

**LAS PRIVATIZACIONES COMO INSTRUMENTO FISCAL:
UN CASO DE INCONSISTENCIA TEMPORAL (*)**

junio de 1994

Nicolás Gadano* y Sebastián Galiani**

***Instituto Torcuato Di Tella**

****Instituto y Universidad Torcuato Di Tella**

○ Deseamos agradecer a P. Gerchunoff, D. Heymann y P. Sanguinetti sus útiles comentarios a la primera versión de este trabajo. Como siempre, los errores y opiniones contenidos en el trabajo son responsabilidad exclusiva de los autores.

This model will be a simplification and an idealization, and consequently a falsification. It is to be hoped that the features retained for discussion are those of greatest importance in the present state of knowledge.

-A. M. Turing (1952)

1. Introducción.

La palabra "privatización" posee varios significados. En este artículo hará referencia a la transferencia total o parcial de la propiedad pública de una empresa al sector privado. Como tal, la privatización es el reverso de la nacionalización. A partir de la década del 80 se han llevado a cabo profundos procesos de privatización tanto en los países desarrollados como en los países menos desarrollados como Argentina. Dramáticamente, aunque mostrando apreciables diferencias, los países de Europa del Este también han comenzado ha recorrer este camino.

Como resultado de ello se ha desarrollado una gran cantidad de literatura tanto teórica como empírica.¹ Si bien se puede encontrar en ella una variedad de efectos que debieran ser analizados para alcanzar una comprensión y evaluación global de un proceso de privatización,² dos de ellos han recibido un destacado tratamiento en la literatura: los efectos generados por cambios en el comportamiento de la empresa; y el efecto fiscal. Aunque teóricamente podría evaluárselos como efectos puros, no puede negarse la relación que existe entre ambos. Estos dos efectos determinarán, en una primera aproximación, el resultado que tendrá sobre el bienestar, una determinada privatización.

Por un lado, en la presunción según la cual la empresa resultará administrada en forma diferente antes y después de la privatización, se sostiene que el management privado obtendrá mejoras estáticas de eficiencia e introducirá innovaciones dinámicas. Es indiscutible que la mayoría de las empresas públicas se encuentran pobremente administradas, principalmente debido a que su management enfrenta una restricción de

¹ Ver, entre otros, Jones *et al.*, 1990; Vickers y Yarrow, 1988; y para el caso argentino Gerchunoff y Cánovas, 1993.

² Un proceso de privatización en gran escala cambia la distribución de poder dentro de la sociedad. Por ejemplo, la influencia de los sindicatos se verá reducida por las privatizaciones. El gobierno podría utilizar las privatizaciones como un instrumento para alcanzar objetivos distributivos. Un costo que el gobierno debería tener en cuenta en su toma de decisiones, y que pudo haber sido relevante en el caso argentino, es el resultante del incremento en la "tasa natural de desempleo" por un problema de "matching" (o el costo de reentrenamiento del personal despedido) si el proceso de privatizaciones requiriese una reducción masiva de personal.

presupuesto "blanda".³ Sin embargo, no es evidente que toda privatización logrará modificar la estructura de incentivos, de forma de remover dichas falencias administrativas. Por otra parte, motivaciones privadas llevarán a intentar apropiarse de parte del excedente del consumidor. La consecución de este cambio de comportamiento dependerá crucialmente del marco regulatorio bajo el cual se lleve a cabo la privatización de la empresa. Si dichos cambios en el comportamiento de la empresa al ser privatizada, generasen un incremento en el flujo de beneficios, se generará un juego de suma-positiva entre el gobierno y el comprador. La proporción del valor presente de los beneficios incrementales que el gobierno obtiene a través del precio de venta de la empresa constituye un ingreso fiscal. Por lo tanto, cuando la conducta de la empresa es alterada como resultado de la privatización de la misma, podría generarse un efecto fiscal, tanto por la mayor eficiencia con que la empresa comenzaría a ser administrada, como a través de la transferencia de parte del excedente del consumidor.

