





ARGENTINA: CRISIS, INSTITUCIONES  
Y CRECIMIENTO



# **ARGENTINA: CRISIS, INSTITUCIONES Y CRECIMIENTO**

Conferencias FIEL 2003

40 aniversario

TOMO I



FUNDACION DE  
INVESTIGACIONES  
ECONOMICAS  
LATINOAMERICANAS

Impreso en la Argentina  
Hecho el depósito que marca la ley 11.723

© Fundación de Investigaciones  
Económicas Latinoamericanas, 2004  
Córdoba 637, 4º piso  
Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4314-1990/7178

ISBN: Obra completa: 987-9329-15-5  
Tomo 1: 987-9329-16-3  
Tomo 2: 987-9329-17-1

Derechos reservados  
Prohibida su reproducción total o parcial



# ÍNDICE

## TOMO I

Introducción.....	1
-------------------	---

### **Primera Conferencia Recuperación y crecimiento después de la crisis**

Roberto Lavagna. Conferencia de apertura.....	7
Comentarios y respuestas .....	13

#### *Panel I. Lo que dejó la crisis y el debate sobre la reconstrucción institucional*

Daniel Artana ¿Qué aprendimos de la crisis y qué desafíos nos esperan? .....	19
Daniel Heymann.....	29
Carlos Rodríguez. El abandono de la convertibilidad: ni hiperinflación ni crecimiento.....	51
Julio Nogués. Instituciones internacionales, negociaciones y exportaciones.....	61

#### *Panel II. De la recuperación al crecimiento*

Bernardo Kosacoff .....	73
Marcela Cristini .....	91
Adolfo Sturzenegger .....	95
Victor Elias.....	101
Comentarios y respuestas de los expositores .....	111

*Sesión especial. El Consenso de Washington*

John Williamson.....	117
Comentarios y respuestas.....	125

*Panel III. Elecciones y economía: análisis del contexto político*

Rosendo Fraga.....	131
Mariano Grondona.....	135
Comentarios y respuestas de los expositores.....	141

*Panel IV. Elecciones y economía: las propuestas económicas de los partidos políticos*

Pablo Challú.....	147
Pablo Rojo.....	153
Manuel Solanet.....	159
Comentarios y respuestas de los expositores.....	165

**Segunda Conferencia****Equilibrio fiscal, deuda y ajuste macroeconómico***Panel I. Desórdenes fiscales y performance macroeconómica*

Daniel Artana. El desafío fiscal de la Argentina.....	181
Martín Anidjar. Solvencia soberana e instituciones fiscales: algunas ideas.....	193
Gustavo Cañonero.....	203
Julio Piekarz. Sustentabilidad financiera de la deuda pública: una contribución a la estabilidad macroeconómica.....	215
Comentarios y respuestas de los expositores.....	223

*Panel II. La cuestión de la deuda*

Miguel Kiguel.....	231
Federico Sturzenegger.....	241
Daniel Marx. Reestructuración de la deuda soberana: “el caso argentino”.....	249
David Sekiguchi.....	261
Comentarios y respuestas de los expositores.....	269

*Sesión especial. Equilibrio fiscal, deuda y ajuste macroeconómico*

Ricardo López Murphy.....	279
Comentarios y respuestas.....	289

*Sesión especial. La crisis de los mercados emergentes y el mercado financiero internacional. Lecciones de la crisis argentina*

Guillermo Calvo. Crisis y creces: del traspie a la esperanza .....	297
Comentarios y respuestas .....	311

*Panel III. La macro después de la elecciones*

Ricardo Arriazu .....	319
Alberto Ades .....	335
Roque B. Fernández.....	347
Fernando Navajas .....	355
Comentarios y respuestas de los expositores .....	365

**TOMO II**

**Tercera Conferencia**

**El sistema financiero, la política social y los servicios públicos**

*Panel I. El sistema financiero y la reconstrucción del ahorro en la Argentina*

Tomás Baliño. El contexto mundial y la banca argentina.....	375
Pedro Pou.....	387
Juan Andrés Fontaine. Después de la catástrofe: ¿cómo se levantó Chile?.....	419
Mario Vicens.....	435
Comentarios y respuestas de los expositores .....	443

*Panel II. Los ciclos económicos y el diseño de la política social*

Juan Luis Bour y Nuria Susmel. Regulación laboral y ciclos de empleo. Notas sobre la experiencia argentina 1964-2003 .....	451
Leonardo Gasparini. Pobreza y política asistencial en la Argentina .....	461
Gustavo Márquez. Relocalización y políticas de empleo.....	469
Francisco Ferreira. La reforma de la política social en Brasil: una discusión.....	477
Comentarios y respuestas de los expositores .....	487

*Sesión especial. La política económica en momentos de crisis*

Arnold Harberger. Políticas económicas bajo estrés .....	495
Comentarios y respuestas .....	505

*Panel III. Problemas y perspectivas  
de los servicios públicos en la Argentina*

