, también, los costos asociados a la búsqueda de información y al conflicto y renegociación de los contratos en caso de ruptura. Teniendo en cuenta estos factores, mientras la evolución de los precios relativos no presenta cambios excesivamente bruscos en perjuicio de alguna de las partes involucradas, la *indexación a la inflación pasada* constituye un mecanismo racional para el establecimiento de relaciones contractuales entre ellas.

En particular, este es el caso de los contratos laborales. En efecto, por las particulares características del mercado de trabajo, la fijación de salarios está significativamente condicionada por el contexto institucional. Dicho contexto abarca desde hábitos, convenciones y normas éticas

culturalmente arraigadas, hasta la orientación de las políticas económicas y el poder de negociación de los sindicatos y está, por lo tanto, históricamente determinado. Sin embargo, en la medida en que los condicionantes institucionales se mantienen razonablemente estables, la regla de indexación salarial a la inflación pasada tiende a generalizarse, no por presuntas irracionalidades en la formación de expectativas ni por la presencia excluyente de ciertas políticas salariales, sino por una motivación más básica: la necesidad de *anclar* los contratos en una regla simple, capaz de minimizar los costos de información y transacción y de estabilizar las relaciones laborales limitando la posibilidad de conflictos.

La dinámica inflacionaria experimentada por la economía argentina durante la última década resulta más comprensible a partir de este enfoque. Consideremos con mayor detalle esa dinámica.

En materia de formación de precios, el sector de bienes y servicios no transables reconoce la presencia, al menos, de tres mecanismos claramente diferenciados. El primero es el de los precios flexibles, que corresponden básicamente a los mercados de alimentos no manufacturados o de materias primas no transables, donde los agentes económicos son tomadores de precios y éstos se muestran más o menos sensibles a los excesos de demanda u oferta. Sin embargo, como en estos mercados los shocks de oferta son frecuentes y la demanda es sumamente inelástica, la dinámica de los precios flexibles tiende a acentuar la *volatilidad* del proceso inflacionario y la inestabilidad de los precios relativos.

El segundo mecanismo es el de los precios administrados, que corresponde al sector manufacturero. Por ser éste un sector protegido de la competencia externa, de oferta concentrada y que opera en mercados menos transparentes y más personalizados, permite a las empresas tomar deci-

siones de precios. La regla del mark-up proporciona una estilización adecuada de tales decisiones.

El sector público, finalmente, fija los precios de los servicios públicos. En un régimen de tipo de cambio fijo como el vigente en la economía argentina, esta última variable también constituye un instrumento de política cuya evolución es decidida por el gobierno.

Teniendo en cuenta esta desagregación, la tasa de variación de los precios no transables en un período determinado resulta de promediar los aumentos de precios flexibles (p_f), administrados (p_a) y públicos (p_g) producidos en el mismo período, ponderados por la participación de cada uno en la oferta global del sector (h_f , h_a y h_g respectivamente):

$$p_n = h_f p_f + h_a p_a + h_g p_g \quad (\text{II.6})$$

Suponiendo una proporción de mark-up constante, la evolución de los precios administrados, por su parte, depende de la marcha de los costos primos del sector, constituidos básicamente por el costo laboral y el de los insumos intermedios comercializables internacionalmente. Asumiendo que en el corto plazo no hay cambios apreciables en la productividad del trabajo, la tasa de variación de los costos laborales está dada por la tasa de aumento de los salarios medios (w). La evolución del costo de los insumos transables en un período determinado, por su lado, resulta igual a la variación de sus precios en los mercados internacionales más el reajuste experimentado por el tipo de cambio en dicho período. Por lo tanto:

$$p_a = h_w w + h_e (p^* + e) \quad (\text{II.7})$$

donde los coeficientes h_w y h_e suman 1 y representan,

respectivamente, la participación de los costos laborales y de los costos de insumos transables en el costo unitario normal del sector, siendo por lo tanto constantes en el corto plazo.

Sustituyendo (II.6) y (II.7) en (II.5) nos queda, finalmente:

$$p = h'_f p_f + h'_g p_g + h'_w w + h'_e (p^* + e) \quad (\text{II. 8})$$

donde

$$h'_f = h_n h_f, \quad h'_g = h_n h_g, \quad h'_w = h_n h_a h_w \quad \text{y} \quad h'_e = h_n h_a h_e + h_t,$$

y su suma es igual a la unidad. La constancia de los coeficientes, como ya se comentó, subraya la poca relevancia de los efectos sustitución no sólo en la demanda sino también en la oferta agregada.

De acuerdo con (II.8), pues, la tasa de inflación *no sólo* depende de la tasa de variación de los precios transables (sensible a la política cambiaria del gobierno), sino que también de la tasa de incremento de los precios flexibles, de la política de reajustes de los precios públicos y de la tasa de variación de los salarios medios.

Si la regla salarial predominante en el mercado de trabajo es la indexación a la inflación pasada, el modelo se completa con la siguiente expresión:

$$w = p_{-1} \quad (\text{II. 9})$$

Una primera conclusión que surge claramente del modelo es la presencia de una fuerte inercia impuesta al proceso inflacionario por la vigencia de cláusulas formales o informales de indexación. En efecto, para mantener constante cualquier estructura de precios relativos, el modelo

señala la existencia de una tasa de inflación positiva. Es decir, si $p_f = p_g = w = p^* + e$, de modo que precios y salarios tienden a conservar su valor real, la ecuación (II.8) puede escribirse, teniendo en cuenta (II.9), de la siguiente manera:

$$p = p_{-1} \quad (\text{II. 10})$$

En otras palabras, la indexación a la inflación pasada determina la existencia de una tasa de inflación de "equilibrio" no nula, que tiende a perpetuarse en el tiempo mientras permanece estable la estructura de precios relativos. Es decir, aunque no se verifiquen shocks de oferta y el gobierno siga una política pasiva en materia cambiaria y tarifaria, hay inflación en el presente simplemente porque hubo inflación en el pasado.

En segundo lugar, el modelo pone en evidencia la estrecha asociación causal que liga los cambios de precios relativos con variaciones en la tasa de inflación, idea clave del pensamiento estructuralista latinoamericano. Por esa razón, por ejemplo, intentos por mejorar el tipo de cambio real (que aumentan e) o el valor relativo de los precios públicos (que hacen lo propio con p_g), son exitosos porque aceleran el ritmo de inflación corriente y, de esa manera, hacen caer el valor real de los salarios (indexados a la inflación pasada) y de los precios flexibles (atados a las condiciones de oferta y demanda de sus propios mercados).

Desde el punto de vista de las políticas antiinflacionarias, por su parte, este resultado alerta contra los intentos de reducir la inflación actuando únicamente sobre los precios controlados por el gobierno, como fue el caso del plan de pautas cambiarias de diciembre de 1978. En efecto, debido a la inercia de los precios no transables, cualquier tentativa de estabilización basada en la desaceleración pro-

gresiva del ritmo de devaluación apenas conseguirá disminuir la tasa de inflación en forma proporcional a la participación directa e indirecta de los bienes y servicios transables en la oferta agregada (medida por el coeficiente h'_g). Pero además, si no se modifican las reglas de indexación salarial y si los efectos-sustitución vía demanda son insuficientes como para afectar significativamente el ritmo de crecimiento de los precios flexibles, tal reducción sólo se logrará a costa de una sensible caída del tipo de cambio real (*atraso* cambiario), circunstancia que a mediano plazo hará insustentable la continuidad de semejante política.

3. El papel de la incertidumbre

El segundo factor que contribuyó al fracaso de la política de pautas cambiarias de fines de la década pasada fue, junto al diagnóstico equivocado del proceso inflacionario, la desconsideración de la incertidumbre del sector privado en relación a la evolución futura del tipo de cambio. En verdad, no había razones prácticas ni teóricas para esperar que los anuncios cambiarios del gobierno gozarían instantáneamente de credibilidad absoluta.

Si se admite la existencia de incertidumbre, aún aceptando que el sistema financiero doméstico opere competitivamente, que la movilidad de capitales sea irrestricta y que la oferta de crédito externo resulte perfectamente elástica a la tasa de interés internacional vigente, las conclusiones relativas al funcionamiento de la economía serán muy diferentes a las obtenidas por el encuadre teórico que orientó la experiencia de liberalización y apertura ensayada durante la segunda mitad de la década pasada.

Para simplificar, concentrémonos en el comportamiento del mercado crediticio, suponiendo que sólo existen dos

fuentes de recursos: el crédito en moneda local y el crédito en divisas.

Desde el punto de vista de los deudores, el problema consiste en determinar la composición óptima de su cartera de obligaciones. Con incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio, las obligaciones domésticas e internacionales *no* son perfectamente sustituibles, aunque haya movilidad irrestricta de capitales y tipo de cambio fijado oficialmente.

En ese caso, aplicando el enfoque tobiniano sobre selección de portafolio en presencia de riesgo⁶ y conocidas las preferencias de los agentes (que se suponen adversas al riesgo) y sus expectativas de devaluación, la proporción de crédito externo en el endeudamiento total estará *positivamente* relacionada con la tasa de interés doméstica. En otras palabras, para que la participación de la deuda externa en el endeudamiento total aumente, será necesario que suba la tasa de interés doméstica.

Por este motivo, el diferencial entre las tasas interna y externa de interés ya no será exógeno e igual a la devaluación anunciada, como en el caso de ausencia de incertidumbre y sustitución perfecta, sino función creciente de la proporción de endeudamiento externo en el total. Es decir:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha) \quad (\text{II. 11})$$

donde s , la *prima de riesgo* cargada por los deudores, aumenta con α , el cociente entre el endeudamiento externo y el endeudamiento total.

Un corolario importante de este análisis se refiere a los efectos de la política monetaria. Bajo la hipótesis de susti-

⁶ La referencia tradicional es Tobin (1965). Una presentación equivalente puede encontrarse en Hicks (1979).

tución perfecta, habíamos visto que dicha política no tenía ningún efecto sobre la tasa de interés pero que, por el contrario, era sumamente efectiva para regular el nivel de reservas internacionales de la economía.

Sin sustitución perfecta, por el contrario, la política monetaria *deja de ser neutral* respecto a la tasa de interés doméstica. Aún suponiendo que las expectativas de devaluación coincidan con los anuncios oficiales, políticas tendientes a contraer (expandir) la liquidez de origen doméstico sólo conseguirán aumentar (disminuir) las reservas internacionales a través de su impacto alcista (bajista) sobre la tasa de interés interna. Ello se debe a que el sector privado únicamente ampliará la proporción de deuda externa en sus carteras si aumenta el diferencial entre dicha tasa, que se conoce de antemano, y el costo esperado del crédito externo, que es incierto.

Por ese mismo motivo, además, el valor del "coeficiente de compensación" entre liquidez doméstica y reservas internacionales será, en este caso, *necesariamente* inferior (en valor absoluto) al valor de dicho coeficiente en el caso de sustitución perfecta. Como señalan Damill y Frenkel (1985), aunque en la práctica resulte poco probable, es incluso posible que no exista compensación alguna entre ambas variables: en efecto, si la prima de riesgo es muy sensible a la proporción de endeudamiento externo y la demanda agregada de crédito resulta suficientemente elástica a la tasa de interés, puede eventualmente ocurrir que una disminución de la liquidez interna provoque una caída (y no un aumento) de las reservas internacionales, aunque en términos relativos el crédito externo crezca como proporción del crédito total.

Aún descartando esta posibilidad, cuando el análisis se extiende para admitir variaciones en el nivel de actividad, la entrada de capitales que una política monetaria restric-

tiva tiende a inducir no sólo será, *ceteris paribus*, menor a la que se produciría con sustitución perfecta, sino que se verá adicionalmente desalentada por los efectos recesivos del aumento de la tasa de interés, debido al impacto desfavorable de la caída en el ingreso sobre la demanda agregada de crédito. Una vez contemplado el "efecto ingreso", por lo tanto, el resultado final puede ser, incluso, una salida neta de capitales.

Hasta aquí, el análisis asumió simplemente que la credibilidad en los anuncios oficiales sobre la evolución futura del tipo de cambio no era absoluta, pero supuso implícitamente que el grado de incertidumbre permanecía inalterado. Esto fue suficiente para remarcar, en concordancia con el enfoque-stock de la cuenta de capital del balance de pagos bajo la hipótesis de sustituibilidad imperfecta⁷, la relación existente entre el diferencial de tasas de interés y la composición del endeudamiento, así como sus consecuencias respecto a la efectividad de la política monetaria.

Sin embargo, resulta difícil imaginar que agentes económicos racionales mantendrán inalteradas sus opiniones sobre la continuidad futura de la política cambiaria oficial, independientemente del resto de la información disponible, incluida la relativa a la evolución del sector externo de la economía. En este sentido, como los agentes saben que, en verdad, la oferta del crédito internacional no es infinitamente elástica cualquiera sea el nivel de endeudamiento externo de la economía, su incertidumbre sobre el curso futuro del tipo de cambio será mayor cuanto menos favorables sean los resultados obtenidos en la cuenta corriente del balance de pagos y cuanto menores sean las reservas disponibles.

⁷ El enfoque-stock de una economía abierta con movilidad imperfecta de capitales aparece desarrollado, entre otros, en Kouri-Porter (1974) y Dornbusch (1980).

Esta hipótesis, cabe agregar, parece especialmente relevante para la economía argentina, habida cuenta de la recurrencia de sus crisis externas y de las consecuentes y abruptas fluctuaciones experimentadas por el tipo de cambio.

Considerando esta circunstancia, la prima cargada por los tomadores privados al costo del endeudamiento externo no dependerá únicamente de la composición de su cartera; también estará afectada por el resultado de la cuenta corriente (CC) y por el stock de reservas internacionales (R), cuya evolución influirá sobre el grado de incertidumbre relativo al curso futuro del tipo de cambio. Teniendo en cuenta este factor, la ecuación (II.11) debe reescribirse de la siguiente manera:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha, CC, R) \quad (\text{II.12})$$

Es decir, el diferencial entre la tasa de interés doméstica e internacional será igual a la pauta oficial de devaluación (que por simplicidad asumiremos igual a la expectativa de devaluación del sector privado) más una prima variable, que además de estar positivamente relacionada con la participación del endeudamiento externo en la deuda total, será función creciente del déficit en cuenta corriente y función decreciente de las reservas internacionales⁸.

