

1. Introducción

Se pueden establecer paralelos interesantes entre un gobierno elegido por los electores y el directorio de una empresa elegido por los accionistas. Los directores maximizan una función de utilidad que debería representar la voluntad mayoritaria de los accionistas: a veces son ellos mismos a hacer de gerentes, otras veces los directores delegan a agentes independientes la elección y la ejecución de la política empresarial. Dado que, en general los delegados no tienen la misma función de utilidad (preferencias) de los directores, se sabe que en un contexto de interacción estratégica el resultado final en términos de utilidad para los directores puede ser mayor en el caso se efectue la delegación (Vickers, 1985). Además, cuando se necesita un cambio radical en la estructura de una empresa es usual llamar un ejecutivo externo a ella. Por último, un delegado puede ser muchas veces más idóneo para mantener las relaciones de la empresa con la competencia, con los clientes, con el personal, o sea, con todos aquellos agentes que en la elección del directorio han tenido escasa influencia.

En la literatura macroeconómica el instrumento de la delegación se inscribe en la tradición de los trabajos relativos a la inconsistencia temporal de las políticas óptimas (Kydland y Prescott, 1977; Barro y Gordon, 1983). En estos modelos con expectativas racionales, no es creíble que el gobierno mantenga *ex post* los compromisos asumidos respecto a la tasa de aumento de la oferta monetaria, el resultado es la presencia de un *bias* inflacionario debido a la discrecionalidad de la política. Así, la delega a un agente con una mayor aversión a la inflación parece una posible vía de escape. Generalizando, se puede decir que un agente (gobierno) que desea creíblemente empeñarse en una acción cualquiera, es capaz de realizarlo si puede delegar la gestión del instrumento de política a otro agente con las preferencias adecuadas. En los últimos años estas ideas han sido aplicadas, en el ámbito de la Teoría de los Juegos, a la elección de los gerentes en las empresas (Fershtman, Judd y Kalai, 1991), a la elección de un banquero central independiente (Rogoff, 1985), a la formación de una unión aduanera (Gatsios y Karp, 1991) o a la elección de un banquero central europeo (Dolado, Griffiths y Padilla, 1993).

Una pregunta importante es si la delegación constituye una práctica coyuntural, fruto de la incapacidad de las autoridades políticas de resolver crisis puntuales, o un recurso permanente que establece el ascenso de los "técnicos" a roles superiores en la escala gubernamental, dejando para los políticos el rol de mediadores entre el electorado y los "mercados", entendiéndose con este último término el conjunto de los agentes económicamente relevantes con los cuales se interactúa estratégicamente.

En la primera parte del trabajo (sección 2) se presenta un modelo en el cual, en base a un juego macroeconómico en dos etapas entre el sector privado y el gobierno, establecemos no solo en cuales condiciones es óptimo delegar sino también cuales son las políticas óptimas para un gobierno interesado al equilibrio interno y externo, y el costo que estas comportan. Veremos como los problemas de credibilidad son un incentivo a la delegación. En las secciones 3 y 4 se presenta un análisis de la economía argentina durante la presidencia Menem: mostraremos como el modelo es capaz de explicar la política económica del período. En particular hay dos aspectos relevantes que han contribuido a la elección realizada: por un lado en la Argentina de los años '80 la escasa credibilidad de los repetidos planes de estabilización y

* Agradezco a Cesare Benzi, Paolo Bertoletti, Daniele Checchi, Marina Murat y Gianni Vaggi por las observaciones realizadas así como a los participantes a un seminario en la Universidad de Pavia. Agradezco además las sugerencias puntuales realizadas por el Prof. Guillermo Calvo. Los posibles errores son de mi exclusiva responsabilidad.

sus consecuentes fracasos han llevado a la búsqueda de mecanismos adecuados para interrumpir esta secuencia; por otro lado es crucial preguntarse cuales alternativas se presentan a un gobierno que está por asumir y al cual los "mercados" conceden escasa confianza. La delegación ha sido, según nuestra tesis, el principal mecanismo que ha utilizado el gobierno Menem. En la exposición remarcamos las características de las dos delegas efectuadas por el gobierno a *policymakers* externos, así como también los hechos estilizados que caracterizan los dos planes económicos y sus resultados. Además, en la sección 5 se presenta una discusión respecto a las políticas cambiarias y los efectos de estas sobre el tipo de cambio real. Por último en la sección 6 se presentan las conclusiones junto a algunos interrogantes interesantes para una futura profundización del tema.

2. El modelo

Para presentar una descripción del problema de la credibilidad, en el contexto de la relación entre tipo de cambio e inflación, utilizamos un modelo donde se asume un juego macroeconómico en dos etapas: en la primer etapa el gobierno elige delegar o no delegar la ejecución de la política económica a un *policymaker* con preferencias diversas. La secuencia es la siguiente:

1 etapa	el gobierno elige delegar o no delegar
2 etapa	1 el sector privado determina los precios internos 2 se conoce el shock exógeno 3 el gobierno elige el porcentaje de devaluación

Notoriamente, en presencia de contratos nominales que tienen una cierta duración y no son modificables automáticamente luego de conocido el shock (Blanchard, 1988), las expectativas de los agentes económicos juegan un rol central en la determinación de precios y salarios. Estos agentes desean no perder poder de compra relativo y por lo tanto tratarán de predecir la política cambiaria (y monetaria) del *policymaker*.

El gobierno tiene dos objetivos, uno interno, que es el de la estabilidad de la tasa de inflación y otro externo que es la estabilidad de la estructura de precios relativos transables/no transables (tipo de cambio real) entorno a un valor que asegure un cierto nivel de la cuenta corriente. En otras palabras el gobierno quiere mantener un cierto nivel de competitividad de la economía respecto al resto del mundo. Entre los motivos que pueden justificar este tipo de comportamiento podemos citar el deseo de orientar la estructura productiva hacia un modelo *export-led* o simplemente la necesidad de tener un resultado de la balanza comercial que consista de afrontar la restricción externa.

El gobierno minimiza una función de pérdida que tiene como argumento la inflación, representada por la variación en el índice de precios al consumidor (π) y la cuenta corriente como porcentaje del producto (B),

$$(1) \quad L_g = a\pi^2 + (B-B^0)^2,$$

esta función de pérdida cuadrática indica que si el gobierno desea minimizar su pérdida, deberá reducir el desvío entre la tasa de inflación observada y aquella deseada (cero) y el desvío entre el resultado de la cuenta corriente observado y el objetivo establecido (B^0). Por último, el parámetro "a" representa la ponderación relativa dada a la inflación en el dilema entre objetivo interno y externo (ha sido normalizada igual a uno la ponderación del objetivo externo). Nótese que "a" representa la verdadera preferencia del gobierno entre estabilidad de los precios y estabilidad del sector externo. Todas las variables son expresadas en logaritmos naturales.

Si en la primera etapa la delegación se realiza, significa que el gobierno ha delegado la ejecución de la política económica a otro agente con preferencias diferentes, digamos α . Obviamente ninguna delega se realiza si $\alpha = \alpha$. Por lo tanto la función del agente al que se delega la elección de la política económica (*policymaker*) será:

$$(2) \quad L_d = \alpha \pi^2 + (B - B^0)^2,$$

sin embargo la función relevante para evaluar la pérdida del gobierno es la (1).

El paso sucesivo es presentar las formas reducidas correspondientes a los objetivos de política económica. La cuenta corriente de la balanza de pagos la representamos mediante la siguiente relación lineal:

$$(3) \quad B = \beta (s - p) + e,$$

donde s es la tasa de variación del tipo de cambio (medido como cantidad de moneda local por una unidad de moneda externa), p es la variación de los precios domésticos y por lo tanto $(s - p)$ es el tipo de cambio real como diferencia entre bienes transables y no transables y β representa la sensibilidad de la cuenta corriente a variaciones del tipo de cambio real. Por último, e representa un shock exógeno con media igual a cero¹. Este shock podría ser, por ejemplo, una variación en los términos de intercambio o un cambio en la tasa de interés internacional con respecto a un valor de equilibrio.

El índice de precios al consumidor esta formado por una canasta de bienes domésticos y bienes importados, en proporción γ y $(1 - \gamma)$ respectivamente. Si por simplicidad asumimos que la inflación internacional es igual a cero, la tasa de inflación será una ponderación entre la variación de los precios domésticos y la variación del tipo de cambio.

$$(4) \quad \pi = \gamma p + (1 - \gamma)s.$$

Para resolver un juego en dos etapas se comienza de la última, o sea del juego de política económica entre el *policymaker* y el sector privado. Sustituyendo la (3) y la (4) en la función de pérdida del *policymaker* (L_d) representada por la (2) y minimizando respecto a s obtenemos:

$$(5) \quad s = \frac{[-\alpha\gamma(1-\gamma) + \beta^2]}{\alpha(1-\gamma)^2 + \beta^2} p + \frac{\beta}{\alpha(1-\gamma)^2 + \beta^2} (B^0 - e).$$

Como podemos ver la devaluación del tipo de cambio dependerá de la variación de los precios domésticos determinada por los agentes privados y de la diferencia entre el objetivo para la cuenta corriente descado por el *policymaker* y el shock exógeno.

El sector privado determina la variación de los propios precios antes de que el shock se realice. El objetivo de los "formadores de precios" (trabajadores y empresarios) consiste en mantener la estructura de precios relativos existente (o lo que es lo mismo, mantener el poder de compra en términos de bienes transables), para poder realizar este objetivo deben anticipar las devaluaciones sorpresivas que pueda realizar el gobierno con la intención de variar la relación entre precios internos y externos. El comportamiento óptimo de los agentes privados se obtiene de la siguiente función de pérdida:

$$(6) \quad L_p = [E(s) - p]^2,$$

donde $E(s)$ representa las expectativas de los agentes privados respecto a la devaluación. Minimizando respecto a p obtenemos la siguiente regla:

¹Se asume que el objetivo para la cuenta corriente B^0 y la perturbación e son independientes.

$$(7) \quad p^* = E(s),$$

donde p^* es la tasa de variación de los precios domesticos. Dado que los agentes privados conocen el comportamiento del *policymaker* y forman sus expectativas en forma racional, aplicando el operador esperanza en la (5) se obtiene:

$$(8) \quad p^* = E(s) = \frac{\beta}{\alpha(1-\gamma)} B^o.$$

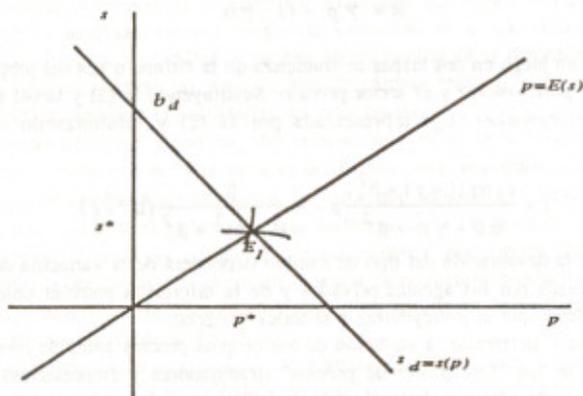
Sustituyendo el valor de p en la (5) obtenemos el valor de equilibrio para la tasa de devaluación del tipo de cambio:

$$(9) \quad s^* = \frac{\beta}{\alpha(1-\gamma)} B^o - \frac{\beta}{\alpha(1-\gamma)^2 + \beta^2} \epsilon.$$

La única diferencia entre el valor esperado para s por los privados y el verificado (s^*) esta dada por el término correspondiente al shock, que no puede ser anticipado por los agentes privados, pero influencia la elección que hará el *policymaker*.