Santiago Urbiztondo. La reconstrucción institucional: los servicios públicos después de 2002 .....	511
Pablo T. Spiller. Tratados bilaterales de protección al inversor: ¿costo o beneficio? .....	519
Diego Petrecolla. Elementos que se deben tener en cuenta en el diseño de una tarifa social .....	527
José A. Gómez Ibáñez. La reacción contra las empresas de servicios públicos .....	539
Comentarios y respuestas de los expositores .....	547

**Cuarta Conferencia**  
**Economía y sociedad: ¿dónde estamos y hacia dónde vamos?**

Juan Luis Bour. Conferencia de apertura. Los 40 y las 40 .....	553
--	-----

*Panel I. Política y sociedad en la Argentina*

Roberto Cortés Conde .....	565
Ezequiel Gallo .....	571
Comentarios y respuestas de los expositores .....	575

*Panel II. Economía e instituciones en la visión  
de ex economistas de FIEL*

Juan Carlos de Pablo. El valor de los conocimientos específicos .....	585
Martín Lagos. Rasgos socioculturales, liderazgos, educación y crecimiento: algunas observaciones e hipótesis sobre el caso argentino .....	593
José María Dagnino Pastore. El salto adelante: retorno a las fuentes .....	603
Enrique Szewach. Apuntes del fracaso argentino .....	611
Comentarios y respuestas de los expositores .....	619

*Sesión especial. América latina y la Argentina  
ante la inexorable globalización*

Sebastián Edwards .....	625
Comentarios y respuestas .....	635

*Panel III. La óptica de los principales socios de la Argentina*

Vittorio Corbo. La óptica de Chile.....	641
Ernesto Talvi. Globalización financiera y desempeño macroeconómico en América latina .....	653
Comentarios y respuestas de los expositores .....	675

*Panel IV. La Argentina en el análisis de los think tanks*

Daniel Artana. ¿Cómo pasar de la recuperación al crecimiento? .....	685
Jorge Avila. Importación de instituciones .....	697
Miguel Ángel Broda. Con la economía argentina hay mucho más margen para el optimismo en el corto que en el mediano plazo .....	707
Pablo Guidotti .....	733
Guillermo Mondino. En busca de la agenda perdida .....	747





---

## INTRODUCCIÓN

En octubre de 1963, hace poco más de 40 años, la Cámara Argentina de Comercio creó la Fundación Cámara Argentina de Comercio. Meses después –con el apoyo ampliado de la Sociedad Rural Argentina (SRA), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Unión Industrial Argentina (UIA)- cambió su nombre por el de Fundación FIEL.

### UNA BREVE PERSPECTIVA HISTÓRICA

Con el impulso inicial de las instituciones empresarias de mayor prestigio del país, la Fundación presentaba a comienzos de la década de 1960 la novedad de estar íntegramente financiada desde el sector privado. Su objetivo era el de aplicar recursos a investigaciones en áreas de la economía y otras disciplinas sociales. Según los Estatutos fundacionales, en efecto, se trata de una entidad independiente, apolítica, sin fines de lucro creada con el objeto principal de realizar y facilitar estudios e investigaciones en Argentina y en América Latina.

La experiencia fue exitosa en varias dimensiones, aunque por supuesto no exenta de problemas. Hoy en día, el “formato” de FIEL tiene una difusión más amplia que en el pasado. Existen en efecto en la Argentina otras instituciones privadas que realizan investigación aplicada, y que al mismo tiempo se ocupan de actividades de difusión de ideas. Sin embargo, FIEL es la institución que genera el mayor volumen de investigación anual en términos de producción de estadísticas y análisis –con una perspectiva profesional- de las políticas públicas. Cuenta con un equipo de más de 15 investigadores con dedicación exclusiva y publica (en forma sistemática en las últimas dos décadas) entre 2 y 6 libros por año, más cuatro documentos de trabajo, una revista mensual de coyuntura y numerosos informes especiales. Cuenta con una página web (en la dirección [www.fiel.org](http://www.fiel.org)) que otorga libre acceso a la mayoría de sus publicaciones y a sus bases de datos.

En los primeros años de vida (1964/1980) FIEL se dedicó a la producción de estadísticas y a la generación de información de base sectorial o

general sobre la economía argentina, ya que existía una escasa oferta de datos desde el sector público, y por lo demás era poco confiable. La producción de estadísticas (indicadores cualitativos, según los procedimientos que desarrollaba el IFO Institut de Munich y la experiencia holandesa) junto con un análisis editorial profesional de la coyuntura económica, sentaron rápidamente las bases de un “instituto independiente” del poder político. Ello fue favorecido por la existencia de un financiamiento temprano asegurado por parte de la Fundación Ford, que en pocos años fue reemplazado con aportes de empresas e instituciones locales. FIEL nunca recibió subsidios públicos, siendo sus fuentes de financiamiento los aportes de empresas y sociedades, o los pagos por trabajos especialmente realizados para empresas, organismos e instituciones locales e internacionales. La transparencia ha sido una norma de la Fundación, que publica su memoria y balance en Internet, con acceso libre.