⁸ La hipótesis que está por detrás de las expresiones (II.11) y (II.12) es considerar la expectativa de devaluación de la moneda doméstica como una variable aleatoria caracterizada por una distribución subjetiva de probabilidad con esperanza $E(e)$ y desvío típico $\sigma(e)$. En esas condiciones, el crédito interno y el externo serán sustitutos imperfectos, y el arbitraje entre ambos (ignorando problemas de agregación) impondrá la siguiente igualdad:

$$i = i^* + E(e) + s[\alpha, \sigma(e)] \quad (\text{i})$$

Es decir, la tasa de interés doméstica será igual al costo esperado del crédito externo [$i^* + E(e)$] más una prima de incertidumbre

¿Qué sucede en ese caso si algún acontecimiento exógeno, o el atraso cambiario ocasionado por la propia política de estabilización, provocan la aparición de un déficit en cuenta corriente a partir de una situación inicial equilibrada?

El déficit externo tendría, por una parte, un efecto contractivo sobre la oferta de dinero y crédito domésticos que, como vimos, tendería a elevar la tasa de interés interna y a *augmentar*, ceteris paribus, el crédito del exterior (aunque el ingreso de divisas por la cuenta de capital no alcanzaría a compensar la pérdida de reservas ocasionada por el desequilibrio en cuenta corriente, por las razones expuestas más arriba). Pero si, como recién argumenta-

que depende de la composición del endeudamiento privado y del desvío de la distribución subjetiva de probabilidad.

Si el gobierno anuncia anticipadamente el ritmo de devaluación que pretende aplicar (e_a), la expresión anterior puede escribirse de la siguiente manera:

$$i = i^* + e_a + [E(e) - e_a] + s[\alpha, \sigma(e)] \quad (\text{ii})$$

Sin mayor pérdida de generalidad podemos asumir, por simplicidad, que la esperanza de la distribución es igual a la devaluación anunciada. Teniendo en cuenta esta hipótesis y suponiendo que el desvío de la distribución permanece constante, la expresión (ii) se transforma en:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha) \quad (\text{iii})$$

que coincide con la ecuación (II.11).

Si, por el contrario, se piensa que el desvío de la distribución no permanece constante, sino que aumenta a medida que crece el déficit en cuenta corriente o disminuyen las reservas, tendremos que:

$$\sigma(e) = \sigma_e(CC, R) \quad (\text{iv})$$

En ese caso, sustituyendo (iv) en (ii) y manteniendo la hipótesis de igualdad entre la esperanza de la distribución y la pauta oficial de devaluación, nos queda:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha, CC, R) \quad (\text{v})$$

que coincide con la ecuación (II.12).

mos, el deterioro de la cuenta corriente afecta las expectativas del sector privado y genera un aumento de la incertidumbre sobre la continuidad futura de la política cambiaria, los tomadores de crédito tratarán de *reducir*, ceteris paribus, su endeudamiento externo (cuyo costo es ahora más incierto), reforzando el exceso de demanda en el mercado de crédito doméstico y la tendencia alcista de la tasa de interés, que deberá subir hasta restablecer el equilibrio en dicho mercado.

El efecto neto sobre el volumen total de crédito externo depende, por un lado, de la elasticidad-interés de la demanda de crédito agregada y de la composición del endeudamiento privado y, por el otro, de la magnitud del aumento de la incertidumbre. Si este último es suficientemente significativo, el volumen de crédito externo puede muy bien disminuir, amplificando la pérdida inicial de reservas originada en el déficit de cuenta corriente.

Naturalmente, el impacto recesivo del aumento de la tasa de interés sobre el nivel de ingreso acentuará la tendencia a la disminución del volumen de endeudamiento externo, debido al efecto desfavorable de la caída del ingreso sobre la demanda agregada de crédito. Por esta razón, ni siquiera es preciso que la demanda agregada de crédito sea sensible a la tasa de interés para que el efecto neto del déficit inicial de cuenta corriente sobre el volumen de crédito externo sea negativo.

Sin embargo, esto no es todo. La pérdida adicional de reservas por la cuenta de capital también influirá desfavorablemente sobre las expectativas, incrementando aún más la incertidumbre y generando un proceso acumulativo de aumentos en la tasa de interés, recesión y salida de capitales que puede llegar a ser *explosivo*, dependiendo de las elasticidades antes mencionadas y de la sensibilidad de las expectativas a la evolución de las reservas.

Precisamente en esa potencial explosividad del ajuste reside un aspecto de la racionalidad del cambio de expectativas del sector privado y el consiguiente desplazamiento del portafolio. Si cada agente prevé las consecuencias agregadas de la reducción del crédito externo iniciada por el déficit corriente —parece claro en el caso argentino que la experiencia acumulada por el sector privado ha sido suficiente para el aprendizaje— es racional modificar la distribución subjetiva de probabilidad del tipo de cambio futuro. El elemento que complementa la racionalidad de la reacción de las expectativas es el conocimiento de que la oferta de crédito internacional no es perfectamente elástica, de modo que aún una rápida respuesta gubernamental orientada a incrementar el endeudamiento público puede ser insuficiente para reestabilizar las reservas. Sólo se requiere esta posibilidad para justificar la racionalidad del cambio de expectativas.

Si la dinámica del ajuste es explosiva, la culminación del proceso será una *crisis especulativa* en el mercado cambiario que, en última instancia, obligará a abandonar la política de devaluaciones pautadas. ¿Tiene el gobierno alguna manera de evitar esa crisis?

El gobierno puede intentar defender las reservas y la política cambiaria vigente incrementando el endeudamiento externo del sector público. El ingreso de nuevo crédito externo del sector público tiende a compensar la pérdida de reservas ocasionada por la reducción del crédito externo privado y la adquisición de activos externos.

Ya hemos mencionado las limitaciones de esta política por el lado de la imperfecta elasticidad de la oferta de crédito externo, a las que cabría agregar una observación sobre la velocidad de ajuste del incremento de crédito externo del sector público relativa a la velocidad de ajuste de las carteras del sector privado.

Pero más allá de estas limitaciones, la política tiene efectos ambiguos. La compensación de la pérdida de reservas debilita el mecanismo automático de ajuste que se produce vía el aumento de la tasa de interés, induciendo en consecuencia una mayor salida de capital privado que la que tendría lugar de no haber acción compensatoria del sector público. En efecto, el endeudamiento externo del sector público tiende a compensar la contracción de la oferta de crédito doméstico que provoca la salida de capital privado.

Si el incremento del endeudamiento público no alcanza a incidir suficientemente sobre las expectativas de modo de detener el flujo de capital privado antes que las reservas alcancen un nivel crítico, la autoridad monetaria deberá de todas maneras devaluar por encima de lo originalmente pautado. El resultado de la política de incrementar el endeudamiento público habrá sido, entonces "traspasar" el mayor pasivo externo público a un mayor activo externo del sector privado. El premio que reciben los especuladores por la devaluación es mayor, a costa de una mayor pérdida de capital del sector público.

Los últimos seis meses de la gestión del ministro Martínez de Hoz en la Argentina constituyen un buen ejemplo de lo señalado. Entre octubre de 1980 y marzo de 1981 el déficit de cuenta corriente fue de U\$S 3.808,5 millones. Las cuentas Préstamos Financieros a Empresas Privadas y Otros Movimientos de Capital registraron una salida de capital privado de U\$S 3.658,7 millones.

En su intento de defender la política cambiaria y detener la crisis el gobierno procuró activamente compensar la pérdida de reservas incrementando el ingreso de crédito externo del sector público. En seis meses el endeudamiento externo del sector público —gobierno y empresas— se incrementó en U\$S 3.537,9 millones, cifra prácticamente

igual a la salida de capitales privados. Esta política permitió la postergación de la devaluación hasta abril de 1981, pero no consiguió detener la crisis de reservas.

Hemos analizado hasta aquí los efectos de la crisis cambiaria sobre la situación del balance de pagos. Como veremos ahora, sin embargo, es muy probable que los efectos de la crisis alcancen también al sistema financiero doméstico. Ello ocurrirá siempre que el ajuste de las carteras activas de las entidades financieras no consiga acompañar el ritmo de la salida de capitales al exterior.

En efecto, la decisión privada de reducir su endeudamiento externo neto ante un aumento de la incertidumbre se traducirá, en el plano doméstico, en una reducción de la capacidad prestable de las entidades financieras y en una suba de la tasa de interés. Para restablecer el equilibrio financiero interno, el crédito doméstico debería disminuir.

No obstante, la posibilidad de que esta contracción se efectivice en la magnitud requerida dependerá de la situación de liquidez (en moneda doméstica) de los deudores. Si en el momento de producirse la crisis cambiaria éstos están posicionados en activos domésticos relativamente ilíquidos (y no están dispuestos a realizar sus tenencias de activos externos), no podrán reducir su endeudamiento interno *pari passu* con la disminución de la capacidad prestable de los bancos. En tales condiciones es posible, incluso, que el aumento de la tasa de interés tenga el efecto perverso de aumentar, en vez de reducir, la demanda de crédito doméstico.

En una situación como la descripta, que refleja adecuadamente lo que sucedía en la economía argentina a mediados de 1980, o bien sobreviene una crisis abierta del sistema financiero interno, o bien el Banco Central actúa como prestamista de última instancia otorgando

redescuentos a las entidades financieras para sostener la capacidad prestable de estas últimas.

Por lo tanto, si una vez desatada la especulación cambiaria el intento de sostener la política de devaluaciones preanunciadas mediante el endeudamiento externo del gobierno sólo consigue, en materia de balance de pagos, favorecer las salidas de capitales privados asegurando una mayor disponibilidad de divisas a costa de la *estatización* de la deuda externa, la necesidad de evitar la quiebra generalizada del sistema financiero mediante el desempeño de la autoridad monetaria como prestamista de última instancia conduce, en el plano doméstico, a financiar pasivamente dichas salidas, a costa de la transformación del sector público (vía Banco Central) en el principal acreedor interno de los deudores privados.

4. Resultados de la fase aperturista

El inicio de la experiencia aperturista de fines de la década pasada puede situarse, cronológicamente, a mediados de 1977.

Por ese entonces la economía argentina había superado otra de sus recurrentes crisis de balance de pagos, desencadenada en 1975, a costa de una recesión breve y relativamente moderada, y crecía a una tasa anual del 6 % generando, al mismo tiempo, un superávit de 1.200 millones de dólares en cuenta corriente.

Desde el shock devaluatorio de junio de 1975, no obstante, la economía había comenzado a funcionar en un régimen de alta inflación y, desde entonces, el ritmo inflacionario se mantenía muy elevado e insensible a las terapias tradicionales. Por esta razón, a partir de diciembre de 1978 el gobierno decide aplicar una política antiinfla-

cionaria radicalmente diferente a las anteriores, cuyo sustento teórico debe buscarse en el enfoque monetario del balance de pagos.

La ejecución de esta nueva política resultó factible por el desahogo alcanzado en el sector externo y por la abundante liquidez de los mercados financieros internacionales. Como ya dijimos, su objetivo central era la convergencia gradual de la inflación doméstica a los patrones internacionales, y su principal instrumento el anuncio anticipado de la evolución del tipo de cambio, que contemplaba un ritmo de devaluación decreciente e inferior a la inflación efectiva.

Paralelamente, el gobierno encaraba una serie de reformas estructurales. Desde mediados de 1977 estaba en vigencia una nueva Ley de Entidades Financieras, que levantaba los controles sobre las tasas de interés y tendía a liberalizar el funcionamiento de los mercados financieros. Al mismo tiempo, se eliminaban en forma progresiva las restricciones al movimiento internacional de capitales, se comenzaba a aplicar un plan de rebajas en los aranceles de importación y desaparecían prácticamente todos los controles vigentes en el mercado cambiario. Se esperaba que la apertura de la economía y la desregulación financiera contribuyeran, también, al cumplimiento del objetivo antiinflacionario.

Sin embargo, la convergencia no se produjo, porque las pautas cambiarias y las rebajas arancelarias demoraron demasiado tiempo en producir sus primeros efectos sobre el ritmo de inflación. Por esa razón, en los primeros ocho meses de vigencia del plan, el aumento de precios duplicó la devaluación pautada del tipo de cambio y generó profundos desequilibrios en la estructura de precios relativos de la economía.

En un primer momento, el atraso cambiario y la reva-

luación real de la moneda doméstica que resultaron de este proceso tuvieron efectos expansivos y, consecuentemente, un impacto desfavorable sobre el comercio exterior. Las rebajas arancelarias influyeron en este mismo sentido. En 1979, el superávit comercial fue apenas un 40 % del obtenido el año anterior, y en 1980 el saldo comercial volvió a ser deficitario por primera vez desde 1975.

No obstante, durante el primer año de vigencia del plan la credibilidad de las pautas cambiarias, por lo menos para el corto plazo, aún era grande. Por esa razón la deuda externa, que venía creciendo a un ritmo bastante sostenido desde 1977, recibió en 1979 un fuerte impulso. En ese año, la deuda total aumentó un 52 % y superó los 19.000 millones de dólares, debido fundamentalmente al endeudamiento privado, que creció nada menos que el 120 %. El carácter especulativo de ese endeudamiento se puso de manifiesto, entre otras cosas, en el rápido aumento de reservas que lo acompañó. A fin de ese año, luego de crecer un 73,5 %, las reservas de divisas llegaron casi a los 10.500 millones de dólares, mientras la deuda externa neta apenas superaba los 8.500 millones.

A medida que el atraso cambiario se ampliaba y la situación externa empeoraba, sin embargo, la confianza en el mantenimiento de la "tablita" desaparecía y crecían las expectativas de una devaluación superior a la pautada. Esta situación provocó, a partir de mediados de 1980, una dramática reversión de los flujos de capitales privados. Aprovechando la libertad cambiaria, el sector privado comenzó a adquirir activos externos con la doble finalidad de cubrir sus pasivos externos y de desprenderse de sus activos domésticos.