Otra fuente de ingreso fiscal, que podríamos denominar pura, la constituiría la posibilidad de que el gobierno y el comprador intercambien una corriente de ingresos asimétricamente valuados. El gobierno, por ejemplo, podría obtener un efecto fiscal a través de la privatización de una empresa, aun cuando la misma no generase mayores flujos de beneficios, si encontrándose restringido en su acceso al mercado crediticio, privatizase una empresa superavitaria.

En este artículo analizaremos el caso en el cual el gobierno utiliza la privatización de una empresa pública como un instrumento fiscal. Esto es, cuando el objetivo principal del gobierno es el de obtener ingresos a través de la venta de sus activos. Debido a que el objetivo del artículo es mostrar la inconsistencia temporal de esta política, nos concentraremos en el trade-off que enfrenta un gobierno entre el precio que obtiene por la venta de la empresa, debido al marco regulatorio con el cual lleva a cabo la privatización, y el costo que enfrentará, medido en términos de pérdida de bienestar de los ciudadanos,

³ Para una descripción del comportamiento de la empresa cuando enfrenta una restricción de presupuesto blanda ver Kornai, 1986. Sin embargo, la restricción de presupuesto blanda a la que el management público se enfrenta es sólo la superficie del problema. La cuestión de fondo de por qué las empresas públicas se comportan de forma ineficiente es más difícil de responder. Para una posible explicación ver Boycko *et al.*, 1993.

al llevar a cabo la privatización de la empresa bajo dicho marco regulatorio.⁴

Este análisis resulta relevante para comprender el proceso de privatización argentino. En su inicio, este proceso fue más una herramienta macroeconómica para estabilizar la economía que un instrumento de política orientado a aumentar la productividad de la economía. Además, es importante destacar que la velocidad con que fue llevado a cabo y el carácter integral del proceso de privatización argentino estuvieron asociados a la gran necesidad de emitir una señal hacia la comunidad de negocios nacional e internacional que le permitiese al gobierno ganar reputación (ver Gerchunoff y Cánovas, 1993).

Aunque la importancia para el gobierno de alcanzar objetivos fiscales en la privatización de una empresa ha sido ampliamente destacada, al punto tal de señalarse que en muchos, si no en la mayoría de los países, los programas de privatización se correlacionan con períodos de astringencia fiscal (ver Jones *et al.*, 1991); la posibilidad de que dicha política resulte inconsistente temporalmente⁵ ha comenzado a ser enfatizada recientemente.⁶

Una determinada secuencia de políticas esperada por el sector privado será inconsistente temporalmente si la que resulta óptima para los períodos t a $t+j$ en el período t difiere de la política que resultará óptima en el período $t+j$ para ese período. Por tanto, si una política es inconsistente temporalmente el gobierno tendrá incentivos a desviarse de ella en su implementación. Una secuencia de políticas, aunque resulte óptima para el hacedor de política en el período actual, no resultará creíble para el resto de los agentes

⁴ Por lo tanto, dejaremos de lado importantes cuestiones referidas a la regulación de una empresa que surgen en todo proceso de privatización debido a diversas fallas de mercado como las externalidades, asimetría de información, monopolio natural, etc.

⁵ Kydland y Prescott (1977) y Calvo (1978) fueron los primeros en señalar la posibilidad de que el hacedor de política pueda encontrarse limitado por restricciones de incentivos.

⁶ Intentando explicar los cambios en la política regulatoria en Gran Bretaña en la década del '80, Vickers (1991) examina la siguiente hipótesis: éstos han sido influenciados por el curso del programa de privatización. Debido al peso asignado a la rentabilidad de la empresa en el momento de su venta, las políticas regulatorias y la introducción de competencia en el sector han sido más laxas que antes o después de la venta de la misma. Sin embargo, los inversores reconocen que dicha empresa va a enfrentar más competencia y regulación a medida que pase el tiempo, y descuentan esta posibilidad en el precio que están dispuestos a pagar por la misma. Debido a una motivación electoral, la credibilidad que el gobierno obtendría sobre su política será mayor en tanto la propiedad se distribuya en un gran número de inversores domésticos. Los defensores de esta visión destacan la generalizada desregulación acaecida en Gran Bretaña antes de que comenzaran las privatizaciones, seguida por una política menos pro-competencia hacia las telecomunicaciones y especialmente el sector gasífero al tiempo en que se llevaban a cabo privatizaciones de empresas de dichos sectores, y la subsiguiente introducción de competencia y políticas regulatorias (la revisión del duopolio de telecomunicación, el quiebre de CEEB, etc.) hacia el fin de la década.