FIEL dedicó siempre los mayores esfuerzos a la investigación aplicada. En el desorden macroeconómico imperante en las décadas del '60 y '70, que se extendió a buena parte de los '80, la principal demanda era por *algo de información*. Por consiguiente casi todos los esfuerzos se concentraban en *medir mejor* los indicadores de producción, precios y salarios. Fue esa una etapa en la que se expandieron los trabajos con base estadística y las encuestas.

A fines de los '70, sin embargo, sobrevino un cambio fundamental al establecerse una línea bien definida de estudios sobre *la calidad de las políticas públicas*. La primera aproximación al problema se centró en el análisis de la composición y los cambios en el *gasto público*, incluyendo el rol que asumen por entonces *las empresas del Estado*. Los trabajos de FIEL en este aspecto fueron un “clásico” de la economía argentina por muchos años, hasta que ya a comienzos de los años '90 la estadística pública –obligada a competir con los estudios de FIEL, entre otros– mostraba un progreso sustancial respecto de la década previa. En el mismo sentido, el instituto oficial de estadísticas decidió producir en 1994 con un retraso de casi una década desde que FIEL lo hizo, un índice “confiable” de la producción industrial. Con retraso similar aparecieron índices oficiales que reflejaban la evolución de los salarios, y casi 25 años después se comenzaron a recoger datos de estadística *cualitativa* en la industria, la construcción y los servicios (FIEL lo hacía regularmente desde 1968).

En el campo de la estadística, en suma, la *competencia por comparación* fue exitosa: los trabajos sistemáticos de FIEL (y luego de otros institutos) obligaron a producir más y mejores estadísticas. Hoy la principal función de la estadística de FIEL es la de monitorear y/o anticipar la estadística oficial, dado que en la Argentina los organismos de estadísticas están expuestos a las mismas presiones políticas que la que se da en otros campos.

Los trabajos sobre políticas públicas fueron sin embargo el área de mayor desarrollo en los '80 por parte de FIEL, con sucesivos estudios que proponían reformas generales o en áreas específicas. La mirada pro-

fesional desde FIEL chocaba sin duda con las políticas populistas. Sin embargo, ese análisis recibía al mismo tiempo una muy favorable acogida por la comunidad de negocios y la población en general. Es el caso de *El Fracaso del Estatismo* (1986/7), trabajo que fue adoptado como texto básico para justificar el inicio de las reformas de los '90, siendo utilizado en el Congreso en 1989 para defender las dos leyes que instrumentaron la reforma económica de la década.

Otros campos de influencia de los trabajos de FIEL fueron el *mercado de capitales*, el del *petróleo*, el sistema de *pensiones*, la desregulación de diversas actividades económicas y el *mercado de trabajo*. Además cabe mencionar que FIEL publicó numerosos trabajos sobre el sistema de *salud* para trabajadores activos y pasivos, sobre el *sistema educativo* primario, secundario y universitario, sobre políticas de *medio ambiente*, sobre *derechos de propiedad y patentes*, estudios *fiscales*, propuestas de *reforma de la Administración Pública*, y estudios sobre el *comercio exterior*, entre otros. En la década de 1990 FIEL puso particular énfasis en desarrollar estudios sobre regulación económica, creándose a mediados de la misma el Departamento de Estudios de la Regulación, incorporándose especialistas del mayor nivel internacional. La dilatada experiencia en la Argentina de FIEL en todas estas áreas de la economía pública se trasladó también a la discusión sobre el rediseño institucional en otros países de América Latina.

A partir de 1981, producto de una situación financiera comprometida, se decidió buscar una base más amplia de patrocinantes y de financiamiento. Se pasó en dos años de 35 a casi 100 empresas socias, y más tarde a un rango de 150 a 200 empresas, todas aportando una pequeña o mínima porción del presupuesto. En forma simultánea se otorgó efectiva independencia a los economistas jefes para diseñar el programa de investigaciones con la restricción básica de que los trabajos debían respetar los objetivos básicos de la institución, y estar plenamente financiados.

La "democratización" del financiamiento consolidó una total independencia en la selección de los temas de investigación por parte del cuerpo académico.

La libertad académica y la ausencia total de apoyo oficial son sin duda desafíos para sostener un organismo de investigación, particularmente en el contexto de profundos vaivenes políticos y económicos como los que caracterizaron a la Argentina de las últimas cuatro décadas. Sin embargo, es una decisión firme tanto del Consejo Directivo como de los economistas que integran la Fundación, que la misma debe mantener -en cualquier circunstancia- su independencia profesional. Es ese probablemente el mayor desafío hacia adelante para resguardar su principal activo.

## LAS CONFERENCIAS DEL AÑO 2003

Las cuatro conferencias que se desarrollaron a lo largo del año 2003 para celebrar el aniversario de la Fundación tuvieron el objeto no sólo de

recordar el evento y a muchos de quienes contribuyeron al prestigio de FIEL, sino también tratar de aportar ideas para salir de la profunda crisis que se precipitó desde fines de los '90. Ya FIEL había convocado durante el año 2000 y en la primera mitad del año 2001 a numerosos investigadores para que aportaran elementos para definir un programa económico sustentable, que evitara caer en la crisis que se avecinaba. El producto de ese trabajo está documentado en el libro "Crecimiento y Equidad", editado en dos volúmenes en el año 2001.