Tratando de mantener la política cambiaria contra viento y marea, el gobierno financió los déficit corrientes y la fuga de capitales privados de dos maneras: desacumulando reservas y aumentando su propio endeudamiento

externo. Por este motivo, las reservas cayeron 2.800 millones de dólares en 1980 y otros 3.800 millones en 1981 (siendo que un 70 % de esta última cifra se perdió en los primeros tres meses del año). Por la misma razón, la deuda externa pública creció 4.500 millones al año siguiente (casi un 40 % en relación a 1980). Como resultado de ambos procesos, en esos dos años la deuda externa neta creció espectacularmente (el 128 % en 1980 y el 63 % al año siguiente), pasando de 8.500 millones de dólares a fines de 1979 a casi 32.000 millones a fines de 1981. Entre tanto, la situación interna también se deterioraba. Durante el boom especulativo de 1979, las empresas no sólo se habían endeudado en el exterior. También lo hicieron en el mercado financiero doméstico a favor de tasas reales que, por el arbitraje con los mercados internacionales y la credibilidad de las pautas cambiarias, habían sido marcadamente negativas. Con el desarrollo de la crisis externa durante 1980, el aumento del ritmo esperado de devaluación se reflejó en las tasas domésticas, que pasaron a ser fuertemente positivas. Al mismo tiempo, la competencia de las importaciones subsidiadas por el atraso cambiario y beneficiadas adicionalmente por las rebajas arancelarias, disminuía la rentabilidad empresarial y dificultaba la devolución de los préstamos e, incluso, el pago de los intereses. Como resultado de esta situación, los bancos vieron aumentar de manera alarmante la inmovilización de sus carteras activas. Cuando la fuga de capitales comenzó, los depósitos bancarios (concentrados en el muy corto plazo) empezaron a caer vertiginosamente, desencadenando una profunda crisis financiera que se extendió a lo largo de los años siguientes y determinó, entre otras cosas, la quiebra de numerosas entidades⁹.

⁹ Un detallado análisis de la crisis financiera doméstica desatada en 1980 puede encontrarse en Feldman y Sommer (1983).

A comienzos de 1981 el colapso cambiario y la crisis financiera hacían insostenible la política de pautas cambiarias. En abril, finalmente, una maxidevaluación interrumpió abruptamente el programa de estabilización iniciado en diciembre de 1978.

Otras devaluaciones le sucedieron. En todo el año el aumento nominal acumulado del tipo de cambio fue del 425 % y su crecimiento real superó el 300 %. Aunque el saldo comercial mejoró sensiblemente, el déficit de cuenta corriente permaneció prácticamente idéntico al del año anterior (algo más de 4.500 millones de dólares) por el espectacular aumento de los pagos de intereses al exterior. La sucesión de devaluaciones, además, agudizó la incertidumbre y mantuvo los estímulos a la fuga de capitales, que continuó ininterrumpidamente hasta el conflicto de Malvinas en 1982, favorecida por tres circunstancias: a) la estructura de vencimientos de los activos financieros domésticos que, como se dijo, estaba extremadamente concentrada en el cortísimo plazo, b) la permanencia de un régimen casi irrestricto de libertad cambiaria, incomprensiblemente sostenido hasta que el mencionado conflicto obligó, casi un año después de la primera maxidevaluación, a reimplantar los controles de cambios y, c) la actitud de las autoridades monetarias, quienes, para amortiguar la crisis de liquidez que el cambio de portafolios estaba ocasionando en el sistema financiero, facilitaron de hecho la fuga de capitales privados al otorgar líneas especiales de redescuento a los bancos en dificultades y al ingresar divisas por medio del endeudamiento externo del sector público para compensar las pérdidas de reservas.

En síntesis, la experiencia de liberalización y apertura financiera culminó con resultados opuestos a los previstos. La fuga de capitales significó la reaparición de la restricción externa y condujo al restablecimiento del control de

cambios. El sistema financiero devino frágil y centralizado y el Banco Central se convirtió en prestamista de última instancia tornándose, en la práctica, en el principal acreedor doméstico. La matriz de activos y pasivos financieros, por su parte, sufrió profundas alteraciones que aún en la actualidad condicionan severamente el funcionamiento de la economía. La deuda externa, que inicialmente creció estimulada por el atraso cambiario y más tarde siguió aumentando por la simple refinanciación de los intereses vencidos, fue prácticamente estatizada, primero por el endeudamiento externo compensatorio del sector público y más tarde por la implementación de los seguros de cambio. Paralelamente, se asistió a la dolarización de los portafolios privados, es decir a una masiva toma de posiciones en activos externos por parte de dicho sector, y al sobreendeudamiento en moneda doméstica de un amplio conjunto de empresas privadas.

Como se desprende de lo que hemos planteado, vale la pena destacar, finalmente, que la comentada reaparición de la restricción externa se produjo en la Argentina *antes* que se desatara la crisis financiera internacional y se debió, en lo fundamental, a factores endógenos, principalmente asociados al funcionamiento de los mercados financieros domésticos. Naturalmente, la crisis internacional de 1982 no hizo más que agravar la situación externa de la economía.

APENDICE DEL CAPITULO II

Estimaciones empíricas de la prima de incertidumbre

De la discusión anterior se desprende que el comportamiento de la prima de incertidumbre durante la aplicación del plan de pautas cambiarias es una de las piezas claves para el análisis del funcionamiento de la economía y la evaluación de la propia política económica durante ese período.

Teniendo en cuenta su importancia, Damill y Frenkel (1985) estiman diversas funciones para dicha variable (definida como la diferencia entre la tasa de interés doméstica y el costo del crédito externo) para el período junio de 1978-marzo de 1981.

La estimación presenta dos dificultades: el escaso número de observaciones trimestrales y el hecho de que el diferencial de tasas de interés empleado como variable dependiente representa la prima observada *ex-post*, y no la esperada *ex-ante*, que es la verdaderamente relevante. No obstante, la primera será un buen estimador de la segunda si se supone, como parece plausible, que la tasa de interés ajusta rápidamente ante situaciones de desequilibrio.

De todas las regresiones ensayadas, la que brindó un mejor ajuste fue la siguiente:

$$\bar{s}_t = 1,718 - 12,64 (CA/F)_t + u_t$$

(6,10) (- 3,95)

siendo:

$$R^2 = 0,6912 \quad \text{EER} = 0,623$$

$$F = 15,67 \quad \text{DW} = 1,85$$

y siendo las definiciones operacionales de las variables:

\bar{s}_t : prima *observada* de incertidumbre media del trimestre t. Los valores mensuales de \bar{s} corresponden a la diferencia entre la tasa mensual de interés doméstico y el costo mensual del crédito externo en moneda nacional.

CA_t : saldo medio de la cuenta corriente del balance de pagos durante los trimestres t, t-1, ..., t-3.

F_t : posición general media de reservas del sistema monetario durante los trimestres t, t-1, ..., t-3.

Cabe acotar que para evitar que \bar{s}_t asumiese valores negativos, posibilidad que no parecería razonable, la variable $(CA/F)_t$ fue acotada con un máximo nulo.

La misma regresión realizada con datos mensuales (mayor número de observaciones) tiende a ratificar los resultados obtenidos, aunque presenta una elevada autocorrelación de los residuos.

Dichos resultados, en síntesis, sugieren que para el período considerado el piso de la prima de incertidumbre habría estado en el orden del 1,70 % mensual (valor de la constante) aún si la cuenta corriente hubiese permanecido equilibrada, y que, además, dicha prima efectivamente habría tendido a subir a medida que aumentaba la incertidumbre cambiaria por el deterioro del sector externo, cuyo desempeño (medido por la evolución de la relación CA/F) habría explicado casi el 70 % de la varianza de \bar{s}_t . Durante el período, en cambio, los efectos de portafolio asociados a cambios en la participación del crédito externo en el total no se revelaron significativos. Es posible, incluso, que el descenso verificado en dicha participación a partir de abril de 1979 deba explicarse como resultado de los aumentos de \bar{s}_t originados en el deterioro del sector externo.

CAPITULO III

RESTRICCION EXTERNA Y AJUSTE CAOTICO

Los cambios operados durante la experiencia aperturista de fines de la década pasada alteraron significativamente las condiciones de funcionamiento de la economía argentina, al menos en tres sentidos:

a) La atención del elevado endeudamiento externo que la economía contrajo durante el período de apertura desplazó el eje de sus dificultades externas de la balanza comercial a las cuentas financieras del balance de pagos. Por esa razón, la economía pasó a funcionar con un déficit *permanente* en cuenta corriente, a pesar de sostener niveles de absorción doméstica sensiblemente inferiores a los de su producto interno.

b) El peso de los pagos en divisas en el presupuesto del sector público creció espectacularmente, debido a que buena parte del endeudamiento externo de la economía acabó en manos del gobierno. Esta circunstancia tornó al resultado de las cuentas fiscales fuertemente *dependiente* de la evolución de las cuentas externas, y obligó a la economía a desarrollar en una escala sin precedentes mecanismos financieros poco ortodoxos de transferencia interna de recursos.

c) Las decisiones de portafolio de los agentes también se alteraron sustantivamente durante el período de apertura. En particular, los activos externos pasaron a cons-

tituir una importante fracción de la riqueza financiera del sector privado, modificando significativamente las relaciones de sustitución de activos relevantes en el funcionamiento de la economía. Al concluir la experiencia aperturista, esta circunstancia propició el desarrollo de un mercado paralelo de divisas sumamente activo.

A continuación, nos proponemos indagar más detalladamente las repercusiones de esos cambios sobre la dinámica inflacionaria de la economía, sobre la situación presupuestaria del gobierno, sobre la evolución de los mercados financieros y sobre las alternativas disponibles de políticas económicas.

1. Ajuste externo y aceleración inflacionaria

La dinámica de precios y salarios esbozada en la segunda sección del trabajo asumió, para simplificar, que se verificaban las dos hipótesis siguientes: a) que el mark-up fijado por los empresarios se mantenía constante y, b) que los reajustes salariales eran, efectivamente, *backward-looking*.

En períodos de relativa *normalidad*, durante los cuales las variaciones de precios relativos y de la distribución del ingreso eran graduales y se mantenían razonablemente acotadas, la evidencia empírica disponible tiende a corroborar ambas hipótesis¹⁰: los empresarios que administran precios simplemente repasaban las presiones inflacionarias recibidas vía costos, y en el mercado de trabajo la regla salarial predominante era la indexación a la inflación pasada.

Estas normas de comportamiento que, como vimos, son

¹⁰ Al respecto, puede consultarse Figueiredo et al. (1985).

racionales en condiciones normales, dejan de serlo cuando se producen fuertes cambios de precios relativos que quiebran abruptamente la normalidad preexistente.

Por un lado, si debido a un shock de oferta u otros cambios en el contexto de las decisiones se anticipa una fuerte aceleración inflacionaria, los empresarios, ante la mayor incertidumbre respecto de los costos futuros, tendrán fuertes incentivos para aumentar el mark-up sobre sus costos presentes, a fin de minimizar el riesgo de eventuales pérdidas de capital¹¹.

Por el otro, con la nueva información disponible, los trabajadores demandarán aumentos salariales superiores a la inflación pasada o el acortamiento de la periodicidad de los reajustes, con el objeto de evitar el deterioro de sus ingresos reales.

En ambos casos, la aceleración inflacionaria iniciada exógenamente se verá reforzada por las respuestas endógenas de los agentes económicos.

En términos más generales, cambios súbitos en el *contexto institucional* debidos, por ejemplo, a modificaciones en la orientación de las políticas públicas o en el poder relativo de negociación de los actores económicos, pueden inducir, cuando son suficientemente significativos, saltos ascendentes en el ritmo de inflación. Semejantes discontinuidades ocurrirán siempre que algún grupo de actores relevantes encuentre menos costosa la ruptura de los contratos vigentes que su preservación y *esté en condiciones de poner en práctica* tal decisión. En este caso, el resultado será la desestabilización de alguno de los parámetros que sustentan la dinámica inflacionaria en el corto plazo: o bien los picos de ingreso real fijados como meta de los

¹¹ Este punto está fundamentado teóricamente en Frenkel (1979).

reajustes, o bien su periodicidad. Sólo cuando una nueva normalidad tienda a consolidarse la dinámica de precios y salarios retomará sus mecanismos habituales.

Diversos episodios de la evolución económica argentina reciente y, en particular, la violenta aceleración inflacionaria de 1982-85, con su secuela de aguda inestabilidad económica y financiera, sólo pueden interpretarse de esta manera. La *sucesión de máxidevaluaciones* adoptadas durante 1981-82 para ajustar el balance de pagos a la restricción externa otorgó, por sí misma, un apreciable impulso autónomo al ritmo de inflación. Pero los aumentos de mark-up decididos por los empresarios para protegerse de un contexto más incierto y las presiones salariales ejercidas por los trabajadores a partir de 1983, bajo condiciones caracterizadas por un creciente poder de negociación sindical, tendieron a propagar explosivamente el impulso inicial colocando la economía al borde de la *hiperinflación*. Un fenómeno semejante, aunque a lo largo de un lapso mucho más breve, se registró durante 1975-76 cuando, a raíz del violento shock devaluatorio de junio de 1975 y de los fuertes reajustes salariales obtenidos compensatoriamente por los sindicatos, se produce el cambio de régimen que, como vimos, deja atrás el período de inflación crónica e inicia la década de alta inflación.

Sea que los precios relativos se mantengan relativamente constantes y la inflación se perpetúe inercialmente, como vimos en la segunda sección, sea que cambios en el contexto externo y/o institucional presionen sobre los precios relativos y tiendan a acelerar el ritmo inflacionario, la dinámica de precios y salarios presenta, al menos en el corto plazo, una característica que nos interesa puntualizar aquí: su *exogeneidad* con relación a la marcha de las cuentas fiscales y al funcionamiento de los mercados financieros. Además de tornar ineficaces como instrumentos de

estabilización a las políticas monetarias y fiscales restrictivas, esta circunstancia tiene otra implicación menos explorada pero no menos importante: las transferencias de riqueza determinadas por la inflación *no* se ajustan endógenamente a las necesidades de financiamiento derivadas de los desequilibrios presupuestarios del sector público. Como veremos en seguida, este hecho limita significativamente los márgenes de maniobra de la política económica.

2. El problema de la transferencia

El funcionamiento actual de la economía argentina, como el del resto de las economías semiindustrializadas de América Latina, está fuertemente condicionado por la reaparición de la restricción externa. Como ya explicamos, en la Argentina, la crisis externa se inició endógenamente hacia fines de 1980 y comienzos de 1981, y se profundizó a partir de 1982 con la adopción de restricciones cuantitativas por parte de la oferta de crédito en los mercados financieros internacionales.

¿Qué efectos tuvo esta reversión en el comportamiento de la oferta de financiamiento internacional sobre las cuentas externas de la economía?