económicos si es inconsistente temporalmente y el hacedor de política económica carece de una tecnología de compromiso (ver Person y Tabellini, 1990). La fuente de los problemas de consistencia temporal se encuentra en el conflicto entre los agentes. El hacedor de política tendrá incentivos a sorprender al sector privado desviándose de un plan renunciado si existe algún conflicto de intereses entre él y un conjunto de agentes económicos. Como Chari *et al.* (1989) han señalado, en un ambiente de equipo donde todos los agentes comparten una función objetivo común, no pueden darse problemas de consistencia temporal.⁷ Sin embargo, debemos resaltar que aun utilizando una construcción de agente representativo y suponiendo que el hacedor de política maximiza una función de bienestar social que coincide con la función de utilidad del agente representativo, podrían existir problemas de consistencia temporal.

En la próxima sección, desarrollaremos un modelo en el cual el gobierno, enfrentado a una situación de gran astringencia fiscal y restringido en su capacidad de utilización de instrumentos alternativos para enfrentarla, transfiere una empresa pública al sector privado, inmerso en un proceso de privatización, buscando obtener ingresos fiscales. Para ello supondremos que al llevar a cabo la privatización el gobierno establece, dada su función objetivo, un marco regulatorio óptimo para todo el horizonte de planeamiento, que le permitirá a la empresa apropiarse de parte del excedente del consumidor, generando una corriente de mayores beneficios. Sin embargo, dicho marco regulatorio no resultará óptimo para el gobierno en el futuro. Esto es anticipado por los inversores y consecuentemente descontado en el precio que están dispuestos a pagar por la empresa. En la sección 3 presentamos una ejemplificación del modelo analizando la evolución del marco regulatorio de la privatización de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones. Por último, en la sección 4 presentamos las conclusiones del trabajo.

2. El Modelo.

En esta sección presentaremos un modelo sencillo de privatización de una empresa

⁷ Es oportuno recordar que pueden aparecer problemas de consistencia temporal de las decisiones cuando las preferencias (la función objetivo del hacedor de política) cambian en el tiempo (ver Strotz, 1955). Sin embargo, en este trabajo restringiremos nuestra atención a situaciones donde las preferencias son temporalmente consistentes en el sentido de Strotz.

pública en la cual el principal objetivo del gobierno es maximizar el ingreso proveniente de la misma.

Supondremos que el gobierno transfiere al sector privado una empresa que produce un servicio y por ello recibe un ingreso que denominaremos el precio de venta de la empresa (PV). Como hemos señalado anteriormente, PV dependerá, entre otros, del marco regulatorio que el gobierno establezca al llevar a cabo la privatización de la empresa. Modelizaremos el marco regulatorio como la concesión de un mercado monopolístico (*structure regulation*), esto es, la empresa será el único proveedor con derecho a vender el servicio; y la elección por parte del gobierno de una tarifa máxima a la cual la empresa puede vender su servicio (*conduct regulation*).

La función de demanda del servicio cuya provisión monopolística se privatiza, que supondremos lineal y constante, vendrá dada por:

$$(1) \quad Q_i = a - bt_i \quad ; \quad a > 0 \text{ y } b > 0$$

donde;

Q_i : es la cantidad demanda del servicio en el período i .

t_i : es la tarifa por unidad servicio en el período i .