Para ver como se determina gráficamente el equilibrio, en la figura 1 hemos representado la función de reacción del *policymaker* (5), esta tiene una pendiente mayor (menor) de 1 en valor absoluto si $\gamma > 1/2$ ($\gamma < 1/2$). La función de reacción del sector privado es $p = E(s)$, dada la asunción de expectativas racionales esta coincide con la bisectriz. El punto b_d representa el *bliss point* del *policymaker*, o sea donde este se colocaría si pudiera controlar las decisiones del otro jugador (p^*). Para los formadores de precios el *bliss point* coincide con el origen.

Figura 1



Sustituyendo p^* y s^* en la (3) obtenemos la cuenta corriente :

$$(10) \quad B^* = \frac{\alpha(1-\gamma)^2}{\alpha(1-\gamma)^2 + \beta^2} \epsilon,$$

con $\beta \neq 0$ el efecto del shock resulta amortiguado, esto representa el beneficio de la discrecionalidad de un régimen de cambios flexibles: poder reducir la variabilidad del sector externo. Sustituyendo p^* y s^* en la (4) obtenemos la tasa de inflación:

$$(11) \quad \pi^* = \frac{\beta}{\alpha(1-\gamma)} B^o - \frac{(1-\gamma)\beta}{\alpha(1-\gamma)^2 + \beta^2} \epsilon.$$

Un shock negativo en el sector externo aumenta la tasa de inflación y lo contrario se verifica para un shock positivo.

Se debe notar que, aún en ausencia de una perturbación exógena ($e=0$) mientras el valor de la B^* es cero en equilibrio, la tasa de inflación será positiva. Este es el *bias* inflacionario en el sistema, representado del primer término de la (11). Si el gobierno pudiera empeñarse a fijar $s=0$, entonces $p=0$ y $\pi=0$. Sin embargo, el compromiso es temporalmente incoherente porque si los agentes esperan $s=0$ el gobierno encontrará optimal hacer:

$$(12) \quad s^* = \frac{\beta}{\alpha(1-\gamma)^2 + \beta^2} (B^0 - \epsilon).$$

Sin embargo, este incentivo es anticipado por los agentes privados que por lo tanto esperan un nivel de $s^* > 0$. Resumiendo, si el gobierno promete $s=0$ y no es creído entonces el comportamiento de los agentes que han determinado una tasa de inflación positiva provoca una revaluación real del tipo de cambio, que contradice el objetivo del gobierno de aumentar la competitividad del mismo. A este punto las autoridades deben devaluar para restablecer el cambio real a los niveles precedentes, confirmando las expectativas de los agentes. Por lo tanto en un contexto similar, lo mejor que puede hacer el gobierno es evitar de emprender políticas sobre el tipo de cambio que puedan ser anticipadas por los agentes privados. Como corolario podemos señalar que, en un modelo donde los decisores privados tienen las características hipotizadas, un crecimiento *export-led* deberá ser buscado mediante vías alternativas a la manipulación de la paridad cambiaria.

En lo que respecta a la solución de la primera etapa del juego, el gobierno debe elegir delegar o no delegar la ejecución de la política económica a otro agente, este agente lo puede elegir de un conjunto de *policymakers* donde la única característica que los distingue es la diferente preferencia que tiene cada uno en el *trade off* entre inflación y competitividad.

La variación que sufre la pérdida del gobierno cuando decide delegar a un *policymaker* con preferencias diferentes que las suyas, esta dada por:

$$(13) \quad \frac{\partial Lg}{\partial \alpha} = \frac{\partial Lg}{\partial s} \frac{\partial s}{\partial \alpha} + \frac{\partial Lg}{\partial p} \frac{\partial p}{\partial \alpha}.$$

sustituyendo por los correspondientes valores y asumiendo, por simplicidad, que $e=0$ se obtiene:

$$(14) \quad \frac{\partial Lg}{\partial \alpha} = -\frac{2\alpha\beta B^0}{\alpha^2(1-\alpha)^2} < 0,$$

Y:

$$(15) \quad \frac{\partial^2 Lg}{\partial \alpha^2} > 0.$$

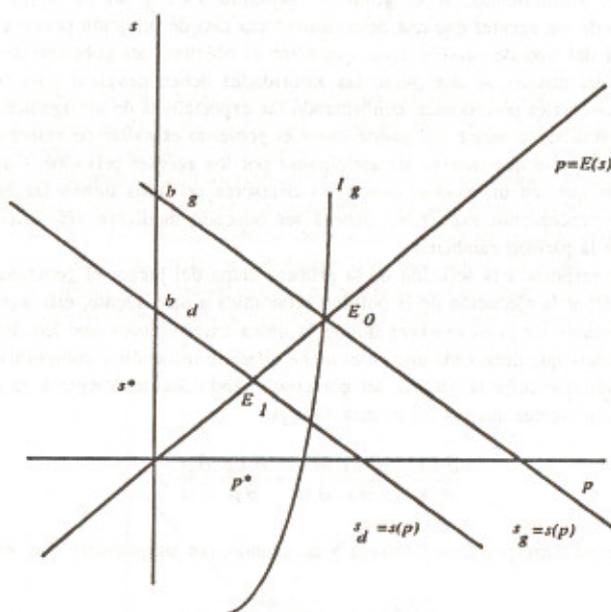
Como se puede apreciar, el gobierno disminuye su pérdida delegando a un agente que tenga una reputación de mayor dureza respecto a la inflación, $\alpha > a$. Esta función, que decrece al aumentar de α indica que el gobierno encuentra conveniente delegar en aquel agente, entre aquellos disponibles, que tenga la mayor aversión a la inflación. Obviamente la falta de límite inferior a la elección proviene del hecho que en la función de pérdida que hemos hipotizado, para el gobierno no existen costos en el delegar a un agente con preferencias distintas a las suyas. Se podría asumir una función de pérdida del tipo:

$$\bar{Lg} = Lg + \theta (a - \alpha)^2,$$

donde el segundo término de la derecha indica que el costo de delegar a un agente con preferencias diferentes aumenta cuanto mayor es la diferencia entre los dos parámetros². Una asunción del tipo nos permitiría encontrar un valor óptimal para α .

En la figura 2 hemos representado la elección de un *policymaker* en la primera etapa del juego como un desplazamiento de la función de reacción del gobierno: $s_g = s(p)$ hacia $s_d = s(p)$. Así en la primera etapa del juego el gobierno elige un "delegado" que dada la menor propensión a hacer inflación ($\alpha < a$) en la segunda etapa del juego devaluará a una tasa menor (s^*) de aquella que habría sido elegida por el directamente. Nótese que la curva de indiferencia I_g representa el conjunto de puntos que dan al gobierno el mismo nivel de pérdida que obtendría en el punto E_0 . La solución E_1 elegida por el *policymaker* delegado genera al gobierno un nivel de pérdida menor.

Figura 2



De los resultados obtenidos precedentemente podemos recabar dos indicaciones de política económica: la primera tiene que ver con la elección del agente que hará la política económica y la segunda con la elección del valor del instrumento de política económica en este juego, s . La primera indicación proviene del hecho que cuanto mayor es α tanto menor será el *bias* inflacionario, como podemos ver de la (11). Por lo tanto si en la primera etapa el gobierno ha delegado la gestión de la política económica a un agente con mayor aversión a la inflación que la propia ($\alpha > a$) entonces, teniendo en cuenta la (10) y la (11), la pérdida del gobierno evaluada por la (1) será menor respecto al caso en el cual la política monetaria hubiera sido elegida según las verdaderas preferencias del gobierno:

$$(16) \quad L_g(\alpha, \pi^*, B^*) < L_g(a, \pi^*, B^*).$$

²Esta asunción sería justificada en el caso en el cual los electores no juzgaran positivamente la obtención de los objetivos del gobierno con políticas diferentes de aquellas declaradas para ganar las elecciones.

La segunda indicación relevante es que, en este contexto, la fijación creíble del tipo de cambio nominal resulta un mecanismo eficaz para eliminar el *bias* inflacionario y coordinar las expectativas de los decisores privados. Todavía, para rendir creíble el compromiso a fijar el cambio es necesario un vínculo que excluya la posibilidad de incumplimiento. Las formas individuadas en la literatura son: la pertenencia a una unión monetaria (vínculo internacional) y la existencia de una legislación adapta a vincular al gobierno (vínculo legislativo).

Si el objetivo para la inflación es cero, entonces las autoridades deberán fijar irrevocablemente $s=0$, por lo tanto³:

$$(17) \quad p = E(s) = s = 0,$$

dada esta regla de política, sustituyendo en (3) y (4):

$$(18) \quad B = e,$$

$$(19) \quad \pi = 0.$$

Esto quiere decir que la estabilidad de los precios es máxima y en cambio la cuenta corriente fluctúa de acuerdo con los shocks que golpean la economía: nótese que en la (10) el coeficiente de e es menor de 1 y esto significa que los shocks no ejercitan plenamente su efecto perturbador sobre la economía. Además podemos ver que cuanto mayor es α mayor es el coeficiente que multiplica e y por lo tanto menor el poder amortiguador respecto a los shocks. La imposibilidad para la política monetaria de acomodar las perturbaciones exógenas es por lo tanto el costo más pesado de un régimen de cambio fijo: por este motivo un régimen del tipo es menos conveniente cuanto mayor es la varianza de los shocks.

Por consiguiente hay dos elementos para evaluar: uno es la disminución del *bias* inflacionario que se realiza eligiendo un delegado con las preferencias adecuadas, el otro es la elección de la política monetaria adapta que impone, en el caso de elegir una regla cambiaria, la realización de un fuerte compromiso que asegure a los agentes privados.

Nuestra tesis en este trabajo es que, dada la imposibilidad de obtener suficiente credibilidad en tiempo breve para controlar la inflación, el gobierno Menem delega a otro agente la ejecución de la política económica y que este agente funciona como un garante de que el gobierno no caerá en la tentación de no cumplir los compromisos respecto a la estabilidad de los precios en favor de la estabilidad de la competitividad externa. La delegación funciona como un instrumento que permite de evitar el *bias* inflacionario, actuando sobre las expectativas producidas por un gobierno no creíble o con una reputación de alta propensión a la inflación. En la próxima sección presentamos un análisis de la política económica del gobierno Menem que nos permitirá de evaluar la relevancia empírica del modelo presentado.

Como veremos, el gobierno Menem ha delegado dos veces la ejecución de la política económica. El primer tentativo fue hecho inmediatamente después de la asunción del gobierno y es conocido como plan BB: fracasó porque no logro sostener creíblemente la paridad fija del cambio. El segundo tentativo corresponde al Plan de Convertibilidad, el cual ha tenido un notable éxito.

En la segunda parte del trabajo trataremos de mostrar los hechos estilizados que caracterizan estos planes, sobretodo respecto al tipo de cambio, las políticas monetarias y fiscales, las políticas de ingresos y también respecto al hecho de conjugar a la estabilización de las variables macroeconómicas una de las más ambiciosas reformas estructurales, por dimensiones y velocidad, que se hayan tentado en los últimos decenios en América Latina.

³Con un objetivo de inflación $\pi^d \neq 0$ es necesario establecer una pauta de devaluación (o revaluación) según se desee $\pi > 0$ o $\pi < 0$.