La situación del balance de pagos en un período determinado puede representarse por la siguiente identidad:

$$R = B - Z + F \quad (\text{III. 1})$$

Es decir, la variación de reservas del período (R) resulta igual al saldo comercial ($B = X - M$) menos los pagos netos de servicios financieros (Z), que para simplificar consideraremos integrados únicamente por intereses de la deuda externa, más la oferta neta de financiamiento externo (F).

En principio, la forma en que se cierre el balance de pagos dependerá del contexto económico e institucional interno y externo. El contexto imperante desde 1982 puede caracterizarse de la siguiente manera: a) el saldo de la cuenta de capitales se determina exógenamente por el racionamiento del crédito externo, b) las variaciones de reservas son una variable de política, dado que el Banco Central es el único agente legalmente autorizado a acumular divisas y, c) el tipo de cambio es, en consecuencia, un precio administrado por el gobierno.

En esas condiciones, conocidos el saldo de la cuenta de capitales y los pagos de intereses externos, el balance de pagos puede cerrarse de dos maneras diferentes: dejando que el saldo comercial se determine de acuerdo con objetivos internos en materia de ocupación y distribución del ingreso mientras las reservas oficiales se ajustan pasivamente, o bien fijando metas para la variación de reservas y haciendo que la economía genere el saldo comercial requerido por la identidad (III. 1).

En este segundo caso, suponiendo por simplicidad que la variación de reservas es nula ($R = 0$), el saldo comercial deberá ser igual a la diferencia entre intereses y nuevo financiamiento externo. Es decir:

$$B = Z - F \quad (\text{III. 2})$$

Obviamente, cuando el flujo de nuevo financiamiento externo ni siquiera alcanza a cubrir la totalidad de los pagos de intereses comprometidos, la economía debe ajustarse para que su comercio exterior resulte superavitario. Esta fue la situación que, en carácter *permanente*, debió enfrentar la Argentina a partir de 1982.

Sin embargo, esto no fue todo. Como vimos más arriba, durante el desarrollo de la crisis el gobierno fue progresi-

vamente asumiendo una proporción cada vez mayor de la deuda externa total y de los pagos de intereses correspondientes.

Ese proceso comenzó a mediados de 1980, con la utilización del endeudamiento externo de las empresas públicas para intentar sostener la política de apertura cuando empezaron las fugas de capitales, continuó con el otorgamiento de seguros de cambio fuertemente subsidiados para las empresas que seguían endeudadas en divisas en el momento de las maxidevaluaciones de 1981-82 y culminó con la virtual estatización de buena parte de la deuda privada restante, cuando más tarde no pudieron honrarse los compromisos asumidos en dichos contratos y debieron canjearse a los acreedores externos títulos de deuda privada por títulos públicos.

Este nuevo fenómeno impuso a la economía la necesidad de un segundo tipo de ajuste. Este puede visualizarse reescribiendo la expresión (I. 4) de la primera sección del trabajo, que representaba la restricción presupuestaria de la economía considerando desagregadamente el sector público y el privado, de la siguiente manera:

$$(I_g - F_g) - A_g = A_p - (I_p - F_p) \quad (\text{III. 3})$$

donde F_g es el flujo de financiamiento externo que recibe el sector público, F_p el flujo que recibe el sector privado y su suma es igual a F , que de acuerdo con (I. 1) y (III. 2) representa el ahorro externo de la economía cuando, como estamos suponiendo, las reservas permanecen constantes.

El lado izquierdo de esta última expresión, constituido por la diferencia entre la fracción de la inversión pública no financiada con recursos externos por un lado y el ahorro del gobierno por el otro, mide las necesidades de financiamiento doméstico del gobierno (NFG). La contrapartida

de dichas necesidades, que aparece del lado derecho de (III.3), es el superávit financiero privado (SFP), conformado por la diferencia entre el ahorro del sector y la parte de sus inversiones no cubierta con financiamiento externo.

Si definimos el déficit fiscal de origen interno (DF_i) como la diferencia entre gastos e ingresos domésticos, las necesidades financieras domésticas del gobierno también pueden explicitarse, teniendo en cuenta (I.6), de la siguiente manera:

$$NFG = DF_i + Z_g - F_g \quad (III.4)$$

donde $DF_i = I_g + C_g - T$. Cabe acotar que, por simplicidad, estamos suponiendo que el sector público no participa del comercio exterior de la economía.

De acuerdo con (III.4), por lo tanto, el gobierno deberá recurrir a los mercados financieros domésticos para cubrir aquella parte de su desequilibrio presupuestario total ($DF_i + Z_g$) no financiada con recursos externos.

Sin mayor pérdida de generalidad, podemos suponer que el sector público tiene la misma participación en el pago total de intereses al exterior y en la obtención de nuevos créditos internacionales. Si designamos dicha participación con el coeficiente θ , las necesidades de financiamiento doméstico del gobierno pueden reescribirse, de acuerdo con (III.2), de esta manera:

$$NFG = DF_i + \theta B \quad (III.5)$$

Supongamos ahora que, como viene ocurriendo en la Argentina desde 1982, el nuevo financiamiento externo disponible no alcanza a refinanciar íntegramente los intereses vencidos. Por (III.5) ya vimos que, si no pueden desacumularse reservas, la economía deberá transferir

recursos al exterior generando saldos superavitarios en su comercio exterior. Esta es la dimensión *real* del problema de la transferencia.

Pero además, como resulta evidente por (III.5), el superávit comercial externo que la economía se ve obligada a obtener en virtud de la retracción de la oferta de crédito internacional (y que, por hipótesis, está enteramente en manos privadas) aumenta las necesidades de financiamiento doméstico del sector público en forma directamente proporcional a su participación en los pagos efectivos de intereses al exterior. Más aún, dichas necesidades continuarán siendo positivas aunque el gobierno elimine su déficit fiscal de origen interno e incluso lo transforme en superávit, a menos que éste alcance una magnitud suficiente como para compensar la parte no refinanciada de los pagos externos. Tal es la dimensión *financiera* del problema de la transferencia.

3. Repercusiones financieras y dilemas de política

La doble faceta asumida por el problema de la transferencia debido a la estatización de una parte significativa de la deuda externa total, limitó severamente los márgenes de maniobra de la política económica y le impuso nuevas exigencias de consistencia interna. La imposibilidad de satisfacer tales exigencias fue, precisamente, la que determinó el carácter caótico del ajuste realizado por la economía argentina entre 1981 y mediados de 1985.

Una primera consecuencia de esta situación fue, durante el período considerado, que el ajuste realizado no siempre coincidió con el requerido por la restricción externa. En otras palabras, que el superávit comercial externo obtenido no siempre fue suficiente para saldar la parte no refi-

nanciada de los intereses externos y, por ese motivo, las necesidades financieras internas del gobierno fueron, en ocasiones, superiores a los recursos aportados por el superávit privado. El resultado fue, en esas oportunidades, la acumulación de *atrasos* en el cumplimiento de los compromisos externos. Desde un punto de vista analítico vale la pena destacar que, en el fondo, la acumulación de atrasos constituye un mecanismo de refinanciación *involuntaria* otorgada por los acreedores en el que, a diferencia de los casos usualmente considerados por la macroeconomía de desequilibrio, el "lado largo" del mercado (en este caso la demanda de crédito externo) prevalece sobre el "lado corto" (constituido por la oferta)¹².

En segundo lugar, el doble carácter del problema de la transferencia impuso a la política económica una serie de *dilemas* de difícil solución. El más evidente estuvo referido al manejo del tipo de cambio. En efecto, *ceteris paribus*, éste debía aumentar en términos reales para que los resultados de la balanza comercial mejorasen. En las nuevas condiciones creadas por la elevada participación del sector público en el endeudamiento externo, sin embargo, las devaluaciones cambiarías no sólo tenían efectos recesivos e inflacionarios (tradicionales en la economía argentina): al elevar el valor doméstico de los compromisos externos del gobierno, las devaluaciones también repercutían directamente sobre los desequilibrios fiscales, *amplificando* sus necesidades de financiamiento interno.

Esto nos trae de lleno a la cuestión que, a nuestro juicio, estuvo en la raíz de los profundos desequilibrios experimentados por la economía argentina durante el período de ajuste caótico: ¿de qué manera, y con qué consecuencias, consiguió el gobierno financiar domésticamente los

¹² Una presentación completa del análisis macroeconómico de desequilibrio puede encontrarse en Benassy (1982).

desfasajes presupuestarios originados por sus mayores compromisos externos, y que su política cambiaría tendría a amplificar?

En principio, el sector público podía haber intentado colocar un flujo mayor de títulos de deuda interna pagando una tasa de interés más elevada. Sin dudas esto habría tenido repercusiones recesivas, al desalentar la inversión privada. Sin embargo, ésta no era la principal dificultad. El problema más serio era, en realidad, la extrema *fragilidad* exhibida por el sistema financiero a partir de la crisis de 1980. En ese contexto que, como vimos, se caracterizaba por las crecientes dificultades encontradas por las empresas productivas para afrontar sus compromisos financieros, mayores tasas de interés significaban, en los hechos, aumentar la parte incobrable de las carteras activas de los bancos y, con ello, la fragilidad del sistema en su conjunto.

En otras palabras, mientras los mayores requerimientos del gobierno apuntaban al aumento de la tasa de interés interna, la necesidad de reducir la fragilidad del sistema financiero aconsejaba su disminución. En la práctica, el dilema planteado se resolvió en favor de la segunda alternativa: a mediados de 1982 el Banco Central reinstauró la regulación de las tasas de interés y un régimen cuasi centralizado de depósitos, poniendo fin al período de liberalización financiera iniciado con la reforma de 1977. Con el propósito de "licuar" los pasivos empresarios y de evitar la quiebra generalizada del sistema financiero, por su parte, las tasas de interés comenzaron a fijarse bien por debajo de la tasa de inflación.

Naturalmente, a medida que disminuía el valor real de las carteras activas de las entidades financieras, también caía el valor real de sus depósitos y, en consecuencia, la economía se desmonetizaba. En ese sentido, la "licuación" no fue más que un mecanismo de *socialización de pérdidas*

que hizo recaer en los depositantes buena parte del pago de los activos incobrables del sistema financiero. Pero al mismo tiempo, el control de la tasa de interés y la contracción del mercado crediticio fueron progresivamente privando al gobierno del recurso al endeudamiento interno como mecanismo de ajuste a la restricción externa.

Descartada esta alternativa, al gobierno sólo le restaban dos opciones: reducir sus necesidades de financiamiento recortando el déficit fiscal de origen interno, o bien cubrir las apelando exclusivamente a la emisión monetaria.

Consideremos este último mecanismo con un poco más de detalle. Obviamente, cuando el gobierno emite dinero lo que aumenta es, en principio, la circulación *nominal* de saldos monetarios. Sin embargo, lo que interesa al gobierno es que ese flujo cubra sus necesidades *reales* de financiamiento interno. Por lo tanto, si denotamos con ΔM al aumento nominal de los saldos monetarios durante un período determinado y con P al nivel de precios promedio en el mismo lapso, suponiendo que el gobierno cubre íntegramente sus necesidades reales de financiamiento interno con emisión monetaria podemos escribir:

$$NFG = \frac{\Delta M}{P} \quad (\text{III. 6})$$

donde $(\Delta M/P)$ representa el aumento real de los saldos monetarios en el período considerado que, luego de algunas manipulaciones algebraicas, puede expresarse de la siguiente manera:

$$\frac{\Delta M}{P} = \Delta m + p m \quad (\text{III. 7})$$

En esta última expresión $m = M/P$ representa el stock

real de saldos monetarios en circulación al comienzo del período de análisis, Δm su incremento durante dicho lapso y p la tasa de inflación del mismo período.

De acuerdo con (III. 7), pues, es posible descomponer analíticamente el financiamiento real proporcionado al gobierno por la emisión monetaria en dos partes: a) aquella que viene dada por el aumento del stock real de saldos monetarios (Δm) y representa, por lo tanto, un incremento efectivo de la riqueza real del sector privado y, b) aquella que viene dada por el deterioro que la inflación produce en el stock inicial de saldos monetarios reales ($p m$) y no genera, por lo tanto, ningún aumento en la riqueza real del sector privado.

La literatura convencionó en denominar a esta última parte (tal vez con cierta ligereza) impuesto inflacionario. Con esa expresión se quiere designar el financiamiento real adicional que obtiene el gobierno por encima del incremento de su endeudamiento real con el sector privado (cuando la inflación es mayor que cero) debido a su capacidad de emitir dinero¹³.

Como resulta evidente, sin embargo, la existencia del impuesto inflacionario es independiente de las causas que determinan el ritmo de inflación. En tal sentido, una primera posibilidad sería que, dada la función de demanda de saldos monetarios reales del sector privado y el mecanismo de determinación de sus expectativas inflacionarias, la tasa de inflación se determinase endógenamente a fin de proporcionar al gobierno los recursos necesarios para cubrir

¹³ Aunque el tema excede los límites del análisis que nos hemos propuesto, vale la pena acotar —en relación a este punto— que la posibilidad de recaudar impuesto inflacionario no es exclusiva del gobierno, sino que está abierta a cualquier agente —público o privado— capacitado para emitir títulos de deuda. La condición será, en cualquier caso, que la tasa de inflación sea superior al rendimiento nominal del título en cuestión.

su demanda de financiamiento interno (aunque bajo ciertas condiciones, que no viene al caso detallar aquí, semejante forma de financiamiento podría desembocar en un proceso hiperinflacionario)¹⁴.

La idea de un mecanismo de transmisión que liga la determinación de la tasa de inflación a las necesidades de financiamiento del sector público a través de la emisión monetaria (idea que sugiere que, dentro de ciertos límites, el gobierno puede manipular la inflación como un instrumento más de política económica) es la que subyace en la noción de que el proceso de redistribución de riqueza del sector privado al público que la inflación ocasiona es un "impuesto".