La empresa privatizada tendrá un costo constante c ($c < a/b$) por unidad de servicio producido. Ambos supuestos no implican pérdida de generalidad alguna con respecto a los objetivos del modelo. Además, supondremos que ni el regulador ni el sector privado enfrentan restricciones de información. Ambos forman sus expectativas racionalmente. Por último, supondremos que existe un horizonte de planeamiento de dos períodos; $i=1,2$. Todos los flujos se encuentran valuados al final de cada período. Bajo estos supuestos, el precio al que el gobierno le transferirá la empresa (PV) al sector privado al comienzo del primer período será:

$$(2) \quad PV = \sum_{i=1}^2 \rho^i [(a - bt_i) t_i - c (a - bt_i)]$$

donde;

$$p = \frac{1}{1+g} \quad ; \quad g \geq r$$

g : es la menor tasa de ganancia por período a la cual el sector privado se encuentra dispuesto a comprar la empresa.

r : es la tasa de interés por período, que supondremos constante.

El gobierno, al llevar a cabo la privatización de la empresa, fijará t , la tarifa que regirá en ambos períodos, de forma tal de maximizar su función de bienestar W . Supondremos que el gobierno no tendrá incentivo a sorprender al sector privado modificando el marco regulatorio hasta la finalización del primer período, debido a que los costos que ello le implicarían son lo suficientemente elevados. Dada la estructura estática del juego analizado, este supuesto introduce en su resultado una modificación cuantitativa y no cualitativa.⁸ Supondremos que el gobierno al firmar un contrato especificando el marco regulatorio dispone, al menos en el primer período, de una tecnología de compromiso debido a que la violación del mismo le impone determinados costos.⁹

La función objetivo que el gobierno maximiza al llevar a cabo la privatización de la empresa es una combinación lineal de PV y el valor presente del excedente del consumidor.

⁸ Este supuesto le confiere al análisis del problema de consistencia temporal que estamos tratando cierta idiosincracia. El problema de consistencia temporal de la política de establecer el marco regulatorio de la privatización de forma tal que le permita al gobierno obtener ingresos fiscales, debido a la restricción de incentivos a la que se enfrenta el hacedor de política que no dispone de los instrumentos para poder alcanzar un compromiso creíble, no sólo subsiste, sino que, por decirlo de alguna forma, se agudizaría, de ser levantado dicho supuesto. Sin embargo, resulta poco probable pensar que el gobierno pudiese utilizar dicha política con algún éxito, si no careciese de incentivos a sorprender al sector privado, al menos por un período.

⁹ Incluso resulta plausible pensar que aún resultando inconsistente temporalmente, el contrato de privatización podría darle al gobierno cierto grado de compromiso (en términos de, por ejemplo, costos jurídicos), del que de otra forma no dispondría.

Por lo tanto, el gobierno maximizará la siguiente función objetivo:¹⁰

$$(3) \quad \underset{t}{\text{Máx}} W = PV + \lambda \sum_{i=1}^2 p_g^i \int_{t_i}^{\frac{a}{b}} (a - bs) ds$$

$$sa. \quad \Pi_2 \geq 0$$

donde;

p_g : es la tasa de descuento temporal del gobierno. Por simplicidad supondremos que

$$p_g = \rho.$$

Π_2 son los beneficios de la empresa en el segundo período.

La ponderación que el gobierno le asignará en su función objetivo al valor presente del excedente del consumidor relativamente a PV, resultará menor cuanto mayor sea su necesidad de obtener ingresos fiscales a través de la privatización de la empresa.¹¹ El parámetro λ tomará valores en el intervalo $[0, 1)$. La noción de que un peso de ingreso para el gobierno podría resultar más valioso que un peso destinado al consumo es básica en la literatura sobre evaluación de proyectos. Dada la existencia de bienes públicos, éstos deberán ser financiados por impuestos. Estos últimos podrían imponer una carga excesiva, de forma tal que en el margen un peso de impuestos resulte en una pérdida de consumo mayor a un peso. Es importante resaltar la posibilidad de que el gobierno carezca de instrumentos alternativos a la privatización para obtener ingresos, tanto fiscales como financieros.

2.1. Equilibrio con Compromiso.

Una determinada política que resulte ser un equilibrio deberá ser tanto óptima para

¹⁰ Si el gobierno fijase t_2 de forma tal que resultase $\mathbb{I}_2 < 0$ la empresa no proveería el servicio. Además, resultaría ineficiente asignativamente. Por lo tanto, supondremos que el gobierno se ve motivado a fijar t_2 de forma tal que $\mathbb{I}_2 \geq 0$.