Las conferencias del año 2003 llevan por título unificador el de "Crisis, Instituciones y Crecimiento", y reflejan esencialmente la búsqueda de un diagnóstico de los errores y aciertos en materia de políticas públicas, que vaya más allá de una mirada de corto plazo. En el planteo de muchas de las conferencias que a continuación se reproducen, se esboza una reflexión sobre las últimas décadas de la Argentina, y sobre la posición relativa de nuestro país en la región y en el mundo. No podría ser de otra forma. Sería difícil entender nuestros propios problemas desde una perspectiva acotada en el tiempo y en el espacio: ya llevamos décadas en las que se suceden períodos de éxitos y fracasos, mientras otros países -con menos estridencias- han logrado consolidar su crecimiento. FIEL pone a disposición de la comunidad, por este medio, los elementos que puedan servir para comprender los elementos que están detrás de tales ciclos de prosperidad y depresión.

La Fundación agradece a todos los participantes que ofrecieron generosamente su tiempo para preparar sus exposiciones y asistir a los distintos eventos, así como a todas las empresas que aportaron los fondos que permitieron financiarlo. Numerosas personas colaboraron de una u otra manera para el éxito de las Conferencias, tanto en lo que se refiere a contactar oradores, como a colaborar en la organización, actividades de prensa y difusión, edición del material, etc. La coordinación general de las conferencias estuvo a cargo de María Echart. La transcripción y revisión del material que se presenta a continuación fue realizada por Andrea Milano. Como siempre, los trabajos presentados expresan opiniones a título personal, y no comprometen el parecer de los miembros del Consejo Directivo de la Fundación, ni la de sus entidades patrocinantes.

JUAN LUIS BOUR  
Director Ejecutivo

JUAN P. MUNRO  
Presidente

# **PRIMERA CONFERENCIA**

## **Recuperación y crecimiento después de la crisis**

*Buenos Aires, 3 de abril de 2003*





---

ROBERTO LAVAGNA \*

## CONFERENCIA DE APERTURA

### INTRODUCCIÓN

Quiero agradecer la invitación que me hizo FIEL para participar de esta fiesta de cumpleaños de los primeros cuarenta años de la entidad. Me hubiera gustado participar de estas conferencias como ustedes lo habían pensado, o sea al cierre para escuchar las conclusiones de la jornada, pero razones de agenda me han obligado a cambiar el horario de mi presentación. A la hora del cierre de este seminario estaré con el Presidente de la Nación y diez gobernadores para dar la puntada final de solución a un problema de extrema importancia como es la reunificación monetaria del país. En los años 2000 y 2001 comenzaron a circular diversos bonos o cuasimonedas emitidas por algunas provincias, y cuando se analiza el efecto de este tipo de moneda desde el punto de vista teórico, no hay duda de que no son convenientes. Pero cuando uno ubica este problema en el debido contexto argentino, tal vez las cosas sean distintas porque en muchos casos estas monedas evitaron el colapso de todo el sistema de pagos y una caída de la economía más fuerte de la que la Argentina venía experimentando desde el 2000. Hoy comenzará el programa de rescate y esperamos que abarque la totalidad de las monedas provinciales, incluyendo a la provincia de Buenos Aires. Son 4.500 millones de pesos y espero que sean totalmente reabsorbidos en las próximas semanas.

### LECCIONES DE LA CRISIS

Una vez que se cerró la negociación con el exterior, uno de los temas que apareció con cierta recurrencia es el de las lecciones que podían sacarse del caso argentino. Lecciones que son para nosotros, pero que incluso abarcan el funcionamiento del sistema internacional. Si bien en la Argentina no hubo

\* Ministro de Economía de la Nación.

demasiado interés en ver las cosas en estos términos, creo que vale la pena hacerlo y deben interesarnos algunos aspectos que se discuten en el exterior. Las lecciones que el equipo económico considera que se sacan de las crisis son del más diverso tipo y quiero exponer algunas que son específicas del caso argentino.

El primer punto tiene que ver con la economía y las instituciones. La Argentina tenía leyes de déficit público cero, de intangibilidad de los depósitos y de convertibilidad. Sin embargo, todos sabemos que en un momento el modelo colapsó y la realidad económica pasó por encima de los textos legales. Creo que esto es de extrema importancia, y en consecuencia hay que tener mucho cuidado de engañarse por el hecho de que una ley haya sido aprobada. Algunas de estas leyes pasaron rápidamente por el Congreso, mientras que otras costaron mucho trabajo y significaron muchos recursos humanos y costo político para lograr su aprobación. La lección que obtuvimos de este punto es que quizá nos hemos olvidado de poner de la mano a esas instituciones, leyes, normas o reglas, con la sustentabilidad que tiene el programa macroeconómico del momento. Hubo demasiada concentración en creer que el aparato legal alcanzaba, pero la realidad mostró que no alcanzó. Se puede sancionar una ley que diga que la gravedad no existe, pero de todas maneras los objetos seguirán cayendo hacia abajo. En consecuencia, creo que es de extrema importancia que el respeto de las instituciones, el cumplimiento de los contratos, de las reglas y las normas se realice en forma simultánea con la calidad y sustentabilidad que tenga el programa económico en curso.