3. La primera delegación: el Plan BB

Durante el período en el cual se realizaron las elecciones y el cambio de gobierno la Argentina se encontraba en una situación de fuertes turbulencias, esto se reflejaba en el mercado del dólar, en la hiperinflación y en un extendido clima de protesta social⁴. Como resumen de las condiciones iniciales que encontró el gobierno Menem una vez arribado al poder, podemos decir que existía una escasa confianza de parte de los mercados locales e internacionales, los cuales veían la situación fuera del control de parte del nuevo ejecutivo. La elección de la administración Menem consistió en delegar inmediatamente la ejecución de la política económica a *policymakers* externos y no relacionados al partido. Estos eran el ministro del economía y algunos técnicos que tenían una directa relación con la Bunge & Born, principal multinacional de origen argentino y arquetipo de empresa no cercana al peronismo. En este modo el gobierno trataba de cambiar las expectativas precedentemente generadas durante la campaña electoral, que se había centrado en la redistribución del ingreso a través de aumentos de salarios y el estímulo al crecimiento económico mediante un aumento de la demanda interna. La delegación permitía eliminar los espectros de un gobierno "populista"⁵ y de estimular las inversiones, variable crucial después de un decenio en el cual el ajuste se había conseguido con la reducción de la inversión y la contracción del consumo interno. Con la delega a los empresarios el gobierno pretendía que estabilización y crecimiento retornaran simultáneamente y no uno después del otro. Las principales medidas fueron las siguientes:

El tipo de cambio

El plan BB comenzó en julio de 1989 y consistía principalmente en la fijación del tipo de cambio como elemento principal para salir de la hiperinflación. Se establecía un valor de 650 australes por dólar que representaba una devaluación del 250% respecto al mercado oficial y del 27% respecto al valor del dólar en el mercado paralelo. Se crea un mercado de cambios único bajo control del Banco Central, si bien el mercado paralelo siguió existiendo. Fijando un nivel relativamente alto se esperaba obtener un cierto *overshooting* del tipo de cambio real y además era objetivo, tanto del gobierno como de los *policymakers* delegados, determinar una relación transables/no transables que consolidase un modelo de crecimiento *export-led*.

Política de precios

Del lado de los precios no se recurría al congelamiento generalizado de los precios de los bienes, pero sí a un genérico acuerdo con los grandes formadores de precios que tuvo escaso éxito. Los precios del sector público tuvieron fuertes aumentos: 800% en energía, 600% en combustibles, 350% en transportes y 280% en comunicaciones siendo luego congelados. Respecto a los salarios se estableció un aumento general promedio del 175%.

Medidas fiscales

El lado fiscal presentaba dos medidas principales: 1. Fuerte disminución del gasto público a través de la reducción de las inversiones y de los gastos en personal. En las empresas

⁴Las elecciones presidenciales en las cuales el Partido Justicialista obtuvo el 51.6% se realizaron el 14 de mayo de 1989, la asunción tuvo lugar el 9 de julio. La inflación mensual para el trimestre fue, mayo: 78%, junio: 114% y julio: 197%.

⁵No analizamos aquí las diversas acepciones respecto al término, señalamos que se clasifica así un gobierno que a través de políticas de ingresos trata de aumentar la participación de los asalariados en la distribución del ingreso. En los últimos años diversos autores han re-analizado este tema (ver Dornbusch y Edwards, 1990; Sachs, 1990; Checchi, 1993). Una de las críticas comunes al operado de los gobiernos populistas es el uso de instrumentos macroeconómicos para tentar de resolver problemas estructurales. En los años noventa los gobiernos latinoamericanos utilizan políticas estructurales como las privatizaciones para resolver problemas macroeconómicos, por ejemplo las privatizaciones para equilibrar las cuentas públicas o la política comercial para controlar los precios o para reducir el déficit comercial.

públicas se esperaba un restablecimiento del equilibrio operativo gracias a los aumentos tarifarios. 2. Anuncio de la privatización de las principales empresas estatales.

Reformas estructurales

Se sancionan dos leyes muy importantes para las reformas económicas que caracterizarán toda la administración Menem: 1. Ley de Emergencia Económica y 2. Ley de Reforma del Estado. La primera, reduce los subsidios fruto de los regímenes de promoción industrial, suspende la promoción de la compra de bienes locales, establece la igualdad entre las inversiones locales y extranjeras, introduce la movilidad en el empleo público e impone límites al financiamiento del sector público de parte del Banco Central así como a la emisión monetaria sin la correspondiente contraparte en reservas. Esta última medida ha sido la primera aproximación a la futura Ley de Convertibilidad. La Ley de Reforma del Estado declaraba las empresas estatales que eran sujetas a privatización, así como autorizaba al gobierno a intervenir los entes o empresas de propiedad pública. Además de estas medidas legislativas, se inicia un proceso de apertura comercial (reducción de aranceles y cuotas en el comercio exterior). Estos lineamientos de política económica son destinados a consolidarse y a ser un común denominador de la administración Menem más allá del cambio en los *policymakers*.

Durante los primeros meses los precios al consumo siguieron aumentando mientras que el índice de precios mayoristas cae bruscamente (ver anexo 1). En el último trimestre se obtiene un superávit operativo en las cuentas del sector público, la actividad económica crece levemente y los salarios reales continúan a niveles históricamente muy bajos, los salarios expresados en dólares después del mínimo histórico de julio de 1989 (65 U\$) se recuperan pero siempre a niveles inferiores a la media de los años precedentes. En lo que respecta a la diferencia entre la cotización del dólar en el mercado paralelo y en el oficial, esta se reduce durante los primeros meses. Los agentes más protegidos de la competencia externa, formadores de precios de los no transables, no creen al compromiso del *policymaker* y por lo tanto continúan a aumentar sus precios. En términos de nuestro modelo no hay un compromiso capaz de garantizar a los formadores de precios que el gobierno no devaluará si tuviese la oportunidad. Esta situación conlleva un proceso de revaluación del tipo de cambio real (ver anexo 1). Hacia el mes de octubre, en medio a presiones por recomponer los salarios, se desarrollan expectativas respecto a la no sostenibilidad de la paridad fija para el dólar y por lo tanto los agentes apuestan a favor de una devaluación del austral: el diferencial entre mercado paralelo y cambio oficial reemerge. El Banco Central trata de intervenir en el mercado paralelo perdiendo parte de sus reservas y al mismo tiempo endurece la política monetaria pero el esfuerzo resulta vano. Así, al inicio de diciembre se anuncia una devaluación del austral, se legaliza el mercado paralelo y se anuncia un mini plan fiscal para salvar el programa. Sin embargo el dólar paralelo arriba a 1.590 australes a mitad de diciembre. A este punto, la credibilidad de los *policymakers* y de las políticas practicadas esta severamente comprometida. La primera delegación del gobierno Menem fracasa en medio a la segunda espiral hiperinflacionaria.

Dos causas relevantes contribuyen a hacer fracasar este primer tentativo de estabilización realizada por un *policymaker* a quien el poder político había oferto la delega. La primera tiene que ver con la elección del "delegado", los representantes de Bunge & Born eran vistos en aquel momento como demasiado inclinados hacia un modelo de crecimiento basado en las exportaciones de bienes agro-industriales. Por lo tanto la elección de un empresario que no representaba la media de los empresarios, sino un sector muy específico como el agro-exportador, provocó importantes conflictos internos en el poder económico local y también con los acreedores externos que querían una rápida reanudación de los pagos de los servicios de la deuda. La segunda causa se encuentra en problemas propios del programa entre los cuales se destacan:

1. un sector externo fuertemente expansivo,

2. el déficit "cuasi fiscal" del Banco Central⁶,
3. la deuda interna
4. el déficit operativo del sector público no financiero.

Gran parte de los problemas que causaron la quiebra financiera del estado provienen del endeudamiento externo hecho en los años setenta durante el experiencia monetarista del ministro Martínez de Hoz. Además en 1982, cuando Cavallo era presidente del Banco Central, la deuda externa privada es asumida por el estado y esto representará una pesada restricción estructural a la posibilidades financieras del mismo. El tesoro debía hacer frente a nuevas erogaciones en divisas en un contexto externo desfavorable (aumento de las tasas norteamericanas al inicio de la administración Reagan), pero el estado no tenía ningún medio adicional para obtener los dólares⁷.

Tanto el aumento de las reservas internacionales como el pago de la deuda externa son operaciones que necesitan la compra de dólares de parte del gobierno, pero dado que en la Argentina el comercio exterior es controlado por los privados, los dólares necesarios deben provenir de los excedentes liquidados por los exportadores o de la entrada de capitales. Para inducir a los privados a cambiar los dólares por australes, el gobierno debía inducir los bancos a pagar atractivos intereses sobre los depósitos en australes. Por lo tanto el estado tenía un doble rol: por un lado era el principal demandante de fondos en el mercado financiero (70% del crédito interno) y por otro lado era un demandante de divisas en el mercado cambiario.

El problema respecto a la expansividad del sector externo es bastante común en los regímenes de cambio fijo pero en este caso tenía un carácter más grave por la imperiosa necesidad de reconstruir las reservas compuestas de solo 152 millones de dólares de libre disponibilidad en junio de 1989. Las reservas eran relevantes para el objetivo de defender la paridad cambiaria de ataques especulativos. Sin embargo, la transformación en australes de los superávits de la balanza comercial implica un aumento del circulante en la economía, pero si este aumento del circulante se realiza a una tasa de crecimiento mayor que aquella del deseo de monetización de los agentes económicos, el exceso de liquidez reduce la tasa de interés y por lo tanto se presentan dos presiones contrapuestas: 1. una reducción de las tasas hace más atractivo para los agentes el tener dólares en portafolio y por lo tanto empuja la demanda de estos, además, aumentos de la cotización del dólar en una economía con *currency substitution* implica un inmediato aumento de los precios de los bienes (casi todos enganchados al dólar), adicionalmente, aun con capacidad ociosa, un estímulo a la demanda hace aumentar algunos precios en forma directa y otros en forma indirecta ya que en una situación de alta inflación nadie quiere perder participación relativa en el ingreso. 2. una reducción de las tasas induce también un efecto positivo sobre el déficit fiscal y "cuasi-fiscal" por la reducción de los intereses pagados y el potencial aumento de la recaudación por aumento del nivel de actividad.

El déficit "cuasi-fiscal", la deuda interna y en menor medida el déficit operativo eran el otro frente de problemas para los *policymakers*. En agosto de 1989 el total de la masa monetaria remunerada por el Banco Central ascendía a 5.600 millones de dólares, el déficit "cuasi-fiscal" del mes era de 300 M. de dólares, los pagos de deuda en moneda local eran de 129 M. mientras que, dada una recaudación fiscal de 323 M., el déficit operativo del sector público era de 3,5 M.. Las estimaciones predecían que la masa remunerada podría llegar, en marzo de 1990, a valores entre los 6.500 y los 8.000 M.

Como se puede apreciar los *policymakers* no han podido moverse en el delicado equilibrio entre monetizar los superávits de la balanza comercial aumentando las reservas para sostener el cambio (sin generar excesiva liquidez) y disminuir la importancia de los pagos ocasionados por la deuda interna (deuda en sentido estricto más depósitos remunerados). La

⁶Principalmente el déficit "cuasi-fiscal" era generado por los intereses pagados a los bancos por las reservas y los depósitos inmovilizados en el banco central.

⁷En otros países como México, Chile o Venezuela el gobierno controla directamente el comercio de la principal *commodity*.

desconfianza del público a pasar sus portafolios a liquidez doméstica demuestra que los *policymakers* no eran creíbles en su compromiso a no devaluar.