Por simplicidad la función objetivo del gobierno no incluye variables que podrían ser útiles en el análisis del caso argentino, como por ejemplo, la inversión a ser realizada por las empresas privatizadas.

¹¹ Se supone implícitamente que la necesidad de recaudación del gobierno supera a la que obtendrá con la venta de la empresa analizada.

el gobierno como creíble para el grupo de compradores de la empresa; ya que éstos últimos no esperarán que el gobierno lleve a cabo una política sobre la cual posee incentivos a desviarse en su curso de implementación.

Consideremos una situación en la cual las autoridades pueden alcanzar un compromiso operativo sobre su política antes de que la privatización de la empresa se lleve a cabo, y por consiguiente, se fije PV . Esto es, el gobierno anuncia la tarifa t , que regirá en ambos períodos. Una vez que la tarifa ha sido anunciada, el costo que el gobierno percibe de modificar la tarifa del segundo período, es lo suficientemente alto como para que los privados juzguen creíble el anuncio del gobierno. Dicho costo de revertir la política anunciada provee al gobierno de una tecnología de compromiso. En esta situación, dos condiciones definen el equilibrio: (i) Para cualquier t que fije el gobierno, PV es óptimo para el grupo de compradores, dada t ; y viene dada por (2). (ii) Dada la función de reacción del grupo de compradores tal cual ha sido definida en (i), la tarifa t que fija el gobierno es óptima. Esta noción de equilibrio se conoce en la literatura como equilibrio de Stackelberg, con el gobierno como jugador dominante (ver Person y Tabellini, 1990).

Aunque muchas veces resulte imposible para el gobierno alcanzar tal compromiso, este análisis nos brindará un punto de referencia útil para comparar resultados de política. Por lo tanto, cuando el gobierno dispone de una tecnología de compromiso fijará la siguiente tarifa:

$$(5) \quad t_c = \frac{a(1-\lambda) + cb}{b(2-\lambda)}$$

Reemplazando (5) en (2) obtenemos PV :

$$(6) \quad PV_c = p(1+p) \frac{(a-cb)^2(1-\lambda)}{b(2-\lambda)^2}$$

Luego, reemplazando (5) y (6) en (3) obtenemos el valor esperado de la función objetivo del gobierno al momento de llevar a cabo la privatización de la empresa:

$$(7) \quad W_c = \rho (1 + \rho) \frac{(a - cb)^2}{b (2 - \lambda)^2} \left(1 - \frac{1}{2} \lambda\right)$$

2.2. Equilibrio con discrecionalidad.

Consideremos el caso en el cual al gobierno le resulta imposible comprometer su política con anticipación, y por tanto carece de una tecnología de compromiso para el segundo período. Esto es, carece de una tecnología de compromiso para todo el horizonte de planeamiento. En este caso, el gobierno enfrentará un problema de credibilidad y obtendremos un equilibrio de Nash, donde tanto el gobierno como el grupo de compradores de la empresa responderán óptimamente a la estrategia del otro.

El grupo de compradores de la empresa descuenta que la tarifa óptima para el gobierno en el período 2 de dicho período no será t_2 , su tarifa óptima al momento de llevar a cabo la privatización, sino c . Al carecer de una tecnología de compromiso, el gobierno ha perdido el control sobre la tarifa esperada para el segundo período. Por lo tanto, descontando que en dicho período fijará una tarifa igual al costo marginal de la empresa privatizada, el gobierno fija su tarifa óptima:

$$(8) \quad t_d = \frac{a(1 - \lambda) + cb}{b(2 - \lambda)}$$

Reemplazando (8) y c en (2) obtenemos PV:

$$(9) \quad PV_d = \rho \frac{(a - cb)^2 (1 - \lambda)}{b (2 - \lambda)^2}$$

Luego, reemplazando (8) y c en t_1 y t_2 respectivamente en (3), y (9) en (3) obtenemos el valor de la función objetivo del gobierno al momento de llevar a cabo la privatización de la empresa:

$$(10) \quad W_d = \rho \frac{(a - cb)^2}{b (2 - \lambda)^2} \left[1 + \frac{1}{2} \lambda (\rho (2 - \lambda)^2 - 1) \right]$$