## LA SUSTENTABILIDAD DE UN PROGRAMA ECONÓMICO

La segunda reflexión tiene que ver precisamente con la sustentabilidad y su significado. En primer lugar, en la Argentina durante muchos años estaba casi prohibido hablar de eso porque hablar de sustentabilidad quizás implícitamente podía poner en duda su existencia. En consecuencia, no hablábamos de ello, y durante mucho tiempo hicimos una apreciación muy superficial. ¿Cuántas veces oímos decir que cumplíamos con los criterios de Maastricht y que eso era la mejor prueba de sustentabilidad? Eso no era verdad, porque en el mejor de los casos cumplíamos con tres condiciones, como la tasa de inflación, el déficit presupuestario y la relación de la deuda con el PBI, pero no cumplíamos con uno fundamental, que era el de la tasa de interés. El supuesto cumplimiento de Maastricht servía para ocultar la verdad.

Cuando se habla de sustentabilidad hay que mirar con mucha profundidad –sé que FIEL lo ha hecho en muchos casos– la dinámica del endeudamiento, por ejemplo. La Argentina tuvo una dinámica de endeudamiento permanente y de déficit fiscal durante muchos años, incluso a pesar de la venta de activos por montos muy importantes. Tuvimos, año tras año, un incremento sustancial del peso de los intereses sobre el total del presupuesto, y teníamos lo que no se cumplía de Maastricht, que era el enorme diferencial de la tasa de interés doméstica con relación a la vigente en los mercados in-

ternacionales. Los datos estaban a disposición de quienes los querían ver para plantear con seriedad la duda sobre la sustentabilidad.

Nuestro planteo es que un programa económico que esté basado en el déficit fiscal permanente, y en consecuencia en el endeudamiento creciente, en principio no es sustentable. En todo caso, hay que invertir la carga de la prueba y quienes diseñen un programa de esta naturaleza deben pasar todas las pruebas ácidas y demostrar que el programa es sustentable. Nuestra posición es, en principio, que ese programa no lo es.

## EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Un tercer comentario tiene que ver con la consistencia del programa económico respecto del contexto internacional. También parece claro que nosotros, como país, subestimamos el contexto. Durante la década de 1990 más del 80 por ciento de los países (si los mediamos por número) y más del 90 por ciento del Producto Bruto Mundial (si usamos como medida el producto bruto) usaron durante esa década el mecanismo de tipo de cambio flotante. No sólo usaron tipos de cambio flotante, sino que en ese período hubo realineamientos muy fuertes. A partir de 1992, con la devaluación de la libra esterlina, y después de todas las monedas europeas, la serie de realineamientos de las paridades cambiarias que hubo en todo el mundo fue extraordinariamente fuerte. Nosotros ignoramos esa situación y remamos contra la corriente a pesar de que no somos un país central que puede imponer una política económica. En cambio, somos un país tomador de datos del sistema. Esto significa que resulta muy difícil remar contra la corriente.

Creo que la convertibilidad tenía detrás de sí por lo menos tres grandes supuestos explícitos o implícitos. Uno era que no hubiera déficit fiscal; sabemos que lo hubo en forma permanente. El segundo era que hubiera una cierta estabilidad en las relaciones cambiarias y en los flujos de capitales en el mundo, y no lo hubo. El tercer supuesto era que se produciría una apertura comercial relevante para muchos países en desarrollo, y en particular para el nuestro, como consecuencia de los beneficios que debían producirse con la finalización de la Ronda Uruguay. La Ronda terminó dos años después de lo previsto y sus resultados, desde el punto de vista de los intereses de un país exportador de alimentos, fueron un fracaso total para un país como la Argentina. Con el no cumplimiento de los supuestos o bases implícitas del modelo, había un problema de inconsistencia que se fue profundizando con el tiempo.

## EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Un cuarto comentario que quiero hacer es sobre el funcionamiento del sistema financiero internacional en general. Creo que es creciente la convicción de que hay mecanismos que no funcionan, como, por ejemplo, los utilizados por los organismos multilaterales de crédito. Los organismos multilaterales

están actuando de manera procíclica. Piensen –y esto debe computarse cuando se dice que la Argentina no cumple con sus compromisos– que no hay muchos países en el mundo que en medio de una crisis en la que su Producto Bruto Interno cae casi 11 por ciento, paga deudas en forma neta al exterior a los organismos financieros internacionales, es decir, que cancela compromisos por primera vez en once años, equivalentes a casi tres puntos del PBI (casi 4.500 millones de dólares). No sólo actúan procíclicamente sino que tienen una visión de muy corto plazo. La Argentina recibió entre septiembre y octubre de 2001 un ingreso neto de los organismos internacionales de 9.600 millones de dólares, que en definitiva no hicieron más que financiar salidas de capitales, y al año siguiente tuvo que cancelar 4.500 millones de dólares.