Luego de este primer fracaso se pasa a un período intermedio en la política económica del gobierno Menem, no se hace ninguna delega y se nombra un ministro de proweniencia política, el período enero 1990 - enero 1991 se caracterizará por la aplicación de sucesivos planes parciales en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible. En este período el Banco Central no se empeña a sostener una determinada paridad cambiaria (fluctuación con incertidumbre) pero interviene discrecionalmente y además lleva adelante una política monetaria muy restrictiva, posible gracias al superávit operativo en los cuentas públicas. En este frente son acentuadas ulteriormente las reducciones en el número de empleados públicos y se inician las privatizaciones de las telecomunicaciones, de la compañía de bandera y de otras empresas estatales menores. En junio de 1990 se reanudan los pagos a los bancos comerciales extranjeros que el gobierno precedente había suspendido en abril de 1988. Políticamente el gobierno consolida una inédita alianza con el tercer partido a nivel nacional (liberal-conservador) siempre con el objetivo de aumentar la credibilidad interna y externa, y delega a un representante de este la privatización de la sociedad telefónica. La inflación se reduce al 4.7% en el diciembre de 1990, pero es una vez más un ataque especulativo contra la moneda local que provoca la dimisión del ministro de economía.

Aun cuando este segundo tentativo de estabilización fue un nuevo fracaso, este dejó algunos resultados que serán relevantes para el futuro Plan de Convertibilidad, estos fueron:

1. la conversión de la deuda interna a breve plazo nominada en australes en deuda nominada en dólares a largo plazo⁸. De este modo el equivalente de 3.000 M. de dólares de depósitos en el sistema financiero con plazo medio de 7 días fueron transformados en deuda externa expresada en dólares con un vencimiento decenal⁹. Esto puede ser visto como una condición necesaria pero no suficiente para la futura estabilización.

2. un nivel de las reservas totales igual a 5.671 millones de dólares (se tenga presente que el anterior gobierno las había dejado en 1.652M).

3. la convicción que fuera necesario algún sistema de cambio fijo como ancla nominal para acompañar la política monetaria y fiscal restrictiva. Hay también algunos sectores que proponen una total bi-monetización¹⁰ de la economía pero esta hipótesis es dejada de lado. A este punto, no obstante el nuevo fracaso, el gobierno sigue contando con el sostén de la mayoría de los sectores empresarios, la banca internacional y el gobierno de los Estados Unidos; por otra parte la oposición política y social esta altamente desorganizada, los sindicatos, tradicional roca fuerte del peronismo y puntal de la oposición al gobierno precedente, se dividen en el juicio sobre la actuación del gobierno.

Es de señalar la paradoja que haya sido justamente un político del gobierno, por lo tanto no un delegado, a hacer el trabajo más impopular que fue resolver el problema de la deuda interna, así como el de dejar un nivel adecuado en las reservas para el ambicioso proyecto de la convertibilidad.

4. La segunda delegación: el Plan de Convertibilidad

Para emprender el tercer tentativo de estabilización, el gobierno elige la vía de los técnicos, y así delega a una escuadra homogénea, comandada por el ministro Cavallo, el control del Ministerio de Economía, del Banco Central y de los principales organismos económicos nacionales. Dados los fracasos precedentes y los antecedentes de los *policymakers* el nuevo

⁸ Una parte menor de la masa remunerada fue convertida en títulos denominados en australes

⁹ La conversión de la deuda significó un duro golpe a la credibilidad del gobierno. Los títulos dados en cambio de los depósitos (Bonex 89) cotizaban inicialmente en el mercado al 33% de su valor nominal.

¹⁰ Esto es dar al dólar un status legal paritario en relación con el peso.

intento de estabilización no podía ser otra cosa que una acentuación de las líneas emprendidas, esta vez con mayor audacia pero como veremos sin alejarse demasiado de los carriles ya transitados.

Los instrumentos del programa de estabilización pueden ser divididos en tres grandes bloques de medidas, algunas de las cuales miraban a dos objetivos, uno de corto y otro de largo plazo. La primera batería de medidas corresponde a las políticas de estabilización (política fiscal, monetaria y régimen de cambiario), siendo su finalidad frenar la inflación en modo rápido y permanente. El segundo grupo de medidas es más amplio y esta finalizado a generar un cambio estructural de la economía argentina; el objetivo declarado es aquel de garantizar un crecimiento del producto en sintonía con una nueva estructura productiva que posea una mayor eficiencia microeconómica. Por último, pero no menos importante, el tercer bloque de medidas se basa en la voluntad de arribar a un acuerdo con los acreedores externos con el objetivo de obtener un sostén político-económico del plan. El programa se aleja de algunos de los consejos típicos de los *adjustment packages* propugnados por las organizaciones internacionales como el FMI y la Banca Mundial, especialmente por cuanto atañe a una amplia devaluación inicial, medida central en estos ajustes según Faini y de Melo (1990).

4.1 Políticas de estabilización.

Las dos crisis hiperinflacionarias de 1989 y 1990 llevaron a la convicción generalizada de la necesidad de eliminar el déficit fiscal, como principal condición para la solución de la crisis económica; de hecho esto se debe a la imposibilidad de encontrar un financiamiento voluntario de largo plazo (Canitrot, 1991). Aun no disminuyendo la importancia de los compromisos respecto al equilibrio de las cuentas públicas, enunciando por lo tanto una política fiscal creíble como mecanismo para cambiar las expectativas (Sargent, 1982), se toma también la decisión de fijar un precio clave para esta economía como es el tipo de cambio (Dornbusch, 1985) dado el alto grado de dolarización de los contratos. Sin embargo se corría el riesgo que las medidas fiscales y de fijación del tipo de cambio no fueran creíbles (vistas las experiencias pasadas), entonces conjuntamente con el anclaje nominal se sanciona por ley la convertibilidad de la moneda respecto al dólar.

La Ley de Convertibilidad es la piedra basilar del programa, esta ha determinado un cambio radical del régimen monetario y del régimen cambiario y funciona sobretudo como un fuerte condicionante de la política fiscal. En la ley se dispone, a partir de abril de 1991, una garantía del 100% en reservas de la base monetaria y se establece un valor fijo para la paridad cambiaria (1 dólar = 10.000 australes)¹¹ a la cual el Banco Central está obligado a convertir moneda local en dólares. De este modo se pone un fuerte límite a la posibilidad de financiamiento del gobierno vía aumento de la base monetaria ("impuesto inflacionario"), tampoco el sector privado puede recibir préstamos directos del Banco Central y además es un límite a la posibilidad de utilizar reservas para hacer pagos en divisas a los acreedores externos. A diferencia de anteriores planes de estabilización, este no recurría a controles directos sobre los precios. La reducción de los aranceles aduaneros y de las barreras cuantitativas fue considerada un medio más eficaz para contener los aumentos de los precios de los bienes transables¹². Otra medida importante ha sido la prohibición de indexar los contratos a la inflación. Esta medida trató de evitar que los mecanismos de corrección de los precios generasen inflación inercial, además tenía el objetivo de coordinar las expectativas de los agentes respecto a la formación de los precios futuros. La medida tuvo una escasa eficacia sobre el sector en los bienes no transables.

¹¹En el 1992 entra en circulación una nueva moneda con una relación de 1 peso=10.000 australes.

¹²Esta es, junto con la privatizaciones, una de las medidas de tipo estructurales que los *polycymaker* usan como políticas de estabilización de corto plazo. Por eso, tres años después del inicio del programa y dada la estabilidad de los precios, los aranceles son manipulados para corregir el déficit creciente.

Al establecer que las variaciones de la base monetaria deben corresponder a variaciones de las reservas se determina un fuerte vínculo sobre la política fiscal, esta debe tener como objetivo convertir el déficit operativo crónico en un superávit permanente capaz de cubrir los pagos netos de la deuda total. La venta de activos estatales a través de las privatizaciones es un recurso no renovable como fuente de ingresos para el gobierno y por lo tanto a medio y largo plazo el superávit operativo debe ser igual a los pagos netos de la deuda pública total.

Por lo tanto, el pago de la deuda, tanto interna cuanto externa, debe ser hecho con recursos "genuinos" del gobierno y, en el caso de los servicios de la segunda, debe transformar el superávit fiscal en dólares comprados en el mercado de divisas. Desde el punto de vista del gobierno hay incentivos contrapuestos respecto al nivel del tipo de cambio real. Un nivel alto en términos relativos, tiende a aumentar la competitividad de la economía y por lo tanto el superávit comercial, en cambio un nivel más bajo, facilita el esfuerzo recaudatorio del gobierno destinado a pagar la deuda externa, mejorando por lo tanto la situación fiscal.

Política fiscal

Mientras que en los primeros dos años del gobierno Menem el mejoramiento en las cuentas públicas se basaba en las privatizaciones y en la reducción del gasto público a niveles insostenibles, durante el Plan de Convertibilidad el aumento de la recaudación reviste, junto a las privatizaciones, una importancia crucial en el logro del equilibrio (ver el anexo 1). Este aumento ha sido obtenido sobretudo gracias a la generalización del IVA en una alícuota única (18%) a casi todas las actividades económicas y a una gran transformación del sistema de recaudación que ha permitido reducir los altos niveles de evasión existentes. Un rol no desdeñable en la disminución de la evasión corresponde tanto a la más severa penalización de los reatos tributarios como al aumento de los poderes de policía del organismo recaudador. Un lineamiento importante de política fiscal ha sido la eliminación de una veintena de impuestos distorsivos: a las exportaciones, a los débitos bancarios, a las operaciones con divisas, a las operaciones de compraventa, etc. De este modo, el sistema se basa en la centralidad de un impuesto: el IVA, en segundo lugar están la imposición al trabajo y luego los impuestos a los ingresos. Además el gobierno ha hecho pesantes presiones sobre los estados provinciales para lograr la sustitución de el impuesto a los ingresos brutos (impuesto a cascada) por un impuesto a las ventas finales.

Otro frente donde los *policymakers* han mostrado mucha agresividad es en las políticas del lado de la oferta, aún a riesgo del equilibrio obtenido en las cuentas públicas. Así para aumentar el bajo nivel de ahorro interno ha sido reestructurado el sistema de jubilaciones, pasando a un régimen mixto donde conviven un sistema a capitalización privado y un sistema estatal de reparto reducido. El costo fiscal de sostener los actuales jubilados será cubierto por el tesoro. Otras políticas han tratado de reducir el llamado "costo argentino", en este sentido se decidió en 1993 una reducción considerable de los contributos patronales sobre la nómina salarial, estas políticas que comprometen el equilibrio fiscal en el corto plazo tratan de aumentar la rentabilidad de ciertas actividades evitando el recurso a una devaluación. En general toda la Convertibilidad ha funcionado en esta forma: obliga a modificaciones considerables del lado real para no modificar el lado nominal de la economía.

La política de reducción del gasto público se ha basado en el congelamiento de los salarios, a niveles bajos en términos reales, y sobre todo en la reducción de la planta orgánica mediante el mecanismo de incentivar el retiro voluntario¹³. Además han sido eliminados casi todos los subsidios a ciertas actividades industriales protegidas y han sido congeladas casi todas las inversiones públicas. El otro punto crucial fue la venta o clausura de empresas estatales que necesitaban financiamiento del tesoro.

¹³En armonía con los empeños contraídos con el FMI la reducción en el número de empleados en la administración nacional más empresas públicas ha sido de 623.000 personas entre el 1989 y el 1993. Esto representó el 63% de la dotación.

Un aspecto relevante del sistema tributario argentino es aquel de la coparticipación de la recaudación de los impuestos nacionales. Desde la óptica de los *policymakers* las provincias eran beneficiarios pasivos del aumento de los esfuerzos recaudatorios, evitando el propio ajuste. Una solución impuesta por la autoridad central ha sido transferir los servicios de salud, el sistema educativo (excepto la universidad) y los servicios de pasajeros del ferrocarril a la órbita provincial. En 1993 el gobierno ha ulteriormente aumentado las presiones sobre los gobiernos provinciales en cuanto al empleo público, a los impuestos distorsivos y a la privatización de los bancos y empresas provinciales. Todo esto ha provocado un aumento del conflicto social especialmente en algunas provincias.