Si comparamos el equilibrio en discrecionalidad con el equilibrio en compromiso veremos que el gobierno, en el momento de llevar a cabo la privatización de la empresa, se encuentra mejor cuando dispone de una tecnología de compromiso para todo el horizonte de planeamiento:

$$(11) \quad W_c - W_d = \rho^2 \frac{(a - cb)^2}{b(2 - \lambda)^2} \left[1 - \frac{1}{2} \lambda (1 + (2 - \lambda)^2) \right] > 0$$

3. El caso de ENTEL Argentina.

La privatización de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL) posee ciertas características que la identifican con el modelo desarrollado en este trabajo. Las prioridades del gobierno en el diseño de la privatización y el marco regulatorio, y la evolución posterior de este último parecen reflejar el conflicto de objetivos aquí destacado.

En los meses previos a la privatización de ENTEL,¹² el gobierno dispuso un conjunto de medidas tendientes a construir un escenario de alta rentabilidad para las futuras empresas licenciatarias. En primer término se produjo un significativo aumento de las tarifas telefónicas, que crecieron un 89.7% en términos reales entre agosto de 1989 -cuando se anuncia la privatización- y septiembre de 1990, cuando la privatización de la empresa es llevada a cabo. Con una estructura tarifaria desbalanceada, los niveles alcanzados resultan elevados internacionalmente en el servicio interurbano e internacional, aunque no así en el servicio urbano.

Además, intentando mejorar la rentabilidad de la empresa, el gobierno implementó una significativa reducción de personal, introdujo modificaciones en los convenios laborales, y diseñó un marco regulatorio que reflejó la preocupación por preservar la estructura monopólica del mercado. Por otra parte, vale la pena destacar la demora que exhibió el gobierno para poner en funciones a los organismos reguladores.

Existe consenso respecto a que el precio que pagaron las licenciatarias privadas por

¹² Para una descripción del proceso de privatización telefónico ver Coloma *et al.*, (1992)

el 60% de la empresa sólo puede justificarse con estimaciones de flujos de fondos conservadoras y tasas de descuento de los mismos muy elevadas. Coloma *et al.*, calculan la tasa de descuento implícita en el valor de venta de la empresa -utilizando una hipótesis de bajo crecimiento de la demanda- situada en el 30%. Dentro del conjunto de factores presentes al momento de la privatización, que habrían motivado una tasa de descuento tan elevada, podría encontrarse la posibilidad de que en períodos posteriores el gobierno modifique el marco regulatorio.

Si bien aún resulta prematuro analizar la conducta del gobierno bajo el prisma del modelo en discrecionalidad, debido a que el proceso de privatización no ha concluido, puede mencionarse como un indicio de los cambios que podría sufrir la relación entre los operadores y el organismo regulador, la disputa en torno a la legalidad de las comunicaciones internacionales call-back.¹³ Ante la aparición de esta competencia no prevista en el tráfico internacional -en donde subsisten tarifas sumamente elevadas-, el ente regulador defendió la exclusividad de las licenciatarias prevista en el pliego de licitación de la empresa. Sin embargo, meses después revirtió su decisión inicial legalizando la actividad de las empresas oferentes del servicio de comunicación internacional call-back, afectando así los ingresos de la empresa privatizada.¹⁴ El gobierno, a través de su intervención en este conflicto, ha introducido competencia en un mercado que había "vendido con exclusividad".

4. Conclusión.

Como hemos visto, en un modelo en el cual el comportamiento del gobierno es la solución a un problema de optimización bien definido, la presencia de importantes objetivos fiscales en un proceso de privatización lo obliga a enfrentar problemas de credibilidad.

Como es habitual siempre que el gobierno enfrenta un problema de credibilidad, la conclusión que se extrae es que la solución de compromiso es superior a la de discrecionalidad. Esto es, el gobierno se encontrará mejor en el momento de llevar a cabo

¹³ Este sistema permite a una empresa extranjera ofrecer servicios de comunicación internacional en el mercado local facturados en el extranjero a una tarifa sustancialmente inferior a la máxima permitida por el marco regulatorio.