Dentro de este plano de las finanzas internacionales quiero hacer un comentario sobre el saber convencional con respecto a los mercados internacionales y el desarrollo. El saber convencional nos dice –en términos muy sencillos– que en aquellos años en que hay baja liquidez y baja movilidad internacional de capitales, hay dificultades para el desarrollo. Creo que, por lo menos desde la óptica de la Argentina, es al revés. El caso de la Argentina muestra que los períodos altamente peligrosos en términos del desarrollo son los de alta liquidez internacional y de movilidad de capitales. ¿Por qué? Sencillamente porque son esos capitales fáciles de conseguir los que financian toda clase de errores y fantasías en materia de política económica. Son errores de quienes toman y de quienes dan los fondos. La burbuja se produjo en los noventa tanto para la Argentina como para Enron, WorldCom o las acciones de las empresas tecnológicas. Creo que el punto sobre el que quiero alertar es que debemos ser cuidadosos con los momentos de alta liquidez porque son particularmente peligrosos para los países en desarrollo.

## LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA

Otro aspecto disfuncional del sistema financiero internacional son los efectos de la información asimétrica entre colocadores y tomadores de fondos. En los años 2000 y 2001 la Argentina colocó papeles en mercados como Japón, Italia, Alemania, entre tomadores claramente no sofisticados que hoy están generando problemas no sólo para nuestro país sino para los mercados internos de esas naciones. Este tema de la información asimétrica entre colocadores y tomadores de fondos debe ser sometido también a un nuevo análisis internacional.

Para finalizar, creo que estos cuatro puntos son lo suficientemente robustos como para reflexionar sobre ellos. Pienso que las políticas económicas de los últimos veinticinco años han sido malas, y no en términos de lo que a mí me gusta, de mis deseos o posición ideológica, sino en términos del bienestar de la población. En este punto, debemos reconocer que los últimos veinticinco años no son buenos. Sabemos que en el plano de lo potencial tenemos un país con enormes activos y atributos para dar una buena pelea en un mundo difícil y muy competitivo. El tema es cómo se pasa de lo potencial a lo efectivo, y eso tiene que ver con la capacidad de reflexión y de acción al

mismo tiempo, y pido que tomen estos cuatro comentarios como un aporte pequeño a la reflexión. Sepan que a los integrantes del equipo económico, algunos de estos temas nos han orientado en las decisiones que hemos tomado en los últimos doce meses.





---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS

**Moderador:** ¿Qué lecciones extrajo de un tema central como el diseño institucional de leyes que se dictaron pero no se cumplieron –ya sea porque no había decisión política de cumplirlas o porque estaban mal diseñadas– y de la política económica.

**Ministro Lavagna:** A nosotros, como equipo económico, nos tocó actuar en un momento particularmente difícil porque el sistema había colapsado, pero una de las conclusiones fundamentales que he obtenido como ministro de Economía es que hay que ir a las cosas simples. Y una cosa simple es analizar si la política económica que se está llevando a cabo tiene o no efecto sobre el bienestar de la población. Si no hay resultados concretos, objetivos y medibles, significa que algo no anda bien. Lo contrario no es cierto. Si hay resultados, no significa que las cosas estén bien porque en el corto plazo se pueden hacer muchas cosas, como recurrir al endeudamiento y no solucionar el problema de fondo.

Además de esta cuestión, el ministro de Economía debe plantearse cómo asegurarle a quien lo suceda mayor grado de libertad o margen de maniobra que los que recibió el Ministerio. Ésta es una vieja regla que enseñó el primer Premio Nobel de Economía y me parece que es muy importante. Ustedes deben haber escuchado o leído en las últimas semanas que el ministro de Economía “hacía la plancha” o que el equipo económico no resolvía ciertos problemas. En realidad, el equipo económico, puede estar acertado o errado, pero lo que está haciendo es contestar con “no” a numerosas presiones sectoriales que hay en estos momentos. Se piensa que un gobierno que se va es perfecto para ser asaltado por los intereses particulares, sectoriales o subsectoriales. Ésa es una idea muy fuerte. Entonces cada sector o subsector que pasa por el Ministerio y recibe una negativa a su pedido, dice “no resolvieron mi problema y lo dejaron para el próximo gobierno”. No es así. Decimos que no porque creemos que no corresponde. Advertido de esto, he comenzado a contestar por escrito a las cámaras o empresas explicando la negativa a sus pedidos en el contexto de la situación de la Argentina actual. Y esto es dejarle mayor margen de maniobra al que venga. El que venga podrá reabrir el tema

porque podrá tener un criterio distinto al nuestro. No es cierto que los temas han quedado abiertos. Los temas están quedando cerrados con más respuestas negativas que positivas porque se piden cosas que no corresponden pero se cree que es el momento oportuno para obtenerlas. Hacemos esto porque en las últimas transiciones de gobierno, el que llegaba tenía menos margen de maniobra que el que se iba. En 1989 hubo hiperinflación. En 1999 se habían producido ocho trimestres durante los cuales la economía se estaba cayendo. Alta desocupación, déficit fiscal de 10.000 millones de dólares o pesos. El 2001 está demasiado cerca como para que haga falta recordar en qué condiciones se hizo la transición. La del año 2003 puede, en ese sentido, ser la mejor de las transiciones. Por supuesto que los problemas estructurales acumulados en veinticinco años están ahí, no hay dudas, y no podía ser de otra manera; pero a corto plazo la totalidad de las variables económicas apuntan en el buen sentido, y lo hacen desde hace ya nueve meses. Esto, más todos los “no” que dejamos por escrito, deberían darle una buena base de partida a quien deba conducir la economía en los próximos meses.