Política monetaria

La política monetaria es endógena, como en cualquier régimen de cambio fijo, por lo tanto depende de la balanza de pagos en forma tal que las variaciones de las reservas determinan, salvo que se haga recurso a la esterilización, las variaciones de la base monetaria. La diferencia es que para prevenir ataques especulativos el nivel de las reservas ha sido fijado por ley igual a la base monetaria¹⁴. Por lo tanto es muy limitado el grado de activismo que puede tener la política monetaria, mas bien esta deviene fuertemente dependiente de la evolución de los movimientos de capitales.

Desde 1990 los países latinoamericanos han sido sujetos a un shock exógeno representado de un importante flujo entrante de capitales, este flujo, aún siendo en cierto modo, similar a aquellos de los años setenta, ha cambiado fuertemente las restricciones que la crisis de la deuda había impuesto a la región. Mientras en los años ochenta los pagos de los servicios de la deuda externa han tenido un peso excluyente en los déficits de la cuenta corriente, desde 1992 también el déficit comercial ha contribuido al resultado negativo de la parte corriente. Los datos del anexo 1 nos permiten ver como esta compuesto el saldo de la cuenta corriente. Tanto el déficit comercial como el déficit de la cuenta corriente para el bienio 1992-93 son valores récord. La robusta entrada de capitales pone a los *policymakers* un importante dilema:

1. Aumentar las reservas y por lo tanto la cantidad de moneda (aún ejercitando una cierta esterilización a través de la colocación de bonos en el mercado interno) o,
2. Admitir un aumento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En el primer caso el Banco Central compra las divisas; de esta forma aumenta la oferta monetaria, pero si la velocidad de crecimiento de la cantidad de moneda es muy alta (mayor que la del aumento de la oferta de bienes) pueden ocurrir presiones sobre los precios. Por otra parte si el Banco Central trata de esterilizar emitiendo bonos domésticos, se produce un aumento en la tasa de interés real. Un incremento de la tasa de interés puede tener el efecto perverso de cambiar el perfil de los capitales entrantes de aquellos de largo plazo, a capitales especulativos de corto plazo. Así podemos encontrar un doble efecto negativo: un aumento en el flujo de capitales y un aumento de la correspondiente volatilidad, sin resolver el problema del aumento en la oferta de crédito¹⁵.

En el segundo caso los excesos de importación son financiados con las "exportaciones" de derechos de propiedad sobre activos domésticos, a través de la cuenta capital. Las reservas del Banco Central no cambian y en este modo la brecha entre ahorro interno e inversión, que es la otra cara de un déficit en la cuenta corriente, es colmada con el ahorro externo. El problema en este caso es la calidad de las nuevas deudas, esto es, las características de los capitales entrados.

En el caso del Plan de Convertibilidad observamos un resultado mixto en cuanto el déficit comercial ha aumentado fuertemente, pero también el Banco Central ha comprado

¹⁴Substancialmente el stock de reservas argentinas se componen de oro y divisas de libre disponibilidad. La ley prevee una cierta flexibilidad al permitir la integración con hasta un 10% en Bonex al precio de mercado.

¹⁵La utilización de controles sobre los movimientos de capitales es una alternativa de dificultosa introducción dada la característica bimonetaria de la economía argentina.

dólares que implican un aumento de la base monetaria, el aumento de la monetización de la economía ha permitido no tener que esterilizar grandes cantidades de oferta monetaria. Así, las reservas se han incrementado de 4.010 M. de dólares en marzo 1991, a 15.308 M en diciembre 1993 mientras que M1 aumentó de 1.432 M. a 15.611 M. en el mismo período. En porcentaje del PBI esto representa pasar del 1.4% al 6% nivel muy bajo aun en comparación con otros países de la región.

El flujo de capitales ha implicado sustanciales aumentos en los depósitos, tanto aquellos expresados en dólares (de 947 M a 17.746 M.) como aquellos expresados en pesos (de 947 M. a 17.746 M.). Sin embargo, las reservas obligatorias de los bancos han permanecido a valores altos para los depósitos en pesos. Esta medida junto con la baja monetización y el sobredimensionamiento del sistema financiero han hecho que el *spread* sea muy alto. El motivo de la lenta reducción de las reservas ha sido evitar que un incremento excesivo de la capacidad de crédito de los bancos generase inflación de demanda.

La evolución de las tasas de interés presenta una caída muy pronunciada inmediatamente después de la puesta en marcha del plan por la disminución de las expectativas de devaluación y del riesgo país, además el retiro del estado como principal demandante de fondos a permitido la parcial convergencia de las tasas hacia los niveles internacionales. Las tasas pasivas han sido negativas en términos reales durante gran parte del período.

En cuanto al crédito, inicialmente se centró en el breve plazo y en los bienes de consumo durables, con un costo particularmente alto para las pequeñas y medianas empresas, llegando a ser cinco veces mayor que el pagado por las grandes corporaciones. Un elemento novedoso es que estas últimas han colocado obligaciones directamente en los mercados internacionales. Esto presenta un panorama de nuevo aumento de la deuda privada externa y sobre todo respecto a la continuidad del plan presenta un escenario de una gran cantidad de agentes económicos endeudados en dólares, lo que significa que han evaluado creíble la paridad o al menos que si el gobierno devaluase generaría algún sistema de protección al riesgo de insolvencia o crisis financiera.

Por último, en lo que respecta el comportamiento de el Banco Central es destacable como se ha mostrado muy decidido en el defender el valor del peso cuando han ocurrido episodios de ataques especulativos, en general provenientes de los bancos privados. El BCRA ha vendido ingentes cantidades de dólares al valor techo de la banda cambiaria y se ha demostrado capaz de repeler cada uno de los ataques. Esta determinación contrasta con la historia reciente donde algunos tentativos de estabilización (y más en general sistemas de cambio fijo) fracasaron cuando el Banco Central no ha sido capaz de ofrecer en el mercado toda las divisas necesarias para colmar la demanda temporaria. Esta es la mayor utilidad de un stock alto de reservas (igual en este caso a la base monetaria). Claramente, es diverso el efecto sobre las expectativas de los agentes económicos en el caso en el cual un presidente del Banco Central, que afronta un ataque especulativo, debe vender una cierta cantidad de divisas, cuando esta representa, por ejemplo, el 20% de las reservas que cuando esta representa el 70%¹⁶.

¹⁶Aun así, debemos preguntarnos cuán eficaz sea una medida de este tipo contra un shock de desconfianza generalizada. Si una gran parte de quienes poseen el circulante y los depósitos (M2) desean comprar dólares (y salir del sistema financiero), el crédito total del sistema deberá reducirse dando espacio a potenciales crisis financieras aún manteniéndose la convertibilidad (base=reservas). Pero el hecho más importante es la razonabilidad de creer que un gobierno será capaz de deshacerse de todas las reservas acumuladas para sostener una paridad del cambio. Sería necesario analizar cuanto ayuda a disminuir el peligro de ataques especulativos el tener distintos niveles de reservas, o sea, hacer un análisis costo-beneficios del tener reservas y sobre cual sea la cantidad optimal de reservas en el caso argentino, dada la inexistencia de controles sobre los movimientos de capitales. Esto es relevante porque cuanto más integrado al mundo sea el mercado financiero argentino mayor será la probabilidad que los ataques especulativos (o los movimientos de capitales) sean llevados adelante por muchos más agentes y grandes volúmenes de fondos.

4.2 Políticas de cambio estructural y acuerdo externo

La apertura comercial ha sido una política estructural muy importante porque establece un gran cambio en los incentivos para la producción y las inversiones, determinando una mayor viabilidad relativa de las empresas con ventajas comparativas. Como medida de política económica significa el abandono definitivo del modelo de sustitución de importación que había entrado en crisis en los años setenta. Esta medida es común a toda la administración Menem, pero es durante el Plan de Convertibilidad donde es usada con fines adicionales: al inicio como mecanismo de control de los precios de los bienes transables y luego como instrumento para reducir el déficit comercial. Obviamente una utilización ambivalente de este instrumento produce un cierto nivel de "ruido" en el proceso decisional de los agentes privados. Además se ha continuado el proceso de constitución del Mercosur (Mercado Común del Sur) entre Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay que prevee la implementación de un mercado común en 1995 con el objetivo de aprovechar las economías de escala de un mercado ampliado.

Las privatizaciones son otra medida de carácter estructural, basada en la idea que una gestión privada es capaz de obtener mayores niveles de eficiencia que la gestión pública. El proceso comenzó al inicio del gobierno Menem pero las primeras grandes privatizaciones (la aerolínea de bandera y la compañía telefónica) generaron importantes controversias. Durante el Plan de Convertibilidad los procesos de venta adquirieron mayor transparencia y se privilegió la obtención de dinero líquido en vez de títulos de la deuda. Las privatizaciones han servido como mecanismo proveedor de fondos para compensar el déficit primario del estado y reducir parcialmente la deuda, obviamente su rol es sobretodo un puente (o *bonus* temporal) en el cual el gobierno debe lograr encontrar mecanismos fiscales que equilibren en el largo plazo las cuentas públicas. Esta utilización de los ingresos de las privatizaciones es contrapuesto a aquella de utilizar estos fondos para obras de infraestructura.

Otras medidas muy importantes tienen que ver con la desregulación de la actividad económica, estas medidas comprenden una amplia constelación que va desde los transportes a los honorarios profesionales, pasando por los mercados financieros, la repatriación de los beneficios, la liberalización en diversos sectores productivos. El común denominador de estas medidas es la disminución del llamado "costo argentino" y son destinadas a estimular una mayor movilidad de los factores productivos. En este proceso el mercado más importante ha sido el del trabajo, en el cual el gobierno ha propuesto amplias medidas destinadas a descentrar las contrataciones laborales y a hacer más flexibles las normas referidas a las relaciones laborales con el objetivo declarado de aumentar la productividad del trabajo, esta según Coloma (1992) presentaba en 1990 los mismos valores del 1970. Una mayor flexibilidad del factor trabajo debería, en esta óptica, facilitar la reestructuración industrial permitiendo que los diferenciales salariales orienten la oferta hacia los sectores (y empresas) más competitivos. Además se espera que una disminución del precio relativo del trabajo respecto al capital pueda reducir los niveles de desocupación que han aumentado fuertemente en el tercer año del plan.

En tercer lugar, el gobierno ha dado particular importancia al logro de acuerdos con los acreedores externos. El acuerdo en términos de política económica es relevante porque, visto en términos estratégicos, no se han consolidado alianzas político-sociales que no tuvieran cuenta de los acreedores externos. La administración Menem no solo toma nota de aquel contexto, si no que además hace de él un punto de fuerza de su política, privilegiando la relación con los sectores financieros internacionales¹⁷.