¹⁴ La CNT prohibió el call-back en septiembre de 1993 a través de la Resolución 5004, y posteriormente suspendió la medida a través de las Resoluciones 327/93 y 474/94. Finalmente la Resolución 5004 fue derogada el 25/4/94 por la Resolución 668.

la privatización de la empresa si dispone de una tecnología de compromiso. Sin embargo, dado las características del juego, resulta interesante resaltar que visto desde el período dos, el gobierno se encontrará mejor si en el período uno no dispuso de una tecnología de compromiso para el segundo período.

Es algo difuso en la literatura qué representa para el gobierno una tecnología de compromiso en un determinado momento. Sin embargo, un mismo instrumento ante la misma estructura de incentivos podría otorgarle al gobierno credibilidad sobre su política óptima en un determinado momento y no en otro. Los costos que los agentes económicos perciben que un determinado instrumento le generaría al gobierno por desviarse de una política previamente comprometida podrían no ser ajenos al comportamiento del mismo.

Cuando el gobierno no dispone de una tecnología de compromiso, como parece haber sido el caso argentino analizado, la modificación del marco regulatorio resulta ser su política óptima. Debemos destacar que, en la medida en que dicha conducta sea anticipada por los compradores de la empresa y descontada en el precio de venta de la misma, no modificará la tasa de ganancia requerida por los inversores.

Además, es importante destacar que el intento de maximizar el ingreso fiscal en la privatización de la empresa conduce al gobierno a establecer un marco regulatorio restrictivo en términos de competencia, con el consecuente impacto negativo sobre la eficiencia que podría alcanzarse en un contexto competitivo (ver Hart, 1983).

Finalmente, la alta tasa de descuento implícita que se ha observado en las primeras privatizaciones argentinas estaría reflejando, además de los motivos esgrimidos en Dixit (1992) y capturados en el modelo por g , la certidumbre respecto a los cambios futuros en la política regulatoria más que cierta incertidumbre usualmente asociada a la llamada tasa de riesgo país.

Bibliografía

- Boycko, M.; Shleifer, A.; y Vishny, R. (1993): "A Theory of Privatization", Unpublished paper. The State Committee on the Management of State Property, Harvard University, and University of Chicago.
- Calvo, G. (1978): "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, 46, 1411-1428.
- Chari, V.; Kehoe, P.; y Prescott, E. (1989): "Time Consistency and Policy", en Barro, R. (ed.): Handbook of Modern Business Cycle Theory, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Coloma, G.; Gerchunoff, P.; y Schappacasse, M. (1992): "Caso 1: Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL)", en Gerchunoff, P. (ed.): Las Privatizaciones en Argentina: Primera Etapa, Instituto Torcuato Di Tella.
- Dixit, A.; (1992): "Investment and Hysteresis", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, 107-132.
- Gerchunoff, P.; y Cánovas, G. (1993): "Las Privatizaciones en la Argentina: Impactos Micro y Macroeconómicos". Instituto Torcuato Di Tella, mimeo.
- Hart, O. (1983): "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", *Bell Journal of Economics*.
- Jones, L.; Tandon, P.; y Vogelsang, I. (1990): Selling Public Enterprises: A cost-Benefit Methodology. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- (1991): "Public Enterprise Divestiture", en Meier, G. (ed.): Politics and Policy Making in Developing Countries, ICS Press.
- Kydland, F.; y Prescott, E. (1977): "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, 473-491.
- Kornai, J. (1986): "The Soft Budget Constraint", *Kyklos*, vol. 39, 3-30.
- Person, T.; y Tabellini, G. (1990): Macroeconomic Policy, Credibility and Politics, Harwood Academic Publishers.
- Strotz, R.H. (1955): "Myopia and Inconsistency in Dynamic Utility Maximization", *Review of Economic Studies*, 23, 165-180.
- Vickers, J. (1991): "Government Regulatory Policy", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 7, N°3, 13-29.
- y Yarrow, G. (1988): Privatization: An Economic Analysis. Cambridge, Mass.: MIT