No obstante, como ya discutimos ampliamente, las raíces del proceso inflacionario argentino, al menos durante el período que nos ocupa, no estuvieron en el mercado monetario. Ahora bien, si la inflación es *exógena* al funcionamiento de dicho mercado, no existe mecanismo alguno que ajuste el impuesto inflacionario a las necesidades financieras del sector público. Por lo tanto, fijada exógenamente

¹⁴ Suponiendo —al solo efecto de simplificar el análisis— que el sector privado anticipa perfectamente la inflación de cada período, podemos considerar que su demanda de saldos monetarios reales al final del período considerado (m_{+1}^d) es función de la tasa de inflación de ese período: ($m_{+1}^d = m_{+1} (p)$). Dado el stock inicial de saldos monetarios reales (m), el incremento deseado de dicho stock durante el período también lo será:

$\Delta m^d = m_{+1}^d - m = m_{+1} (p) - m = \Delta m(p)$. En ese caso, teniendo en cuenta (III.6) y (III.7), el equilibrio en el mercado monetario puede expresarse, en términos de flujos, de la siguiente manera: $NFG = \Delta m (p) + p m$. El lado izquierdo representa la oferta-flujo de dinero, el lado derecho la demanda-flujo, y la tasa de inflación es la variable que se ajusta para igualar ambas magnitudes. Sobre la posibilidad de un sendero de ajuste explosivo para la tasa de inflación en un modelo de ese tipo véase, entre otros, Canavese (1986).

la transferencia de recursos por vía del impuesto inflacionario, la única posibilidad que tiene el gobierno de cerrar su presupuesto recurriendo a la emisión de dinero es *forzar* al sector privado (o a parte de él) a acumular en cartera saldos monetarios reales *superiores* a los deseados.

Es interesante observar, en este punto, la analogía entre esta situación y la originada, a nivel de las transacciones financieras internacionales de la economía, por los atrasos en el cumplimiento de los compromisos externos. Sin embargo, la analogía acaba allí. Mientras los acreedores externos sólo pueden recurrir a mecanismos institucionales de negociación para evitar la acumulación de atrasos, los acreedores internos tienen un mecanismo de ajuste mucho más directo: pueden, simplemente, *huir* del dinero hacia bienes u otros activos financieros.

Ambas cosas ocurrieron durante el período de ajuste caótico. Como era de esperar, habida cuenta de las pésimas expectativas de rentabilidad de los empresarios (reflejadas en los deprimidos precios de mercado de los bienes de capital) y de las dificultades impuestas por la restricción externa a las importaciones de bienes de capital, la huida a bienes se materializó en mayor demanda de consumo y no de inversión. La efímera recuperación de la actividad económica durante 1983-84 estuvo, en buena medida, sustentada por ese proceso.

La huida hacia otros activos financieros tuvo consecuencias aún más negativas: habida cuenta de las regulaciones de tasas de interés en el sistema financiero institucionalizado, el resultado fue el auge de los mercados financieros paralelos, en particular del mercado negro de divisas. Al traducirse en exceso de demanda en el mercado paralelo del dólar, la huida del dinero recurrentemente tendió a ampliar la brecha existente entre la cotización de dicho mercado y el tipo de cambio oficial, estimulando las opera-

ciones de subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones. Obviamente, una situación de esta naturaleza complica simultáneamente el ajuste externo y fiscal, pues reduce el superávit comercial oficialmente registrado en el balance de pagos y disminuye la base tributaria del fisco. Como ya vimos, por otra parte, si el gobierno devalúa para cerrar la brecha cambiaria y sostener el superávit comercial obtendrá, como efectos colaterales, la aceleración de la inflación y la amplificación de los desequilibrios fiscales.

La fragilidad del sistema financiero impidió que el gobierno se financiase aumentando la tasa de interés. La exogeneidad de la dinámica inflacionaria y la dolarización de los portafolios privados, por su parte, pusieron un techo al financiamiento accesible mediante la emisión monetaria. Por ambas razones, el gobierno no pudo eludir la reducción de su déficit fiscal de origen interno. Debido al anacronismo de su estructura impositiva, a los estragos producidos por la persistente aceleración inflacionaria en sus ingresos tributarios y a la rigidez de sus gastos corrientes, ella se efectuó fundamentalmente mediante el ajuste de la inversión pública.

Como insistimos en repetidas oportunidades a lo largo del trabajo, el componente de la absorción doméstica que liberó los recursos reales necesarios para el ajuste externo de la economía fue, básicamente, la inversión agregada.

En tal sentido, la consideración de la cuestión fiscal involucrada en el problema de la transferencia no sólo permitió comprender mejor los dilemas de política enfrentados por el gobierno, los desequilibrios surgidos en los mercados financieros y la persistente aceleración inflacionaria que caracterizaron el período de ajuste caótico. Los mecanismos que indujeron la drástica caída de la inversión también estuvieron asociados a dicha cuestión. La

inversión pública, como recién señalamos, debió reducirse para ajustar el déficit fiscal de origen interno a la disponibilidad de financiamiento doméstico. Aunque la inversión privada no es variable de decisión del gobierno, tampoco es difícil encontrar razones para explicar su caída. En primer lugar, en economías semiindustrializadas como la argentina la inversión privada es, al menos en parte, complementaria de la inversión pública. En segundo lugar, la aceleración inflacionaria, la inestabilidad de precios relativos y los fuertes desequilibrios financieros asociados al proceso de ajuste fueron generando un clima de incertidumbre creciente que, sin dudas, repercutió desfavorablemente sobre la tasa de retorno esperada de la inversión. Finalmente, las dificultades ya mencionadas para que el ahorro privado se canalizase a través del sistema financiero institucionalizado impulsaron al gobierno a racionar la oferta de crédito al sector privado: en la práctica, la forma que asumió dicho racionamiento fue la adopción de elevadas exigencias de efectivo mínimo, muy superiores a las necesidades técnicas de las entidades financieras.

4. El desempeño de la economía en el nuevo contexto

Por las razones analizadas a lo largo de esta sección, el período que se extiende desde marzo de 1981 hasta el inicio del Plan Austral, en junio de 1985, fue un período económicamente muy inestable. A pesar de la vertiginosa sucesión de políticas que lo caracteriza, dicho período presenta, como vimos, dos rasgos comunes:

- a) la necesidad de obtener y preservar elevados saldos superavitarios en el comercio exterior;
- b) la imposibilidad de canalizar *ordenadamente*, por medio del sistema impositivo o a través de los mercados

financieros, las transferencias domésticas exigidas por el servicio de la deuda externa del gobierno.

Con respecto a la primera cuestión, a partir de 1982 la economía pasó a generar saldos comerciales crecientemente superavitarios: 2.300 millones de dólares en ese año, que llegaron a 4.500 millones en 1985.

Dichos saldos se obtuvieron, básicamente, por vía de una brutal contracción de las importaciones, que cayeron casi un 45 % a lo largo de 1982 y siguieron reduciéndose durante los años siguientes. Las exportaciones, por su parte, cayeron más de un 16 % en 1982 y aunque luego comenzaron a recuperarse, en 1985 aún estaban casi un 8 % por debajo de su valor de 1981.

Sin embargo, el peso de los servicios financieros, que fue en promedio de 5.300 millones de dólares entre 1982 y 1985, sumado al crónico saldo negativo de los servicios reales, mantuvo deficitaria la cuenta corriente. Esta situación determinó que la deuda externa neta siguiera creciendo: los 32.000 millones de dólares de 1981 se hicieron 44.000 millones en 1985. El aumento del endeudamiento externo corrió por cuenta del sector público. A través de diversos mecanismos promovidos por el mismo gobierno, en cambio, la deuda privada se redujo. Su participación en el total, que en 1980 era de aproximadamente el 47 %, apenas fue del 20 % en 1985.

La sensible mejoría de la *performance* externa de la economía, al menos en el plano comercial, no fue suficiente para hacer más fluida la relación con los acreedores externos. Todo el período se caracterizó por una sucesión de negociaciones interrumpidas que eran seguidas por nuevas negociaciones. Esto provocó la acumulación de atrasos en el cumplimiento de las obligaciones externas y mantuvo a la economía en un permanente estado de incertidumbre.

En el plano doméstico, por otra parte, el ajuste externo resultó fuertemente recesivo. Después del crecimiento especulativo de 1979 y del estancamiento de 1980, el PBI acumuló una caída de casi el 12 % en 1981-82, se recuperó sólo parcialmente durante 1983 y los tres primeros trimestres de 1984 (registrando un aumento acumulado del 5,5 % para los dos años considerados globalmente) y volvió a disminuir desde el último trimestre de 1984 hasta el tercer trimestre de 1985 inclusive, por lo que en ese año la tasa de crecimiento del producto volvió a ser negativa (-4,5 %) a pesar de la reactivación inducida por el Plan Austral a partir del cuarto trimestre del año. Como ya señalamos en la primera sección, además, el ajuste reposó fundamentalmente sobre la inversión, que fue el componente de la demanda agregada que lideró la caída de la actividad económica, reduciendo su participación en el producto del 23 % en 1980 al 11 % en 1985.

La obtención de saldos comerciales superavitarios y la tendencia recesiva de la actividad doméstica estuvieron, en buena medida, asociadas a la evolución de los precios relativos y, en particular, del tipo de cambio real, cuyo valor se triplicó a lo largo de 1981-82 como resultado de la sucesión de maxidevaluaciones adoptadas en ese período. Las presiones sindicales en 1983 y el intento redistributivo del nuevo gobierno en 1984, revirtieron temporariamente la tendencia de los años anteriores y, junto a otros factores, posibilitaron una débil recuperación de la actividad económica. De todos modos, el tipo de cambio real permaneció muy por encima de los niveles de 1980. En el último trimestre de 1984, un nuevo acuerdo contingente con el FMI puso fin al breve período de expansión. Durante el primer semestre de 1985, mientras la actividad retomaba su tendencia declinante, el tipo de cambio real volvía a subir.

A lo largo de todo el período, por otra parte, las violentas oscilaciones de los precios relativos se tradujeron en una explosiva aceleración del proceso inflacionario. Medida por el IPC, la inflación llegó al 700 % anual en 1984 y superaba el 30 % mensual al finalizar el primer semestre de 1985.

Además de sus repercusiones reales, la crisis externa y el ajuste posterior tuvieron serias derivaciones financieras. Como dijimos más arriba, a comienzos de 1981 el sistema financiero institucionalizado estaba al borde del colapso, debido a la inmovilización de sus carteras activas y a la fuga de depósitos. Durante todo ese año el gobierno sostuvo a las entidades mediante líneas de rescuento subsidiadas, creadas especialmente para tal fin. De esa manera, sin embargo, no hizo más que postergar la resolución del problema, permitiendo que la fuga de capitales continuase.

A mediados del año siguiente, el drenaje de divisas había menguado pero la situación financiera interna no mejoraba. Por ese motivo, el gobierno optó por una solución drástica: la "licuación" de las deudas domésticas y la socialización de las pérdidas. Para ello, pasó a controlar las tasas de interés nominales, fijándolas ex professo bien por debajo del ritmo inflacionario. De este modo, el valor real de los activos incobrables del sistema financiero se redujo sensiblemente. Como es obvio, el valor real de los depósitos cayó en la misma medida.

En otras palabras, lo que permitió reducir el endeudamiento interno y desahogar la situación de las entidades financieras fue la brutal transferencia de riqueza que se produjo entre ahorristas y deudores. La misma, además, se dio en el marco de un fuerte achicamiento del sistema institucionalizado en su conjunto.

La otra cara de la desarticulación financiera fue la expansión de los mercados no institucionalizados. En primer

lugar, de un activo mercado paralelo de divisas, como resultado de la dolarización de los portafolios privados. Pero también, de un mercado de crédito "interempresario" al margen del mercado formal.

La dimensión del proceso de desmonetización y desintermediación financiera formal se pone de manifiesto en las siguientes cifras. La relación M_1/PBI , que en 1980 era del 8,6 %, resultaba apenas del 3,4 % en el segundo trimestre de 1985. Por su parte, la relación M_2/PBI (donde M_2 incluye todos los depósitos a interés del sistema financiero institucionalizado) cayó aún más rápidamente: del 32,1 % en 1980 al 10,8 % en el segundo trimestre de 1985.

Mientras tanto, los pagos cada vez mayores de intereses externos que debía realizar el gobierno y las devaluaciones destinadas a reequilibrar el balance de pagos, hicieron subir fuertemente las erogaciones del sector público. Como sus ingresos corrientes (erosionados de manera creciente por la aceleración inflacionaria inducida por la propia política cambiaria) no conseguían aumentar al mismo ritmo, los desequilibrios presupuestarios del gobierno se iban agravando. En 1983, el déficit fiscal superó el 15 % del PBI y durante el año y medio siguiente el nuevo gobierno no logró reducirlo significativamente.

De alguna manera, el sector público siempre satisface su restricción presupuestaria. Como la posibilidad de hacerlo captando ahorro voluntario del sector privado era cada vez menor debido al proceso de desmonetización y desintermediación financiera que tenía lugar, el gobierno debió apelar crecientemente a formas desordenadas y poco ortodoxas de financiamiento: el impuesto inflacionario, derivado de una emisión monetaria cada vez más intensa, y el racionamiento crediticio al sector privado, producto de las elevadas exigencias de efectivo mínimo dispuestas en el sistema financiero institucionalizado.

Cuando esto no fue suficiente, se acabó aplicando severos cortes a la inversión pública.

Naturalmente, los cortes en la inversión pública y las crecientes distorsiones financieras contribuyeron a reforzar las tendencias recesivas impuestas por la evolución de los precios relativos. Las distorsiones financieras, además, afectaron sensiblemente a la inversión privada, porque la explosividad del proceso inflacionario, la volatilidad de los precios relativos y la indefinición de las negociaciones externas hacían cada vez más incierto el contexto económico y, en segundo lugar, porque el sector público postergaba la demanda privada de crédito en el sistema institucionalizado.

En síntesis, desde 1981 la economía argentina venía ajustándose de forma cada vez más caótica a una complicada situación externa. A la recesión económica se sumaban el colapso de la inversión, una permanente aceleración inflacionaria asociada a violentos cambios de precios relativos, agudos desequilibrios fiscales y una creciente desarticulación de las relaciones financieras internas.

En el primer semestre de 1985 la economía estaba al borde de la hiperinflación, la moneda doméstica estaba desapareciendo, los márgenes de maniobra de la política económica se estrechaban aceleradamente y la capacidad de negociación externa era prácticamente nula. En semejantes condiciones, la continuidad del ajuste se estaba volviendo insostenible, no tanto por el deterioro productivo, que era muy fuerte, sino por una cuestión más básica: la creciente *desorganización* de las relaciones económicas y financieras.

CAPITULO IV

CONSIDERACIONES FINALES

A lo largo de este trabajo hemos reseñado, de manera bastante detallada, los principales aspectos de nuestros estudios más recientes sobre el funcionamiento de los mercados financieros en la economía argentina de la última década, antes de la puesta en marcha del Plan Austral.