Durante el plan se lograron sucesivamente acuerdos sobre diversos frentes. La sucesión temporal es la siguiente: en julio de 1991 se firmó un acuerdo *Stand By* con el FMI, en septiembre de 1991 se llegó a un acuerdo con el Club de París, en marzo de 1992 se firmó un acuerdo *Extended Fund Facility* (máximo acuerdo que se puede obtener del FMI) y finalmente

¹⁷Es esta una situación de compensación de la alianza ya señalada con los sectores más concentrados de la economía. Así el gobierno ganó espacios de maniobra gracias a los intereses a veces contrapuestos de los dos actores. Contrariamente a lo que se esperaba los sindicatos jugaron un rol pasivo.

en abril de 1992 se anunció el ingreso de la Argentina en el Plan Brady. Tanto el acuerdo con el FMI como el Plan Brady implican severos compromisos macroeconómicos. Estos acuerdos han permitido una reestructuración de la deuda externa así como una mayor previsibilidad relativa de los desembolsos. El resultado del plan Brady ha sido una modesta reducción de la deuda, menor que la obtenida por otros países con situaciones económicas más inestables, sin embargo según los *polymakers* la ventaja sería una mejor valuación de parte de los inversores externos para los proyectos de inversión así como para las inversiones financieras. En el anexo I se muestra la evolución de la deuda argentina.

4.3 Resultados del plan

La evolución de la inflación presenta un comportamiento muy impactante en términos históricos, esta desciende agudamente desde el inicio del plan. La dinámica del índice de precios al consumo (IPC), muestra una desaceleración muy pronunciada inmediatamente después de la puesta en marcha del plan en el abril de 1991 (aunque si no se registró la deflación esperada por el gobierno): la variación mensual promedio para el año 1990 ha sido del 24.9%, mientras baja al 5.2% en 1991, al 1.4% en 1992 y al 0.6% en 1993. Todavía más marcados son los resultados relativos a el índice de precios mayoristas (IPM) donde las variaciones promedio mensuales han pasado del 20.1% en 1990 al 0.08% en 1993.

La evolución de los diversos índices de precios son muy diferenciados entre precios mayoristas y precios al consumo. En el IPC la componente de los bienes no transables (típicamente servicios y alimentos frescos, etc.) tiene una ponderación mayor respecto al IPM y esto explica la mayor inflación "residual" y por lo tanto la diferencia entre los dos índices. Un aumento en la demanda, cuando va dirigido a bienes transables, produce un aumento en las importaciones y/o una disminución en las exportaciones pero, dado el tipo de cambio fijo y la elasticidad de la oferta global, el precio no varía, mientras que un aumento en la demanda de bienes no transables produce un mix de aumento en la producción y en los precios. Así la variación acumulada entre el inicio del plan, abril de 1991 y diciembre 1993 es para el IPM del 0.9% mientras es del 52.9% para el IPC. Una situación de precios relativos como la referida envía una señal distorsionada respecto a los sectores donde invertir. Esta distorsión en el comportamiento de los precios relativos puede ser atribuida a la superposición de la liberalización comercial con aquella de los movimientos de capitales. Se puede pensar que si se dejara al mercado hacer el ajuste, el proceso consistiría en una primera etapa de inversiones en bienes no transables. Esto hace bajar su precio y por lo tanto aumenta la competitividad de la economía y como consecuencia la rentabilidad de las inversiones en industrias productoras de bienes transables, lo que finalmente implica un aumento de las exportaciones. Suponiendo que se verificase este proceso (situación no descontada) el mismo necesita tiempo, estabilidad de las reglas y sobretodo la permanencia durante su desarrollo del shock positivo en la balanza de los capitales. Dicho de otro modo los agentes deben ver que no hay fragilidades en el equilibrio externo o interno que hagan insostenible el proceso.

Después del inicio del Plan de Convertibilidad la revaluación real del peso ha inducido una disminución del 50% en el saldo de la balanza comercial en el primer año del plan y un saldo negativo para 1992 y 1993. Las exportaciones de 1993 son un 26% superiores de la media del trienio 1988-90, mientras que las importaciones son un 270% más altas. De la evolución de las principales variables macroeconómicas registradas en el anexo I vemos que el sector externo es el flanco más débil del plan.

La composición de las importaciones no es indiferente para el sendero de crecimiento de un país, así una generalizada apertura comercial ha permitido el arribo sea de bienes de consumo que de bienes de capital. Los primeros han contribuido a la terapia antinflacionaria, manteniendo bajo control los precios de los bienes transables, mientras los segundos deberían aumentar la eficiencia de la economía. Si estos bienes son utilizados en el sector de bienes exportables, el incremento de la productividad hará crecer las exportaciones futuras. En esta

óptica el déficit es un problema transitorio, después de el cual la balanza retomaría una posición superavitaria, no ya inducida por la política sobre el tipo de cambio, sino por el incremento de eficiencia realizado en los sectores con ventajas competitivas.

Por lo tanto a diferencia de otras propuestas de política económica que basan el financiamiento del crecimiento futuro en el saldo positivo de la balanza comercial, el Plan de Convertibilidad utiliza el financiamiento externo. La pregunta fundamental es: ¿cómo pueden los *policy makers* estar seguros que el mercado orientará correctamente las importaciones hacia bienes que ayuden a generar divisas para el pago de los nuevos débitos y de las nuevas remesas en concepto de beneficios? En esta situación las expectativas juegan un rol clave; si se espera un fracaso del plan, todos importarán bienes de consumo, a causa de la favorable relación de precios relativos, que es considerada transitoria, pero actuando en este modo harán más crítica la viabilidad misma del plan. Un enfoque de este tipo explicaría la reactivación que acompaña los momentos iniciales de algunos planes de estabilización¹⁸.

La política cambiaría ha tenido también importantes efectos sobre la actividad sectorial obligando el cierre de los sectores no competitivos internacionalmente. En general, si por algún motivo estos programas antiinflacionarios basados sobre el retraso cambiario fracasan, no se verifica una reapertura de las actividades cerradas. Esto constituye uno de los efectos irreversibles más importantes de una política cambiaría como la analizada. Resumiendo, podemos decir que el efecto del tipo real sobrevaluado, en un contexto como aquel del Plan de Convertibilidad, no promueve la sustitución de importaciones pero tampoco las exportaciones. Este *bias* antiexportador, dado por la política cambiaría, es un resultado paradójico para quién, como el ministro Cavallo sostenía en Dornbusch y Helmers, eds. (1988): "*No doubt the antiexport bias has affected growth much more than long term trend of the foreign terms of trade*".

En lo que respecta a los indicadores de actividad, el aumento porcentual del PBI arriba a un notable 26% para el trienio 1991-93, existiendo una considerable paridad entre los sectores industriales. El crecimiento ha sido guiado por aquellos sectores asociados al consumo interno: automóviles, alimentos, bebidas y cemento. El sector automotriz, que presenta un aumento del 150% para el trienio, goza de un sistema particular de protección cuantitativa respecto a las importaciones. Otros sectores como la siderurgia, papel y textil sufrieron fuertes caídas debido a la dificultad de competir con los productos externos. Por lo tanto la combinación de apertura comercial y tipo de cambio real bajo ha producido un fuerte proceso de reconversión industrial. El sector agropecuario ha tenido problemas de rentabilidad y por esto el gobierno ha debido recurrir a desgravaciones para compensar la situación. En cuanto a las inversiones estas pasaron del 12% del PBI en 1990 al 16% en 1993. Sin embargo no hay todavía estudios detallados que puedan determinar el destino sectorial de estas inversiones, el factor diferencial respecto a precedentes experiencias es que las inversiones son hechas en forma excluyente por agentes privados. El destino de las inversiones es relevante porque, para un programa que se basa sobre el financiamiento externo es imprescindible que las inversiones sean preferentemente en bienes transables que permitirán repagar la deuda contraída y generar los fondos necesarios para la repatriación de los beneficios en caso de inversores extranjeros.

Los salarios reales han tenido durante todo el plan una constante depreciación, estos han caído un 9.3% desde el inicio del plan y han caído un 30.8% si se toma como base la media 1984-1989. Esta situación en un contexto donde ha aumentado fuertemente la productividad del trabajo. El salario medio de la economía valuado en dólares ha tenido un incremento del 78.8% respecto a la media de 1990. La ocupación y subocupación descienden al inicio del plan pero luego del segundo año ha aumentado a niveles récord (ver anexo 1). Este fenómeno es el resultado de varios procesos simultáneos. De un lado la reducción del sector público en 680.000 empleados y por otro lado un proceso de reconversión industrial, donde las empresas

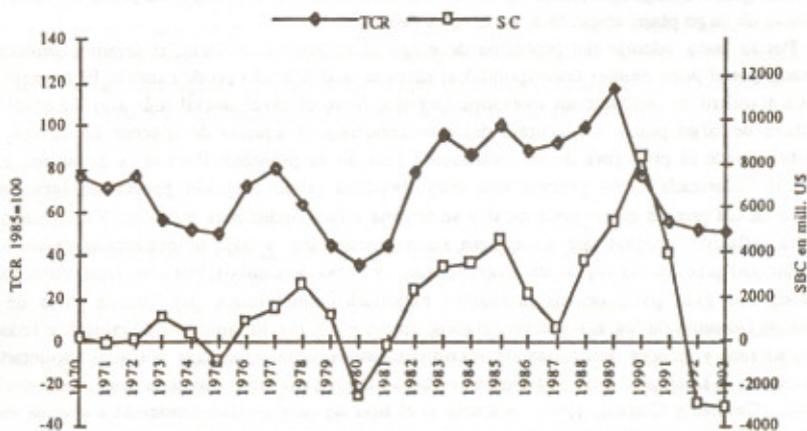
¹⁸Kieguel y Liviatan (1993) distinguen tres tipos de resultados según las expectativas sobre el éxito del plan sean altas, moderadas o bajas. En el primer y tercer caso es posible no observar un periodo recesivo al inicio de la estabilización.

mejor posicionadas, gracias al bajo precio relativo del capital, importan bienes de capital de tecnología sustancialmente ahorradora de mano de obra. En lo que hace a la participación funcional de los trabajadores en el ingreso esta es, según Carrera (1994), del 24.5% para 1991-92, casi la mitad de la correspondiente a veinte años atrás.

5. Régimen cambiario y tipo de cambio real

El siguiente gráfico nos permite ver la evolución del tipo de cambio real y del saldo de la balanza comercial en una perspectiva de largo plazo. El tipo de cambio real presenta durante el Plan de Convertibilidad un nivel menor al promedio de los años ochenta teniendo además una variabilidad menor. Solo el período de la "tablita" muestra un nivel de tipo de cambio real inferior. Si bien los efectos del nivel del tipo real sobre el sector externo se pueden ver con más detalle en el anexo 1, del gráfico podemos apreciar que existe una cierta regularidad entre apreciación del tipo de cambio y déficit de la balanza comercial. En el período 1989-93 el superávit comercial se transforma en un déficit récord producto de la acción combinada de la revaluación cambiaria y del aumento del PBI.

TIPO DE CAMBIO REAL Y SALDO COMERCIAL



Fuente: Cepal. Base 1985=100. Dólar comercial deflactado por IPC.

La elección de un régimen cambiario pone al gobierno un dilema entre el objetivo de obtener (y mantener) la estabilidad de los precios y aquel de garantizar la competitividad de las exportaciones. Es claro que la elección entre el cambio fijo y un sistema más flexible (*crawling peg* o fluctuación libre) está muy condicionada por el contexto inflacionario y la credibilidad de las políticas, como hemos podido apreciar en el modelo de la primera parte. Fijar el cambio, si es creíble, significa una elección más segura en lo que respecta a la reducción del nivel de la inflación, pero implica que si la evolución de los precios domésticos no es igual (o todavía peor, si es más veloz) a la de los precios internacionales una revaluación del tipo de cambio real¹⁹.