**Moderador:** Lo que el Ministro llama grados de libertad, otros llaman problemas. No se renegoció la deuda externa, están pendientes los ajustes de los servicios públicos y hay muchas tareas pendientes sin resolver que se pueden mirar como grados de libertad o margen de maniobra. Pero, ¿no son en realidad una pesada herencia? ¿Cuáles son los problemas por los cuales no querría ser el nuevo ministro de Economía?

**Ministro Lavagna:** Con respecto a la “pesada herencia” quiero hacer una advertencia. Basta mirar la plataforma de los candidatos para observar que, con algunas variaciones, casi todos prometen una suba de salarios y un espectacular plan de obras públicas. Es obvio que saben que no lo pueden cumplir. Entonces dirán que “la herencia” que han encontrado es mucho peor que lo esperado y por eso no podrán cumplir sus promesas. Con respecto a los temas sin solución, por supuesto que existen muchos. Por empezar, queda el problema más grande, que es enfrentar el deterioro de la estructura social argentina, que era distintiva en América latina y que en veinticinco años ha sido destruida. Por supuesto que queda el problema de la deuda externa y de las tarifas de los servicios públicos, pero, por favor, no se olviden de esto otro. En el caso de los servicios públicos, la posición del gobierno fue que hasta octubre de 2002 no había razones para hacer ajustes en materia de tarifas. Las prioridades eran otras. La clave de un programa económico, sobre todo de un programa económico en una época de gran crisis como fue ésa, es la equidad con que se reparten las cargas. En consecuencia, la equidad exigía que en esos primeros meses no hubiera un ajuste tarifario. A partir de octubre empezamos a intentar ajustes muy moderados, con una tarifa social diferente para cada tipo de servicio, pero que en grandes números abarcaba a un 30 o 35 por ciento de usuarios que no iban a tener ningún tipo de ajuste, y para el resto se había pensado en aplicar ajustes diversos en forma progresiva del orden del 9 por ciento. Utilizamos cuatro caminos alternativos para llegar a eso, pero los cuatro fueron bloqueados por la Justicia. Quienes mejor en-

tienden esto son los amigos italianos porque ellos también, en algún momento, vivieron un proceso en el cual el Poder Judicial comenzó a tomar decisiones que en el resto del mundo ordenado y normal tienen que ver con atribuciones del Poder Ejecutivo. El gobierno apeló en todos los casos y sigue trabajando con las cámaras en un intento por revertir las decisiones judiciales. La última vez tuvimos un pequeño triunfo, porque si bien hay decisiones judiciales encontradas, alguien reconoció que el Poder Ejecutivo está haciendo uso de sus atribuciones. ¿Qué hacemos entonces? ¿Echamos a los jueces? Evidentemente, no. Pero por otra parte, las empresas han sido muy pasivas y esto se lo hemos dicho por escrito. Hay una sola empresa que ha apelado y ha intentado ejercer en el ámbito de la Justicia sus derechos en el mismo sentido que el Poder Ejecutivo. El resto se quedó esperando.

**Moderador:** Algunos dicen que no hay que echar a los jueces, pero que el problema reside en la redacción de la Ley de Emergencia. ¿El conflicto se hubiera arreglado si se hubiera mejorado esa redacción?

**Ministro Lavagna:** Basta leer los dictámenes de los jueces para entender que en definitiva ése no es el punto. Todos terminan sus dictámenes diciendo que visto que la gente no recibió aumentos de salarios, no puede haber aumento de las tarifas. Todos los casos terminan de la misma manera, el resto son artilugios.

Quiero referirme a una parte de la pregunta anterior sobre el tema de la deuda. Hoy el 52 por ciento de la deuda está en condiciones de *performing*, esto es, que se está cumpliendo, y el 48 por ciento está en condiciones *non performing* y se trata de una suma que no es menor cercana a los 60.000 millones de dólares.

Nuestro planteo era terminar con las negociaciones del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en agosto del año pasado y en seis meses –plazo que nos hubiera llevado a febrero de este año– organizar el proceso de negociación y entrar en la parte sustantiva de la negociación. El acuerdo con el Fondo se demoró porque este organismo siempre tuvo una visión distinta de lo que estaba pasando en la Argentina, hasta que la realidad se terminó imponiendo. El acuerdo se produjo recién en enero y ahora hay que destinar otros seis meses en preparar la negociación. En forma paralela con la negociación con el Fondo se había realizado una licitación internacional para designar un asesor financiero internacional, y se comenzó con el proceso de organización. He estado “dando la cara”, para decirlo con toda claridad, en las principales capitales del mundo. Estimo que entre los meses de noviembre o diciembre próximos la nueva administración debería estar en condiciones de entrar en la parte sustantiva de la negociación.