Como se desprende de la propia lectura de este texto, dichas investigaciones —naturalmente— encararon problemas distintos y se ocuparon de períodos diferentes. Todas ellas, sin embargo, coinciden en una cuestión básica: la forma de abordar teóricamente las cuestiones financieras de la economía. Consecuentemente, el propósito de esta sección —más que reiterar a modo de conclusión conceptos ya desarrollados en las secciones precedentes— es el de explicitar, de la manera más sintética posible, el común enfoque teórico que subyace en los referidos estudios.

En una primera aproximación, dicho enfoque podría rotularse —apelando a la autoridad de dos nombres de reconocido prestigio en la literatura anglosajona— como enfoque “hicksiano-tobiniano” de los fenómenos financieros. Dos principios lo caracterizan: a) la sustancial *historicidad* asignada a dichos fenómenos y, b) el tratamiento de los *precios como variables exógenas* al funcionamiento de los mercados financieros y de las cuentas fiscales. Consideremos ambas cuestiones un poco más detenidamente.

En relación a la historicidad como criterio necesario —ciertamente no suficiente— para hacer buena teoría monetaria, ya hemos citado en la introducción de este trabajo la opinión de Hicks. En otros autores podemos encontrar argumentos equivalentes¹⁵.

Cabe preguntarse, sin embargo, qué entienden estos autores por historicidad de la teoría monetaria. A esta cuestión, Hicks responde lo siguiente¹⁶: la teoría debe ser histórica porque su objeto —el dinero, y más en general los activos financieros— es un fenómeno imposible de analizar fuera de su propia evolución temporal. Más concretamente, los cambios ocurridos a través del tiempo en las instituciones monetarias y financieras públicas y privadas, y el gradual desarrollo de un sistema financiero más y más complejo, no podían dejar de afectar la teoría monetaria. En efecto, los interrogantes que ella debe explicar en un sistema con —por ejemplo— bancos, compañías de seguros, mercado de valores y fondos de inversión son, sin lugar a dudas, completamente distintos a los planteados en un sistema monetario sin tales instituciones. Siempre según Hicks, no debería sorprender —por lo tanto— que la teoría monetaria de Hume y Ricardo fuera totalmente diferente a la sustentada por Wicksell, y que ésta no tuviese mucho en común con la de Keynes. Tampoco debería llamar la atención que ninguna de ellas fuese adecuada para analizar los nuevos fenómenos planteados a partir de la década del '70 por la crisis del sistema monetario internacional diseñado en Bretton Woods, por el shock de las materias

¹⁵ La referencia a Hicks corresponde al trabajo mencionado en la nota 1. Entre los otros autores a que hace referencia el texto merecen destacarse —en el ámbito de la literatura macroeconómica anglosajona— a Tobin (1969 y 1982), Leijonhufvud (1968), Minsky (1975 y 1982) y Taylor (1979 y 1983).

¹⁶ El pasaje a continuación reproduce, más o menos literalmente, lo expresado por Hicks (1977).

primas y por el desarrollo en escala sin precedentes de los mercados financieros internacionales.

Si esta perspectiva es la más conveniente, para estilizar correctamente las relaciones financieras de una economía no bastará con derivar rigurosamente las funciones de oferta y demanda de un único agregado monetario —más o menos arbitrariamente elegido— a partir de la conducta optimizadora de los agentes económicos, como es el caso de los modelos monetaristas situados al margen del tiempo y del espacio. Antes de discutir las hipótesis de comportamiento de los agentes, es preciso abordar una cuestión aún más importante: los *criterios de agregación* que permitirán definir las variables relevantes para el análisis. Esto involucra tanto a los *activos y pasivos financieros* (que pueden resultar más o menos líquidos, tener diversos plazos de maduración, transarse internacionalmente o sólo en mercados nacionales, ofrecer rendimientos diferentes, etcétera) como a los *propios agentes* que operan con ellos (que pueden ser nacionales o extranjeros, intermediarios o no, pertenecer al sector público o a diferentes grupos privados, etcétera). Como afirma Leijonhufvud¹⁷:

si bien "...los economistas prestan generalmente mucha más atención a especificar y defender las relaciones cualitativas entre los agregados de sus modelos, que a justificar una particular elección de agregados..." y, en consecuencia, "...los agregados tienden a convertirse en convenciones profesionales que raramente son examinadas...", el procedimiento de agregación es (al menos) tan importante para determinar las propiedades de un modelo económico como lo son los supuestos que se hacen acerca de las relaciones entre los agregados".

¹⁷ La referencia corresponde a Leijonhufvud (1968), p. 111.

De acuerdo con este enfoque, por lo tanto, la estructura financiera de una economía determinada en un período determinado estará definida por su correspondiente matriz de activos y pasivos financieros¹⁸. En principio, la matriz tendrá tantas filas como activos circulen en esa economía, y tantas columnas como agentes operen con ellos. En la práctica, por supuesto, la construcción de esa matriz es una tarea imposible, y el análisis —para ser fructífero— deberá desarrollarse a partir de una matriz de dimensiones mucho menores, consolidando activos de características semejantes en un número más pequeño de categorías (filas) y agregando agentes con pautas de comportamiento similares en un número más reducido de sectores (columnas).

El nivel de agregación resultante dependerá, como es lógico, de la naturaleza de los problemas que el modelo se proponga abordar y de las preferencias del analista. Pero para que el análisis constituya un aporte sustantivo al conocimiento de la economía considerada y no sea apenas un mero ejercicio especulativo, los agregados elegidos deberán reflejar —de una forma u otra— las características específicas de su estructura financiera.

La elección de los agregados más relevantes para el análisis representa, sin dudas, una de las cuestiones fundamentales asociadas a la aplicación del criterio de historicidad. En relación con este criterio existe, todavía, una segunda cuestión de importancia. Supongamos que ya han sido definidos los activos y agentes incorporados al modelo. Estos últimos, sin embargo, no operan en el vacío. Sus decisiones —cualesquiera sean sus determinantes subjetivos— están siempre acotadas, en mayor o menor medida según el caso, por un conjunto de condicionantes supraindividuales. Dichos condicionantes pueden ser desde hábi-

¹⁸ El punto aparece fuertemente enfatizado en Tobin (1983).

tos y convenciones culturales más o menos difusos, hasta normas e instituciones más precisas destinadas a enmarcar —legal o tácitamente— las transacciones financieras. En este último grupo se encuentran, en particular, las instituciones que definen el sistema financiero y cambiario de la economía, así como las políticas públicas adoptadas en esa materia. En el caso de una economía abierta, también habrá que reconocer como elementos condicionantes a las modalidades operativas de los mercados financieros internacionales.

En suma, la especificidad del funcionamiento financiero de cualquier economía —tanto en el tiempo como en el espacio—, no sólo está referida a los activos y agentes relevantes en cada oportunidad, sino también al contexto institucional y de política vigente en cada ocasión.

Consideremos ahora el segundo principio teórico común al conjunto de investigaciones reseñadas en este trabajo. Este se refiere al tratamiento de los precios como variables exógenas al funcionamiento de los mercados financieros.

En relación a esta cuestión, lo primero que debe admitirse es que los mecanismos de formación de precios también están históricamente determinados. Sin embargo, esta circunstancia no impidió (más bien todo lo contrario) que con el tiempo diversas formas de administración de precios fuesen cobrando creciente importancia, tanto en las economías industrializadas como en las semiindustrializadas, restringiendo cada vez más la extensión de los mercados donde los precios se establecen por el libre juego de la oferta y la demanda¹⁹.

Desde el punto de vista macroeconómico, este proceso ha tenido una singular importancia para el análisis de la

¹⁹ Este enfoque coincide con el planteado originalmente por Kalecki (1956) y desarrollado más tarde por Hicks y Okun (1981), entre otros.

dinámica inflacionaria. Como ya argumentamos en una sección anterior, en esas condiciones el nivel de precios y su tasa de variación tienden a estar mucho menos asociados a la evolución nominal de la demanda agregada que a los cambios de precios relativos. Por esta vía, en consecuencia, los determinantes del proceso inflacionario están más directamente vinculados al funcionamiento del mercado de trabajo, de los mercados de materias primas y del sector externo, que a los desequilibrios de los mercados financieros²⁰.

Las implicaciones teóricas y prácticas de este hecho tienen un enorme alcance. Si la hipótesis que hemos expuesto es correcta, las relaciones de causalidad entre déficit fiscal, emisión monetaria e inflación son inversas a las formuladas por los modelos monetaristas. Por un lado, esta circunstancia hace que las políticas monetarias y fiscales restrictivas sean ineficaces como instrumentos de estabilización y tengan, además, consecuencias recesivas. Por el otro, la exogeneidad de los precios impide que las transferencias de riqueza determinadas por la inflación se ajusten endógenamente a las necesidades de recursos derivadas de los desequilibrios presupuestarios del sector público, limitando significativamente los márgenes de maniobra de la política económica.

Los criterios de historicidad y exogeneidad de precios que acabamos de discutir son, en principio, válidos tanto para la teoría monetaria de las economías industrializadas como para la de las economías semiindustrializadas.

Sin embargo, entre el funcionamiento de unas y otras existen profundas diferencias que es necesario tener en

²⁰ Para una completa reseña del tema, véase Frenkel (1986). Incidentalmente, la lectura de este trabajo permite comprobar la notable semejanza teórica existente entre el funcionamiento del mercado de trabajo y el funcionamiento del mercado financiero.

cuenta, no sólo a la hora de hacer teoría, sino también cuando se elabora la política económica.

Es evidente, por una parte, que la historicidad de las economías industrializadas y semiindustrializadas no es la misma. En las primeras, los cambios en las instituciones monetarias y financieras requieren, por lo general, décadas para desarrollarse. A esos cambios apuntaban, obviamente, las observaciones de Hicks comentadas más arriba. La estructura financiera de esas economías será, por lo tanto, relativamente estable —al menos en comparación a la de las economías semiindustrializadas.

Por razones que no viene al caso discutir aquí, la estructura financiera de estas últimas es, por el contrario, mucho más volátil, y lo propio sucede —en grado superlativo— con los hábitos, normas y políticas que regulan las actividades en ese sector. La evolución de la economía argentina durante la última década constituye un ejemplo extremo de este fenómeno.

Por otra parte, aunque en ambos casos la dinámica de los precios puede considerarse exógena al funcionamiento de los mercados financieros, la naturaleza de la inflación en unas y otras ha sido, sobre todo en los últimos diez a quince años, notoriamente diferente: un fenómeno crónico en la mayoría de las economías desarrolladas, pero, en cambio, una disfunción aguda en numerosas economías en vías de desarrollo —la argentina entre ellas—. Ya hemos tratado en el texto, con cierto detalle, los problemas específicos de la alta inflación, en particular la inercia que ella imprime al proceso inflacionario y la extrema incertidumbre que incorpora a la formación de expectativas.

Del reconocimiento de estas diferencias se derivan algunas conclusiones de suma importancia.

En primer lugar, el análisis financiero de las economías

semiindustrializadas siempre debe hacer explícita la elección de las variables —activos y agentes— juzgadas relevantes para la modernización, así como la configuración institucional y de políticas que enmarca las relaciones financieras de la economía. Está claro, en este sentido, que los frecuentes cambios experimentados en estos países en ambos niveles —contexto institucional y menú de activos financieros— acotan significativamente la validez temporal del análisis. Las investigaciones reseñadas en este trabajo ponen claramente de manifiesto este punto: el análisis de la experiencia argentina de liberalización y apertura de fines de la década pasada requiere un modelo diferente al necesario para estudiar el proceso de ajuste externo posterior, y la validez de este último concluye, por su parte, con el corte ocasionado por el Plan Austral.

En segundo lugar, la propia rapidez con que se suceden los cambios, sumada a las características de la alta inflación, ha resaltado la importancia teórica de ciertos fenómenos que no han sido suficientemente debatidos en los países desarrollados, donde se produce la mayor parte de la literatura macroeconómica, seguramente porque esos fenómenos son menos evidentes y problemáticos en dichos países.

No es el propósito de este trabajo discutir en profundidad este asunto, aunque a título de ejemplo vale la pena mencionar cuatro cuestiones, presentes de una u otra forma en los estudios reseñados, que ilustran este punto. La primera se refiere al tema de la incertidumbre. En el análisis tobiniano tradicional de selección de portafolio, la incertidumbre asociada al rendimiento de cada activo (medida por el desvío típico de su distribución de probabilidad) se considera normalmente invariable, como resultado de la estabilidad asumida en la formación de expectativas.

Esta hipótesis puede llegar a ser adecuada en el caso de mercados normalmente estables, que están expuestos apenas a pequeñas variaciones de sus parámetros. En cambio, resulta difícil aceptar que las expectativas sean estables y la incertidumbre pueda medirse a través del cálculo objetivo de probabilidades basado en la experiencia pasada, cuando la volatilidad de las decisiones y las abruptas fluctuaciones de sus parámetros caracterizan el funcionamiento de los mercados financieros, como es lo habitual en las economías semiindustrializadas y, en particular, en la economía argentina. En ese caso, por el contrario, parece más correcto explicitar en el análisis la prima de incertidumbre asociada al rendimiento de cada activo y tratarla, a la manera keynesiana, como una variable sujeta a bruscas alteraciones ante cambios más o menos repentinos en los estados de opinión de los agentes económicos. Este procedimiento no sólo tiene la ventaja de facilitar la discusión sobre el papel de la incertidumbre. Más importante es que también permite explicar la explosividad potencial de las reasignaciones de portafolio en situaciones de crisis, fenómeno que no tiene cabida, en cambio, en el enfoque tradicional.

En segundo término, aunque asociado al anterior, está el tema de la fragilidad financiera, planteado en la literatura anglosajona por Minsky²¹. Como muestra Dreizen (1985), en condiciones de alta inflación, elevada incertidumbre y acortamiento extremo de los plazos de maduración de las operaciones financieras, prácticamente la totalidad de los deudores se ven forzados a financiarse de manera especulativa o "Ponzi"²². De esta manera la

²¹ Los trabajos agrupados en Minsky (1982) proporcionan una buena aproximación al tema.

²² El financiamiento de tipo especulativo, según la denominación empleada por Minsky, se caracteriza porque los pagos por

fragilidad financiera de la economía aumenta dramáticamente, y con ella también lo hace la probabilidad de que algún acontecimiento inesperado o, simplemente, un repentino cambio de expectativas desencadenen una crisis generalizada y explosiva del sistema financiero.