¹⁹La paridad fija respecto al dólar significa que el peso es un sujeto pasivo de la evolución del dólar respecto a las otras monedas. Además si fuese verdad que la estabilidad del cambio favorece el incremento del intercambio

La estabilidad del tipo de cambio en una economía altamente dolarizada es además un elemento central para reconferir un rol más importante a la moneda local, al menos en países como la Argentina que han sufrido una profunda reestructuración en los portafolios de los privados hacia una liquidez en dólares. Por lo tanto, en cierto modo, la lección hasta ahora recabada del Plan de Convertibilidad consiste en la reafirmación de que en una economía que ha sufrido un proceso de dolarización, la medida más directa para frenar la inflación es fijar el tipo de cambio pero, como predice nuestro modelo, esto no es suficiente. Aún aceptando que la fijación del tipo de cambio sea el instrumento más eficiente para detener una inflación muy alta, la credibilidad del valor fijado inicialmente es fundamental, especialmente cuando el compromiso para sostenerlo es soportado, como en este caso, por una ley²⁰. El determinar tanto el régimen como el valor del cambio a través de una norma tan rígida genera dudas respecto a la escasa flexibilidad de la cual el gobierno dispone. Por ejemplo, si se hipotiza un shock real permanente que demande una devaluación del 20% y los agentes económicos perciben este shock y demandan divisas²¹, ¿Que haría el Banco Central? Si continuase a vender divisas a los valores precedentes pondría en movimiento el mecanismo de reducción de la base monetaria con el cual induciría una recesión, continuando además a alimentar la demanda especulativa, todo esto para finalmente tener que devaluar. Evidentemente en la decisión el *policymaker* ha ponderado mucho más la estabilidad de los precios que la adaptabilidad a los shocks (ver eq. 15).

El otro punto fundamental es determinar como los cambios estructurales modifican el equilibrio de largo plazo del tipo de cambio, en cuanto es probable que una mayor apertura comercial junto a la eliminación de los controles sobre los capitales, cambien el valor de equilibrio de largo plazo respecto a los niveles precedentes.

Por lo tanto, además del problema de elegir el régimen cambiarlo, el segundo problema afrontado por el *policymaker* correspondió al nivel al cual fijar el tipo de cambio. El consejo de política standard es producir un *overshooting* que lleve el nivel inicial más alto de aquel de equilibrio de largo plazo. La ventaja del *overshooting* es aquella de obtener un tiempo de maniobra donde el problema de la revaluación real no se presente. Pero si la economía esta altamente dolarizada y los precios son muy flexibles la devaluación genera un inmediato aumento de los precios en moneda local y se retorna a las condiciones iniciales. Vale decir que con alta inflación, precios que se ajustan instantáneamente, y baja monetización existe una imposibilidad practica de lograr un *overshooting* del tipo de cambio. Por otro lado, en el caso argentino una gran parte de los productos exportados son bienes que forman parte de la canasta de consumo de los asalariados (granos, carne, etc.), por lo tanto una devaluación reduce el salario real y genera demandas de recomposición salarial que, con políticas monetarias acomodantes y salarios flexibles generan inflación o en caso contrario tienen un costo social muy alto (Cavallo y Cottani, 1991). Además si el tipo de cambio real desciende a niveles muy bajos, la paridad nominal fija puede revelarse un lastre para el programa, porque por un lado hace perder competitividad a las exportaciones y por otro comienza a generar expectativas de devaluación que se transmiten a los precios de los no transables.

(de Grawe, 1988), el dólar fijo sería un incentivo a aumentar el comercio con los USA y el área del dólar en general en detrimento de los otros dos polos monetarios.

²⁰Es posible hacer un paralelo con la convertibilidad de la esterlina a los mismos valores del periodo preguerra, propuesta por Churchill en el 1925. Obviamente esto implicaba inicialmente una sobrevaluación, con el relativo corolario de déficit comercial y altas tasas de interés capaces de inducir un flujo de capitales para financiarlo. Se esperaba que la recesión provocase una disminución de los salarios nominales y de los precios internos y por lo tanto un restablecimiento de la competitividad. Como fue señalado por Keynes (1925) la convertibilidad fracasó por la rigidez de los precios hacia la baja.

²¹En este ejemplo se debe considerar como aviene el acceso a la información sobre los shock tanto de parte de los agentes como de parte del gobierno. Todavía cambiar una ley para cambiar la cotización o el régimen del cambio no es jamás un proceso veloz que permita al gobierno de aprovechar una ventaja informativa.

Como corolario podemos decir que, en concordancia con el modelo presentado, para salir de un régimen de alta inflación un sistema de cambios fijos fruto de un compromiso creíble, es el camino más adecuado. Sin embargo, la imposibilidad de hacer *overshooting* condiciona la sobrevivencia misma del régimen de cambio fijo en el caso que haya sido elegido en forma errónea el nivel del tipo de cambio o en el caso que las variables reales no se adapten a la variable nominal fija.

De la discusión desarrollada más arriba podemos extraer dos problemas respecto a la política cambiaria: uno deriva de la intervención sobre el cambio destinada a evitar una fluctuación nominal muy alta y por lo tanto a proveer un ancla para las variables nominales, el otro es la búsqueda de administrar el tipo real, a través un *mix* de políticas fiscales y monetarias. Pero: ¿cual es el tipo real de equilibrio de largo plazo en una economía sujeta a shock inflacionarios, cambios de régimen como la apertura comercial y la liberalización financiera? Podemos citar dos enfoques diferentes respecto al concepto de valor de equilibrio del tipo real en el largo plazo. Cada uno de esos considera que los "fundamentales" subyacentes son distintos, uno llama a la paridad del poder de compra y el otro a el equilibrio de las partidas corrientes de la balanza de pagos. Por lo tanto las recomendaciones de política son diversas en los dos casos. Para el primero (McKinnon, 1986) el objetivo de la política cambiaria debe ser colocar la paridad nominal en un valor que haga que la capacidad real de compra de las dos divisas sea igual respecto a los bienes transables. Con este *target* no tendrá efectos de los términos de intercambio sobre el producto; ciertamente podría haber efectos producto de cambios en la relación transables/no transables. Para el segundo enfoque propuesto por Williamson (1986) el principio fundamental para determinar el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo es el del comercio equilibrado. El tipo de cambio debe situarse entorno a un valor por el cual la cuenta corriente tiene un saldo igual a cero. El acceso a los mercados financieros puede, para algunos países, aliviar temporalmente esta restricción, pero no es posible para un país normal sostener largos periodos de déficit en la cuenta corriente.

6. Conclusión

Los principales objetivos de este trabajo han sido: primero, elaborar un modelo que relacionase el problema de la credibilidad de las políticas sobre el tipo de cambio con la delegación como un recurso de política económica y segundo evaluar la aplicabilidad del modelo a la economía argentina bajo la presidencia Menem. Por lo tanto, hemos tratado de explicar como ocurre la elección del *policymaker* y también el tipo de política de estabilización que se elige. En el modelo se asume una influencia del tipo de cambio sobre la inflación y sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que resulta razonable para las economías latinoamericanas. Los objetivos de los agentes privados tomados en consideración son aquellos de no perder poder de compra relativa a través de una modificación inesperada del tipo de cambio real; la racionalidad atribuida a los agentes privados implica fundamentalmente el conocer los incentivos que mueven a las autoridades. En lo que respecta al gobierno, el equilibrio interno y externo parecen relevantes como objetivos para un instrumento como la política cambiaria.

Las predicciones del modelo tienen que ver con dos aspectos: de un lado, la delegación como recurso para un gobierno que hace frente al problema de la incoherencia temporal y por otro la elección del tipo de cambio fijo con un compromiso creíble como mecanismo de estabilización.

La delegación, en la literatura sobre la economía industrial, se basa en el hecho de que no siempre el propietario es aquel agente capaz de obtener los mejores resultados, en este trabajo indagamos si el paralelo con un gobierno es válido. Son variados los aspectos relevantes que se pueden discutir. El primero es que, incluso probando que la delegación es eficiente, resta la duda sobre cuánto sea esta legítima, dado que, mientras en las empresas esta previsto que el

directorio delegue en terceras personas, no existen en la mayoría de los países normas precisas sobre la delegación a agentes externos a quienes han sido votados. No existen tampoco estructuras de incentivos destinados a remunerar los *policymakers* según los resultados obtenidos²². Otro aspecto relevante corresponde al rol del gobierno, en nuestra aplicación este se transforma en un intermediario entre los electores y el mercado (más precisamente, entre los electores y los formadores de precios). La conclusión que se puede extraer es que la democracia política puede tener problemas de implementación cuando los deseos de los "mercados" (formadores de precios) no coinciden con aquellos de la coalición electoral vencedora. Por último, un aspecto relevante, es si debemos esperar una institucionalización de la delegación o esta es solo un instrumento para los momentos de crisis. Obviamente esta respuesta escapa a nuestro modelo, todavía, si fuera cierta la primera alternativa significaría que la determinación de la política económica tiende a ubicarse fuera de los partidos políticos²³.

El segundo resultado que provee el modelo es la formidable potencia de la fijación del cambio para reducir el *bias* inflacionario del sistema. Esta potencia se ve aumentada en una economía que ha sufrido un proceso de *currency substitution* por la directa relación que la cotización de la divisa de referencia tiene con los precios de la mayoría de los bienes. El análisis del gobierno Menem nos permite ver que una estabilización mediante la fijación del cambio es una estrategia muy riesgosa cuando los agentes no ajusten con cierta velocidad las expectativas. O sea, si los precios internos tienen una fuerte inercia, si existe una relativa incredulidad sobre el compromiso de los *policymakers* y no hay instrumentos aptos para coordinar las decisiones individuales, entonces se registrará un fenómeno de gradual revaluación del tipo de cambio real que conspira contra la sobrevivencia misma del programa de estabilización. Este fenómeno tendrá más probabilidades de ocurrir cuanto menor haya sido el *overshooting* en el momento de la fijación del tipo de cambio.

El Plan de Convertibilidad se inició con un tipo de cambio real más bajo que el del plan BB y sin embargo ha logrado sobrevivir gracias a la mayor credibilidad. Esta surge no solo de la credibilidad intrínseca de los *policymakers* delegados, sino también, de la eficiencia del compromiso contraído para evitar financiamientos del Banco Central al tesoro y ciertamente del hecho que algunas decisiones tomadas en precedencia han mejorado sustancialmente la situación inicial. Prueba de esto es la convergencia, ocurrida en el lapso de tres años a los niveles de inflación internacionales. El costo que ha tenido ha sido la revaluación del tipo de cambio real y el subsecuente déficit comercial récord, el cual ha sido financiado por un shock positivo en la balanza de capitales.

Sin embargo, el modelo prevee ingentes problemas en lo que respecta a la adaptabilidad a los shocks, si una economía es regularmente golpeada por shocks exógenos debería poder contar con el tipo de cambio como mecanismo de amortiguación.

Un shock negativo que implicase un menor ingreso de capitales (por aumento de la tasa de interés internacional), o una salida de capitales, o una caída en los términos de intercambio obligaría a una disminución de la base monetaria, dado el rol pasivo asignado al Banco Central, ciertamente esto generaría problemas del lado financiero por la eventual descompensación entre créditos y débitos bancarios. En una situación de este tipo el Banco Central se encuentra en un dilema: puede aumentar las tasas para retener los capitales generando potenciales problemas de insolvencia, recesión y por lo tanto caída de la recaudación impositiva o puede aumentar la liquidez para evitar una crisis financiera, violando así las disposiciones de la Ley de Convertibilidad y alimentando las expectativas de una devaluación con pesadas consecuencias para la solvencia de los agentes endeudados en dólares.

²²Un tentativo realizado en Nueva Zelanda conectaba la remuneración de los directores del banco central con la evolución de la inflación.

²³De la Balze (1993) cita la experiencia argentina donde desde el 1983 ha sido creciente la presencia de economistas de institutos de investigación independientes en el gobierno.