La tercera cuestión tiene que ver con la endogeneidad del nivel y la distribución de la riqueza. El análisis macroeconómico convencional de corto plazo —elaborado básicamente en los países desarrollados— en general considera que ambos son datos exógenamente determinados. En cuanto al valor total de la riqueza, éste depende de las expectativas sobre el rendimiento futuro de los diferentes activos —cuyo valor presente define su precio—. Si las expectativas son estables, la hipótesis de exogeneidad de la riqueza total se justifica. Si las expectativas son inestables, en cambio, ella debe considerarse endógena aún en el corto plazo. Como los activos y pasivos no están uniformemente distribuidos entre los agentes económicos, otro tanto ocurre con la distribución de la riqueza. Estas son las que podríamos llamar variaciones ex-ante de dichas variables.

Ex-post, el valor total y la distribución de la riqueza también pueden variar como resultado de alteraciones inesperadas de política económica —devaluación del tipo de cambio, modificación de tasas de interés administradas por el gobierno, etcétera— o de acontecimientos exógenos —movimientos en los precios o tasas de interés internacionales, etcétera.

servicios de la deuda superan, durante cierto período, a los ingresos esperados. Por su parte, el financiamiento de tipo "Ponzi", así denominado en recuerdo de un "audaz" banquero bostoniano de los años '20 mencionado por Kindleberger (1978), se caracteriza porque los ingresos esperados, al menos durante cierto período, no alcanzan a cubrir ni siquiera la totalidad de los intereses adeudados.

Ambos fenómenos, que son un hecho corriente en la mayoría de las economías semiindustrializadas, tienen notorios efectos sobre el sector real de la economía. Las variaciones en la riqueza ex-ante, porque ésta constituye uno de los argumentos de las funciones de decisión de los agentes económicos; las variaciones en la riqueza ex-post, porque la misma representa una restricción presupuestaria que limita tales decisiones.

Finalmente, está la cuestión del papel de la autoridad monetaria y de los mecanismos de transmisión de sus políticas. En una economía volátil, incierta y de alta inflación, y con un sistema financiero extremadamente frágil, las funciones de la autoridad monetaria no pueden limitarse —aunque se lo proponga— a regular la cantidad de dinero o las tasas de interés. La necesidad de evitar la desestabilización de un sistema financiero que siempre se asienta sobre bases precarias, impone a dicha autoridad nuevas tareas y, en particular, extiende enormemente su papel como garante del sistema y prestamista de última instancia.

Una importante consecuencia de la ampliación de funciones de la autoridad monetaria es el surgimiento de nuevos mecanismos de transmisión de sus políticas. Por un lado es evidente, como ya comentamos, que sus decisiones pueden convertirse en un poderoso mecanismo de redistribución de riqueza. Las diversas medidas adoptadas por el Banco Central para socializar las pérdidas privadas ocasionadas por las crisis financieras y cambiarias experimentadas durante la última década por la economía argentina, constituyen un claro ejemplo en este sentido.

Por otro lado, la propia percepción que los agentes económicos se forman respecto a las nuevas funciones de la autoridad monetaria repercutirá sobre sus decisiones y tendrá, por lo tanto, efectos reales. Lo que estamos afirmando puede ilustrarse, por ejemplo, con la actitud

de los agentes en relación a la posibilidad de falencia. Si, como resultado del comportamiento de la autoridad monetaria, los agentes asignan una baja probabilidad a dicho evento, su conducta se volverá menos adversa al riesgo y, en consecuencia, la economía aún más inestable²³.

Las reflexiones teóricas que acabamos de realizar están orientadas a una mejor comprensión de los fenómenos financieros de la economía pero, ciertamente, también tienen una enorme relevancia desde el punto de vista de la política económica. Particularmente, esto es así en el caso de las políticas antiinflacionarias y de ajuste externo que nuestra economía, y muchas otras en condiciones semejantes, debieron adoptar en los últimos años.

No quisiéramos concluir este trabajo sin destacar la importancia de este punto. Para ello bastará mencionar tres ejemplos extraídos de las secciones anteriores del propio trabajo.

El primero se refiere a la política de pautas cambiarias aplicada entre diciembre de 1978 y marzo de 1981. Como ya explicamos extensamente, sus catastróficos resultados se debieron, en buena medida, a un enfoque teórico inadecuado para la economía argentina, que partía de un diagnóstico equivocado de su proceso inflacionario y descon sideraba la elevada incertidumbre intrínseca en su funcionamiento.

El segundo se refiere a las políticas fiscales seguidas durante el periodo de ajuste caótico que sucedió a la crisis de la experiencia aperturista. Durante todo ese lapso, como vimos, el déficit fiscal se mantuvo en niveles elevados. El enfoque ortodoxo de éste tiende a identificarlo con la presencia de excesos de absorción doméstica y/o

²³ El fenómeno es discutido, con mayor detalle, en Arida y Taylor (1986).

con el desplazamiento de la inversión privada ("crowding-out"). El remedio propuesto siempre es, en consecuencia, la reducción del gasto público en bienes y servicios reales. Ello permitiría, al mismo tiempo, reducir los desequilibrios externos y aumentar la inversión privada sin afectar el nivel de actividad. Adicionalmente, tendería a desacelerar el ritmo de inflación.

Como vimos, sin embargo, después de la crisis del modelo aperturista los desajustes fiscales tuvieron un fuerte componente financiero. Este estaba asociado al enorme endeudamiento externo asumido por el gobierno y al pago de los intereses correspondientes. A corto plazo constituía, por lo tanto, un dato exógenamente determinado. El origen de los desequilibrios externos, por su parte, obedecía en lo fundamental a los mismos factores y no a una excesiva absorción doméstica. En esas condiciones, la reducción del gasto público en bienes y servicios reales no tuvo los efectos previstos por el enfoque ortodoxo. En efecto, si bien contribuyó a mejorar los resultados de la balanza comercial, lo hizo al costo de profundizar las tendencias recesivas de la economía. Como el problema no era el exceso de absorción, dicha medida no tuvo, naturalmente, efectos favorables sobre la inversión privada. La inflación, por último, tampoco se redujo, debido a que su dinámica poco tenía que ver con el nivel de gasto agregado.

El tercer ejemplo, por último, está referido a las políticas monetarias adoptadas durante el ajuste caótico y, en particular, a las acordadas con el FMI en los convenios stand-by de 1983 y 84²⁴. De acuerdo con lo estipulado en dichos convenios, en efecto, la programación monetaria

²⁴ Para un análisis más detallado de los planes del FMI en la Argentina, puede consultarse Frenkel y Fanelli (1985).

se efectuaba fijando metas nominales al crecimiento de los agregados monetarios controlados por el Banco Central, en función del objetivo previsto para la tasa de inflación. Dicho objetivo se determinaba —como en todos los planes del Fondo— a partir de una arbitraria aplicación de la teoría cuantitativista en su versión más elemental. Como la inflación efectiva quedaba, por supuesto, muy por encima de la prevista, los planes inducían sistemáticamente la contracción de los activos financieros domésticos. Esto generaba, por un lado, fuertes presiones recesivas y, por el otro, estimulaba la aparición de innovaciones financieras al margen del sistema institucionalizado, acentuando su fragilidad y restando eficacia a la propia política monetaria del gobierno. En ambos casos, los resultados eran desestabilizantes y terminaban socavando el mismo cumplimiento de dichos convenios.

Ciertamente, las implicancias de política del enfoque teórico planteado en estas reflexiones están, también, claramente presentes en el diseño y los resultados hasta ahora obtenidos por el Plan Austral. El análisis de esta cuestión, sin embargo, nos llevaría fuera de los límites fijados para este trabajo²⁵.

ANEXO ESTADISTICO

²⁵ Sobre el particular, nos remitimos a Frenkel y Fanelli (1986 b), Heymann (1986) y Rozenwurcel (1986 a).

CUADRO 1
Indicadores macroeconómicos

Año	Tasa de crecimiento FBI (en %)	Tasa de inflación (a) (en %)		Balance de pagos (millones de dólares)	
		IPC (b)	IPM (c)	Saldo comercial	Cuenta corriente
1951	3,9	50,5	53,7	- 311	- 324
1952	- 5,0	18,8	20,5	- 492	- 445
1953	5,3	-	4,6	330	336
1954	4,1	15,8	7,1	47	60
1955	7,1	7,1	12,5	- 244	- 239
1956	2,8	17,6	21,3	- 184	- 129
1957	5,2	25,5	24,8	- 335	- 301
1958	6,1	50,6	57,6	- 239	- 256
1959	- 6,5	101,7	100,6	26	14
1960	7,9	12,1	1,6	- 170	- 197
1961	7,1	18,8	16,8	- 496	- 572
1962	- 1,6	31,8	37,3	- 140	- 268
1963	- 2,4	27,6	21,5	385	234
1964	10,3	18,1	22,7	333	36
1965	9,2	38,2	30,9	295	195
1966	0,6	29,9	20,6	468	216
1967	2,6	27,3	20,8	369	135
1968	4,4	9,5	4,8	199	- 45
1969	8,5	6,6	6,7	16	- 222
1970	5,4	21,7	23,4	79	- 156
1971	4,8	39,1	48,1	- 128	- 389
1972	3,1	64,1	75,9	36	- 223
1973	6,1	43,7	30,8	1.037	711
1974	5,7	40,0	36,1	296	128
1975	- 0,5	335,1	348,0	- 985	- 1.289
1976	- 0,5	349,0	386,2	833	650
1977	6,3	160,0	147,2	1.490	1.290
1978	- 3,3	169,3	143,3	2.566	1.834
1979	6,5	140,1	128,8	1.110	- 550
1980	1,0	87,5	57,4	- 2.519	- 4.768
1981	- 6,4	131,2	180,2	- 287	- 4.714
1982	- 5,2	209,7	311,3	2.288	- 2.358
1983	3,3	433,6	411,3	3.332	- 2.437
1984	2,4	686,8	624,6	3.523	- 2.391
1985	- 4,5	385,4	363,9	4.582	- 953
1986	6,5(d)	81,9	57,8	2.200(d)	- 2.400(d)

(a) Entre diciembre de cada año e igual mes del año anterior.

(b) IPC: índice de precios al consumidor nivel general.

(c) IPM: índice de precios mayoristas nivel general.

(d) Estimado.

Fuente: Banco Central e INDEC.

CUADRO 2
Ingreso nacional, ahorro e inversión

Año	PBI	Efecto términos intercambio	Pagos netos a factores	Ingreso nacional	Consumo	Ahorro nacional	Ahorro externo	Inversión bruta
1961	100	0,1	0,7	99,4	81,8	17,6	4,4	22,0
1962	100	-1,3	0,6	98,1	79,6	18,5	2,1	20,6
1963	100	-1,1	0,5	98,4	79,9	19,2	-1,9	17,3
1964	100	0,6	0,5	100,1	79,9	20,2	-0,5	19,7
1965	100	0,5	0,4	100,1	79,2	20,9	-1,5	19,4
1966	100	-0,2	1,2	98,6	79,5	19,3	-1,9	17,4
1967	100	-0,4	1,4	98,4	79,2	19,2	-1,0	18,2
1968	100	-0,9	1,4	98,2	78,9	19,3	0,0	19,3
1969	100	-0,4	1,3	97,8	77,1	20,7	0,9	21,6
1970	100	0,0	1,1	98,9	78,6	20,3	0,9	21,2
1971	100	0,9	0,4	100,5	78,9	21,6	1,0	22,6
1972	100	1,0	1,3	99,7	78,3	21,4	0,9	22,3
1973	100	2,0	1,5	100,5	78,5	22,0	-1,4	20,6
1974	100	0,4	1,2	99,2	80,4	18,8	-1,4	19,8
1975	100	0,4	1,2	98,0	81,5	17,7	2,5	20,2
1976	100	-0,7	1,3	98,4	72,4	22,5	-0,9	21,6
1977	100	-0,3	1,3	96,4	72,4	26,0	-1,8	24,2
1978	100	-1,9	1,7	97,2	73,5	22,9	-1,6	21,3
1979	100	-0,9	1,9	97,5	77,5	19,7	1,8	21,5
1980	100	0,6	2,1	98,5	81,1	17,4	5,5	22,9
1981	100	1,5	5,5	96,0	84,0	12,0	6,8	18,8
1982	100	-1,2	7,2	91,6	79,2	12,4	4,2	16,6
1983	100	-1,6	8,2	90,2	79,4	10,8	4,2	15,0
1984	100	-0,7	7,2	92,1	82,1	10,0	3,0	13,0
1985	100	-1,7	8,0	90,3	80,8	9,5	1,4	10,9

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central.

CUADRO 3
Ingreso nacional, ahorro e inversión

Periodo	PBI	Efecto términos intercambio	Pagos netos a factores	Ingreso nacional	Consumo	Ahorro nacional	Ahorro externo	Inversión I = A _t
1961-65	100	-0,1	0,5	99,4	80,1	19,3	0,5	19,8
1966-70	100	-0,4	1,3	98,3	78,6	19,7	-0,2	19,5
1971-75	100	1,1	1,1	100,0	79,5	20,5	0,6	21,1
1976-79	100	-0,9	1,6	97,5	74,7	22,8	-0,6	22,2
1980-85	100	-0,4	6,4	93,2	81,1	12,1	4,1	16,2

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central.

CUADRO 4

Ahorro externo, déficit fiscal y superávit privado

(En % del PBI)

Año	Ahorro externo	Déficit fiscal	Superávit financiero privado
1961	4,4	4,4	0,0
1962	2,1	7,7	5,6
1963	-1,9	7,0	8,9
1964	-0,5	6,6	7,1
1965	-1,5	4,0	6,5
1966	-1,9	4,9	6,8
1967	-1,0	2,1	3,1
1968	0,0	2,2	2,2
1969	0,9	1,7	0,8
1970	0,9	1,8	0,9
1971	1,0	4,6	3,6
1972	0,9	5,6	4,7
1973	-1,4	7,5	8,9
1974	0,1	8,0	7,9
1975	2,5	15,4	12,9
1976	-0,9	11,7	12,6
1977	-1,8	5,1	6,9
1978	-1,6	6,8	8,4
1979	1,8	6,1	4,3
1980	5,5	7,5	2,0
1981	6,8	13,3	6,5
1982	4,2	14,9	10,7
1983	4,2	15,6	11,4
1984	3,0	12,6	9,6
1985	1,4	6,1	4,7

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central y Secretaría de Planificación.