En base a cuanto se ha discutido más arriba, podemos decir que la estabilización basada en el cambio fijo es un camino riesgoso y que debería ser posiblemente transitorio, porque, si un país es propenso a recibir shock exógenos la renuncia al instrumento cambiario puede generar altos costos sobre las variables reales. En este sentido observamos que si ya cuando era considerada cerrada, la economía argentina era sensible a las perturbaciones exógenas, en un contexto de mayor apertura la situación se agravará²⁴.

En el caso particular del Plan de Convertibilidad, ha sido una coyuntura internacional favorable la que ha permitido financiar el ajuste. Sin embargo, antes de pasar a un sistema más flexible se deberían consolidar dos resultados: 1. niveles de inflación internacional en los bienes no transables y 2. la cuenta corriente debería presentar niveles de déficit menores fundamentalmente por la reducción del déficit comercial. Por lo tanto, el otro requisito consiste en lograr una mayor autonomía respecto a la variabilidad de los movimientos de capitales. Para esto se necesita un aumento del ahorro interno que evitara de tener que depender del ahorro externo para sostener el crecimiento. Para esto son importantes tanto el comportamiento del sector público como los incentivos para el ahorro que los individuos encuentren. Obviamente un sistema financiero demasiado propenso a financiar el consumo en vez de la inversión no parece el mecanismo más adaptado a tal fin.

En cuanto al comportamiento de los agentes y del gobierno hay otro punto digno de subrayar en el análisis realizado. Si hipotizamos que el gobierno desee para el sector externo un nivel del tipo de cambio adecuado a un modelo de crecimiento *export-led*, entonces podemos constatar que los agentes privados han rechazado una estructura de los precios relativos de este tipo. Por lo que nos encontramos en la paradoja que, el gobierno debe operar con agentes que comprenden la necesidad de un nuevo modelo de crecimiento porque el anterior modelo basado en la sustitución de importaciones se había agotado. Sin embargo, individualmente, estos agentes no desean cambiar la propia relación de precios relativos, o sea, no quieren perder capacidad de compra en términos internacionales. A este punto, ¿debe hacer un *policy maker*? En el caso del Plan de Convertibilidad el nivel fijado para el tipo de cambio ha significado una aceptación de esta imposibilidad de transformar la estructura de precios relativos a través de políticas sobre el tipo de cambio y por lo tanto ha tentado de inducir la reestructuración *export-led* a través de medidas de tipo estructural y sobre el lado de la oferta.

Referencias

- Banco Central de la República Argentina (1993). *Indicadores Económicos*. Buenos Aires. Números varios.
- Barro, R. y Gordon, D. (1983). *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*. *Journal of Political Economy* 91, August.
- Blanchard, O. J. (1988). *Why does Money Affect Output? A Survey*, en Friedman, B. M. y Hahn, F. *Handbook of Monetary Economics*. North Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1993). *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*. IMF Staff Papers, March.
- Canitrot, A. (1991). *Estabilización Primero, Apertura Después, y Luego Que?* en De La Balze, F. (ed.). *El Comercio Externo Argentino en la Década de los 90*. Ediciones Manantial. Buenos Aires.
- Carrara, J. (1994). *L'Inserimento dell'Argentina nell'Economia Internazionale. Dalla Trasformazione Strutturale al Comportamento Strategico*. *Disertazione Finale Dottorato di Ricerca*. Università di Pavia.
- Carteco. (1992). Números varios. Buenos Aires.

²⁴En Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) se presenta un análisis de los denominadores comunes que los diversos ciclos de entrada/salida de capitales han tenido en Latinoamérica.

- Cavallo D. (1989). *Argentina*, en Dornbusch R. y Helmers L. (eds). *The Open Economy*. E.D.I. 267-284. Oxford University Press. Oxford.
- Cavallo D. y Cottani J. (1991). *Argentina*, en Papageorgiou, D. Michaely, M. y Chosky A. (eds) *Liberalizing foreign Trade*. Vol 1. Basil Blackwell Inc. Cambridge, Mass.
- Cecchi, D. (1994). *Macroeconomic Populism: A Formal Representation and a Suggested Interpretation of the Peruvian Experience (1985-90)*. *Journal of International Development*, vol 6.
- Coloma, G. (1992). *Costo Laboral Relativo y Competitividad de la Industria*. Instituto para el Desarrollo Industrial. Documento de Trabajo n.3, Octubre.
- de Grawe, P. (1988). *Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade*. *Staff Papers* 35, March.
- de la Balze F. (ed.) (1993). *Reforma y Crecimiento en la Argentina*. Manantial. Buenos Aires.
- Dolado, J., Griffiths M. y Padilla, J. (1993). *Delegation in International Monetary Policy Games*. CEPR Discussion Paper n.761. London.
- Dornbusch, R. (1985). *Stopping Hyperinflation: Lessons of the German Experience of the 1920's*. Mimeo.
- Dornbusch, R. y Edwards, S. (1991). *The Macroeconomic of Populism in Latin America*. The University of Chicago Press. Chicago.
- Faini, R. y De Melo, J. (1990). *LDC Adjustment Packages*. *Economic Policy* 11, October, 491-519.
- Fershtman, C.; Judd, K. L.; y Kalai, E. (1991). *Observable Contracts: Strategic Delegation and Cooperation*. *International Economic Review*, 32, 551-9.
- FIEL (1992). *Indicadores de Coyuntura*. Número vari. Buenos Aires.
- Gatsios, K. y Karp, L. (1991). *Delegation Games in Customs Unions*. *Review of Economic Studies*, 58, 391-397.
- INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. *Informe trimestral*. Números varios. Buenos Aires.
- Keynes, J. M. (1925). *The Economic Consequences of Mr. Churchill*. Macmillan. London.
- Kydland, F. y Prescott, E. (1977). *Rules Rather than Discretion; The Inconsistency of Optimal Plans*, *Journal of Political Economy* 85, June.
- McKinon, R. (1986). *Monetary and Exchange Rates Policies for International Financial Stability: A Proposal*. Stanford. Mimeo September.
- Rogoff, K. (1985). *Can International Policy Coordination be Counterproductive?*, *Journal of International Economics*, 18.
- Sachs, J. (1990). *Social Conflict and Populist Policies in Latin America*. Westview Press.
- Sargent, T. (1982). *The End of Four Big Inflation*, en Hall, R. *Inflation, Causes and Effects*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Vickers J. (1985). *Delegation and the Theory of the Firm*. *The Economic Journal*. Vol 95, pp.138-47.
- Williamson, J. (1986). *Target Zones and Indicators as Instrument for International Economic Policy Coordination. A Report to the Group of 24*. Institute for International Economics. Washington.

Anexo 1. - Indicadores Macroeconómicos-

	1989				1990				1991				1992				1993									
	I	II	III	IV	Anno	I	II	III	IV	Anno	I	II	III	IV	Anno	I	II	III	IV	Anno						
Inflación#	11,8	75,4	129,8	17,6	3079*	78,7	12,9	13,9	6,2	2314*	15,21	3,8	1,9	0,8	171*	2,4	0,9	1,4	0,7	24,9*	0,7	1,0	0,3	0,2	7,4*	
promedio mes IPC	293,2*	11,4	99,3	73,3	17,3	3432*	73,4	7,8	10,1	1,2	1606*	6,1	1,1	0,1	0,3	110*	0,7	0,3	0,7	6,0*	0,4	0,3	0,1	0,7	0,1*	
promedio mes IPI	80,1	22,3	151,8	118,8	104,5	116,8	111,3	82,5	67,0	49,2	77,5	51,7	56,9	54,0	55,0	54,9	56,9	56,3	55,9	56,0	56,2	56,7	56,5	56,4	56,4	56,5
Tipo de cambio real 1985=100@	7029	9117	2546	2813	2097	9573	2771	3197	3431	2935	12354	3370	3453	2803	11974	2563	3329	3335	3010	12235	2887	3569	3446	3285	3285	13187
Exportaciones	6008	1168	1034	1025	972	4199	916	846	952	1365	2954	1302	1743	2276	2954	8275	2887	3582	4355	4048	4048	3870	4661	4994	16787	
Importaciones	1021	949	1512	1788	1125	5374	1855	2351	2479	1590	8275	1046	1627	1177	1511	3699	-325	-253	-1021	-1038	-2637	-375	-301	-1215	-1709	-3600
Balanza comercial#	-3962	-1792	-1576	-1522	-1776	-6666	-1603	-1787	-1553	-1543	-6486	-1859	-1662	-1316	-1997	-8573	-1816	-1247	-1100	-1613	-5779	-1538	-1000	-1015	-1725	-5278
Trasf. serv. netos#	-2941	-843	-64	266	-651	-1292	252	564	926	47	1789	-813	-35	-139	-1846	-2833	-2141	-1500	-2124	-2651	-1913	-1301	-2230	-3434	-8878	
Cuenta corriente#	-589	-725	-1612	732	-3879	-5444	-208	-200	-1354	433	-1329	-175	90	545	3187	3647	2990	2319	2418	4200	11927	3420	2951	4050	6116	16337
Cuenta capital#	-3530	-1568	-1676	998	-4530	-6776	50	364	-428	480	466	-988	55	406	1341	814	849	819	294	1549	3511	1507	1650	1820	2682	7659
Result. bza. de pagos#	3683	2205	1652	3642	2826	2826	2607	4286	4458	5671	5671	4010	4874	5388	7468	7468	8028	93	10237	11477	11477	13009	11636	13257	15301	15301
Reservas totales#	4,7	3,7	2,6	2,0	2,6	2,7	2,0	2,1	2,3	2,1	2,1	2,2	2,6	3,1	3,4	2,9	3,8	4,2	4,7	4,5	4,3	4,7	4,9	5,5	5,7	5,2
M1/PBI#	12,5	18,5	116,2	25,9	29,5	54,2	58,9	15,9	16,3	11,5	25,6	18,0	4,3	3,7	3,4	7,4	2,9	2,6	2,6	2,6	2,7	2,3	2,1	2,0	1,9	2,1
Tasa de interés	10,1	17,6	99,0	20,1	23,6	40,1	---	11,4	12,5	8,1	10,7	14,0	1,5	1,4	1,1	4,5	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9
promedio mes activa	-9,3	---	---	---	---	-9,8	---	---	-2,5	---	---	---	---	---	-1,2	---	---	---	---	---	0,5	---	---	---	---	---
Deficit púb. glob./PBI#	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Deuda pública#	46250	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810	62810
Deuda externa#	657	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662	662
Deb. externa/espont.#	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Var. real del PBI#	77,6	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	
Consumo/PBI#	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	15,5	20,4	
Inversión/PBI#	22,3	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	
Ahorro interno/PBI#	-1,9	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	
Ahorro externo/PBI#	0,7	6,7	-12,2	-5,6	11,0	-12,6	-10,9	2,3	3,2	7,4	-4,8	-5,8	6,7	7,3	4,4	11,7	4,7	0,3	-2,9	2,0	12,8	2,5	1,5	1,9	1,2	4,4
Var. prod. industrial#	92,5	92,6	81,3	66,2	75,7	79,0	65,6	74,2	72,8	73,5	71,5	67,9	67,5	68,5	68,5	67,8	67,7	67,7	67,5	67,1	67,5	66,8	66,5	66,3	66,6	66,6
Salario real 1985=100	5,2	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	
Desocupación#	6,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
Subocupación#	6,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Carta Económica, Fiel, INDEC.

Nota: # = promedio del período, % = porcentaje, * = inflación anual, @ = dólar comercial deflacionado por IPC, f = valores en millones de dólares.