CUADRO 5

Ahorro externo, déficit fiscal y superávit privado

(En % del PBI)

Período	Ahorro externo	Déficit fiscal	Superávit financiero privado
1961-65	0,5	5,9	5,4
1966-70	-0,2	2,5	2,7
1971-75	0,6	8,2	7,6
1976-79	-0,6	7,4	8,0
1980-85	4,1	11,8	7,7

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central y Secretaría de Planificación.

CUADRO 6

Demanda global

(Base 1975 = 100)

Período	PBI	Consumo	Inversión	Exportación	Importación
1975	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1976	99,5	92,7	105,0	131,6	74,4
1977	105,8	94,5	125,8	166,5	95,8
1978	102,3	92,1	108,9	179,4	86,4
1979	108,9	103,0	118,6	175,1	130,6
1980	110,0	107,8	130,2	168,4	186,7
1981	103,0	103,5	96,3	181,7	179,5
1982	97,6	94,2	81,6	184,4	104,0
1983	100,9	98,2	74,8	199,9	99,1
1984	103,3	105,1	61,2	198,5	105,3
1985	98,7	98,7	48,9	226,7	92,2
		Composición			
1975-79	100,0	76,1	21,7	10,6	8,4
1980	100,0	79,9	23,8	11,1	14,8
1981	100,0	81,9	18,8	12,8	13,5
1982	100,0	78,7	16,8	13,8	9,3
1983	100,0	79,3	14,9	14,4	8,6
1984	100,0	82,9	11,9	14,0	8,8
1985	100,0	80,8	10,9	16,7	8,4

Fuente: Banco Central.

CUADRO 7
Balance de pagos

Año	Bienes			Servicios		Cuenta corriente		Movimiento de capitales no compensatorios
	Export.	Import.	Saldo	Reales	Financ.	Saldo	Cuenta corriente	
1975	2.961,3	3.943,5	- 985,2	125,6	- 429,6	- 304,0	- 1.289,2	191,1
1976	3.916,1	3.033,0	883,1	240,5	- 482,5	- 252,0	649,6	- 515,9
1977	5.651,8	4.161,5	1.490,3	346,8	- 578,5	- 231,7	1.289,9	1.286,5
1978	6.399,5	3.833,7	2.565,8	- 99,8	- 680,8	- 780,6	1.833,6	1.233,9
1979	7.809,9	6.700,0	1.109,9	- 761,3	- 920,0	- 1.681,3	- 536,4	4.686,9
1980	8.021,4	10.540,6	- 2.519,2	- 740,1	- 1.531,4	- 2.271,5	- 4.767,8	2.551,7
1981	9.143,0	9.430,0	- 287,0	- 704,9	- 3.699,7	- 4.404,6	- 4.714,0	1.489,7
1982	7.623,7	5.336,9	2.286,8	42,5	- 4.718,5	- 4.676,0	- 2.357,7	- 2.323,5
1983	7.836,0	4.505,0	3.331,0	- 399,0	- 5.407,9	- 5.807,0	- 2.461,0	- 1.419,0
1984	8.107,0	4.584,0	3.522,0	- 205,0	- 5.712,0	- 5.917,0	- 2.390,9	580,2
1985	8.396,0	3.814,0	4.582,0	- 231,0	- 5.304,0	- 5.535,0	- 952,8	1.007,4
1986	6.852,0	4.724,0	2.128,0	- 573,0	- 4.416,0	- 4.989,0	- 2.589,0	ND

Fuente: Banco Central y FIDE.

CUADRO 8
Deuda externa

(Millones de dólares)

Período	Deuda externa				Reservas	Deuda neta	
	Total (1)	Pública (2)	2/1 (%) (3)	Privada (3)			3/1 (%)
1975	7.875	4.021	50,8	3.854	49,2	619	7.256
1976	8.279	5.189	62,7	3.090	37,3	1.812	6.467
1977	9.678	6.044	62,5	3.634	37,5	4.039	5.639
1978	12.496	8.357	66,8	4.139	33,2	6.037	6.459
1979	19.034	9.960	52,3	9.074	47,7	10.480	8.554
1980	27.162	14.459	53,2	12.703	46,8	7.684	19.478
1981	35.671	20.024	56,1	15.647	43,9	3.877	31.794
1982	40.703	26.341	64,7	14.362	35,3	3.226	37.477
1983	45.087	31.706	70,3	13.381	29,7	3.470	41.617
1984	46.903	36.139	77,1	10.764	22,9	3.734	43.169
1985	48.312	39.868	82,5	8.444	17,5	6.376	41.936

Fuente: Banco Central.

CUADRO 9
Indicadores de solvencia externa

Período	Deuda neta	Servicios financieros	Deuda neta	Servicios financieros	Saldo comercial
	PBN	PBN	Exportaciones	Exportaciones	Exportaciones
1975	0,18	0,01	2,45	0,15	- 0,33
1976	0,16	0,01	1,65	0,13	0,23
1977	0,12	0,01	0,99	0,10	0,26
1978	0,12	0,01	1,01	0,11	0,40
1979	0,14	0,01	1,10	0,12	0,14
1980	0,27	0,02	2,43	0,19	- 0,31
1981	0,44	0,05	3,48	0,40	0,03
1982	0,57	0,07	4,92	0,63	0,30
1983	0,61	0,08	5,22	0,69	0,42
1984	0,64	0,08	5,45	0,71	0,43
1985*	0,68	0,07	5,62	0,64	0,50

* Estimado.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central.

CUADRO 10

Ahorro, inversión y financiamiento del sector público consolidado no financiero

(En porcentajes del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Recursos corrientes	27,53	25,31	22,71	21,73	22,61	27,67
– Tributarios	23,33	20,41	18,6	17,24	18,17	22,01
– No tributarios	4,20	4,90	4,11	4,49	4,44	5,66
2. Erogaciones (a)	34,27	36,38	33,04	32,69	31,22	28,90
– Personal	10,02	9,6	7,6	9,07	10,55	9,69
– Otras erog. ctes. (a)	14,25	16,44	15,92	14,48	13,22	13,04
– Déficit corriente de emp. públicas (a)	0,75	0,8	1,62	0,57	0,28	0,46
– De capital	9,25	9,54	7,90	8,57	7,73	6,63
3. Intereses externos	0,79	2,23	4,62	4,66	4,16	4,67
– Del gobierno	0,3	1,13	2,4	2,82	2,44	2,70
– De las em. públicas	0,49	1,1	2,22	1,84	1,72	1,97
4. Necesidad de financiamiento	7,53	13,3	14,95	15,62	12,77	5,90

(a) Netas de intereses externos.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

CUADRO 11

Coeficiente de liquidez

(En porcentajes)

Período	M ₁ /PBI (a)	M ₂ /PBI (b)
1980	7,6	28,8
1981	6,2	28,5
1982	4,9	20,3
1983	3,8	13,8
1984	3,7	13,0
1985* I	3,0	11,9
II	2,5	10,9
III	4,6	16,8
IV	5,8	18,2

* Estimado.

(a) M₁: Circulación monetaria fuera de los bancos más depósitos de particulares en cuentas corrientes.(b) M₂: M₁ más depósitos de particulares a interés en bancos comerciales, incluidos intereses y ajustes devengados.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

CUADRO 12
Principales variables nominales
(Tasas de variación porcentual equivalente mensual)

Período	IPC	IPM	Tipo de cambio oficial (a)	Salario nominal (b)	Tarifas públicas	M ₁ (c)	M ₂ (d)
1980	5,4	3,9	1,9	6,0	6,4	5,9	5,4
1981	7,5	9,0	11,8	5,7	8,7	4,1	6,3
1982	9,9	12,5	15,7	10,3	8,9	10,2	6,7
1983	15,0	14,6	14,1	17,1	16,6	13,5	14,3
1984	18,8	18,0	18,4	19,5	20,2	16,8	17,2
1985 I	24,1	22,2	23,9	21,7	20,1	17,5	18,6
II	28,4	34,9	33,9	25,0	37,9	25,4	28,9
III	3,7	0,4	2,9	3,6	2,3	17,8	15,8
IV	2,5	0,8	—	4,0	—	12,0*	6,2*

* Estimado.

(a) Promedios mensuales.

(b) Salario normal mensual por obrero industrial.

(c) M₁: Circulación monetaria fuera de los bancos y depósitos de particulares en cuentas corrientes (promedios mensuales de saldos diarios).

(d) M₂: M₁ más depósitos de particulares a interés en bancos comerciales, incluyendo intereses y ajustes devengados.

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

CUADRO 13
Tasas de interés activas (equivalentes mensuales) (a)
y brecha cambiaria

Período	Tasa libre (b)		Tasa regulada (c)		Brecha cambiaria (e)
	Nominal	Real (d)	Nominal	Real (d)	
1980	5,9	2,1	—	—	—
1981	9,8	-0,1	—	—	34,2
1982	9,8	-2,3	8,0	-4,0	62,0
1983	18,1	3,4	12,6	-1,3	40,6
1984	19,8	0,7	18,3	-2,9	32,5
1985 I	24,5	-0,9	20,5	-4,6	27,6
II	26,4	3,0	20,8	-1,6	25,4
III	7,2	6,3	5,0	4,1	17,5
IV	6,6	5,5	4,5	3,4	10,8

(a) Los valores trimestrales y anuales son promedios geométricos de los valores mensuales.

(b) Hasta junio de 1982: promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días. Entre julio de 1982 y julio de 1983: promedio de las tasas cobradas en el segmento libre del mercado. Desde agosto de 1983: promedio de las tasas vigentes en operaciones interempresarias a 7 días con garantía Bónex.

(c) Entre enero y junio de 1982: promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días. Desde julio de 1982: tasa regulada.

(d) Deflactada por el índice de precios mayoristas.

(e) Diferencia porcentual promedio entre la cotización para-leta y oficial del tipo de cambio.

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, BCRA y FIEL.

BIBLIOGRAFIA

- ARIDA, P., y TAYLOR, L. (1985): "Development Macroeconomics", mimeo.
- BENASSY, J. P. (1982): *The Economics of Market Disequilibrium*, Academic Press, Nueva York.
- CANAVESE, A. (1985): "Impuesto inflacionario, rezagos fiscales e hiperinflación", Instituto Di Tella, Serie Documentos de Trabajo, Buenos Aires.
- DAMILL, M. y FRENKEL, R. (1985): "De la apertura a la crisis financiera", *Ensayos Económicos*, Nº 37, BCRA, Buenos Aires.
- DREIZZEN, J. (1985): *Fragilidad financiera e inflación*, Estudios CEDES, Buenos Aires.
- DORNBUSCH, R. (1980): *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books, Nueva York.
- FANELLI, J. M. (1984): "Ahorro, inversión y financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina", *Ensayos Económicos*, Nº 31, BCRA, Buenos Aires.
- FELDMAN, E., y SOMMER, J. (1983): "Crisis financiera y endeudamiento externo", CET/IPAL, Buenos Aires.
- FIGUEIREDO, J. et al. (1985): *Empleo y salarios en América Latina*, ECIEL, Río de Janeiro.
- FRENKEL, R. (1979): "Decisiones de precio en alta inflación", *Desarrollo Económico*, vol. 19, Nº 75, Buenos Aires.
- FRENKEL, R. (1980): "Las recientes políticas de estabilización en la Argentina: de la vieja a la nueva ortodoxia", IRI, PUC/RJ.
- FRENKEL, R. (1983): "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capitales", *El Trimestre Económico*, Nº 200, México.
- FRENKEL, R. (1986): "Salarios e inflación en América Latina", *Desarrollo Económico*, vol. 25, Nº 100, Buenos Aires.
- FRENKEL, R. y FANELLI, J. M. (1985): "La Argentina y el Fondo en la última década", en SELA: *El FMI y la crisis latinoamericana*, Siglo XXI, México.
- FRENKEL, R. y FANELLI, J. M. (1986 a): "Del ajuste caótico al Plan Austral", CEDES, mimeo.
- FRENKEL, R. y FANELLI, J. M. (1986 b): "El Plan Austral:

- un año y medio después", *El Trimestre Económico*, vol. LIV, set. 1987, número especial, México.
- HICKS, J. (1974): *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil and Blackwell, Oxford.
- HICKS, J. (1977): "Monetary Experience and the Theory of Money", en *Economic Perspectives*, Clarendon Press, Oxford.
- HICKS, J. (1979): "Monetary Theory and History. An Attempt at Perspective", en *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford.
- HEYMAN, D. (1986): "Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización", CEPAL, Buenos Aires.
- KALECKI, M. (1956): *Teoría de la dinámica económica*, FCE, México.
- KINDLEBERGER, C. (1978): *Mantas, Panics and Crashes*, MacMillan, Londres.
- KOURI, P., y PORTER, M. (1974): "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium", *Journal of Political Economy*, mayo-junio.
- LEIJONHUFVUD, A. (1968): *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, Oxford.
- MINSKY, H. (1975): *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, Nueva York.
- MINSKY, H. (1982): *Can "it" happen again?*, Sharpe, Nueva York.
- OKUN, A. (1981): *Prices and Quantities A Macroeconomics Analysis*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- ROZENWURCEL, G. (1986 a): "Inflación y estabilización en Argentina: El Plan Austral", en P. ARIDA (org.): *Inflação Zero*, Paz e Terra, Río de Janeiro.
- ROZENWURCEL, G. (1986 b): "La restricción externa en economías semiindustrializadas", Tesis de Posgrado, PUC/RJ.
- TAYLOR, L. (1979): *Macromodels for Developing Countries*, McGraw Hill, Nueva York.
- TAYLOR, L. (1983): *Structuralist Macroeconomics*, Basic Books, Nueva York.
- TOBIN, J. (1965): "The Theory of Portfolio Selection", en IEA: *The Theory of Interest Rates*.
- TOBIN, J. (1969): "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, N° 1.
- TOBIN, J. (1982): "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit and Banking*, N° 14.
- WILLIAMSON, J. (1983): *The Open Economy and the World Economy*, Basic Books, Nueva York.

**LAS RELACIONES FINANCIERAS
EN LA ECONOMIA ARGENTINA
SE TERMINO DE IMPRIMIR
EL 22 DE AGOSTO DE 1988
EN EL DEPARTAMENTO EDITORIAL
DEL IDES, ARAOZ 2838,
1425 BUENOS AIRES, ARGENTINA**