**Moderador:** ¿Argentina puede tener un tipo de cambio flotante y baja tasa de interés en términos reales? ¿Cuál es la deuda pública en la actualidad?

**Ministro Lavagna:** La deuda pública es del orden de 150.000 millones de dólares. Quizás valga la pena decir que en el Presupuesto 2003 incluimos

una partida de 8.000 millones de pesos para cancelar deudas del gobierno hasta el 31 de diciembre de 2001. Pusimos como fecha diciembre de 2001 para que no se pensara que estábamos consolidando deuda creada por esta administración. Las deudas existentes son del más diverso tipo, desde deudas por vacunas antiaftosa y antigripales hasta árboles que se plantan en Misiones. La partida tal vez no alcance para el Plan Canje. Por otra parte, este gobierno ya contestó que no en cuanto a la dolarización por más de 300 millones de dólares. Por supuesto, alguien le dirá al gobierno próximo que es una herencia que recibe, y quiero aclarar que no lo es. Hemos contestado que esa deuda se ha pesificado y que el mecanismo de cobro es el de pasar por la licitación de quita de esa partida de 8.000 millones. Con respecto a la primera parte de la pregunta, creo que sí, que es posible. Nuestros principales socios comerciales hablan con toda claridad de que la Argentina debe tener un tipo de cambio flotante.

**Moderador:** ¿No le parece sumamente preocupante su comentario con respecto a la credibilidad de las leyes, que demostrarían que quienes tienen la responsabilidad de legislar desconocen la realidad o no tienen la idoneidad para el cargo que ocupan? ¿No debería preocuparle al Congreso que las leyes que dicta puedan cumplirse? Lograr la sanción de una ley es relativamente fácil, pero el problema de fondo es cómo se cambian las instituciones reales, la cultura de los agentes y la voluntad política.

**Ministro Lavagna:** Soy poco inclinado a la hipocresía. Todos, algunos más y otros un poco menos, estábamos de acuerdo con este tipo de leyes. No es que los señores legisladores eran particularmente incapaces de entender lo que pasaba. Todo el empresariado argentino festejó la ley de déficit cero como si hubiera sido posible cumplirla en las condiciones que se dictó. Todo el mundo miró hacia otro lado durante muchos años con respecto al endeudamiento o con lo que estaba pasando con el peso de los intereses en el presupuesto. En todo caso los legisladores son el fiel reflejo de lo que somos, de lo que es la sociedad argentina. Me parece que culpar a otros es un mecanismo que se ha usado en forma permanente, y es algo que tenemos que modificar.

**Moderador:** ¿Cómo?

**Ministro Lavagna:** Es un problema cultural. Para ser muy sincero, yo sé que no pienso como FIEL en numerosos temas, y que hoy estemos dialogando contribuye precisamente a cambiar los problemas culturales de la Argentina y sobre todo el comportamiento de sus sectores dirigentes. En los momentos más complejos desde el punto de vista político, Brasil no perdió nunca el diálogo entre las universidades y los sectores de opinión. En la Argentina se perdió el diálogo, porque el que gana toma todo. El único pensamiento es el de aquel que ganó. El hecho de que hoy les esté transmitiendo con toda autenticidad lo que hemos recogido como experiencia, me parece que forma parte de la solución.

## **PANEL I**

**Lo que dejó la crisis y el debate  
sobre la reconstrucción institucional**





DANIEL ARTANA\*

## ¿QUÉ APRENDIMOS DE LA CRISIS Y QUÉ DESAFÍOS NOS ESPERAN?

### INTRODUCCIÓN

Hay diferentes hipótesis sobre la crisis argentina. Se ha escrito y mucho sobre lo que ocurrió, y hay una gran cantidad de opciones al respecto, como las siguientes:

- Fue consecuencia de un shock externo negativo real y financiero.
- Es el resultado de la insolvencia fiscal.
- Se debió a la mala elección de la regla cambiaria.
- La crisis se derivó de la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros.
- Fue debido a la incidencia negativa o interacción de la política con la política económica.
- Se trata del fracaso de los equilibrios múltiples.

Sin embargo, la única evidencia econométrica disponible es el trabajo de Andrew Powell, de la Universidad Di Tella, que destaca la hipótesis de insolvencia fiscal y la interacción de la política que agrava el comportamiento de la economía, y ello retroalimenta en forma negativa la insolvencia fiscal. A través de la medición de determinadas variables económicas influyen en el riesgo político, el riesgo país y la insolvencia fiscal.

La primera lección que se puede extraer de la crisis argentina es que cuando uno tiene un sistema económico basado en un supuesto tan fuerte como mantener la convertibilidad durante varios años (se “queman las naves” como Hernán Cortés en México) y se quiere salir de ese régimen, el costo es enorme. Cuando se “queman las naves”, como hizo la Argentina, y uno trata de salir, vuelvo a repetir, el costo es enorme. Luego de ese acto hay diferentes hipótesis, si uno lee lo que se ha escrito, sobre los orígenes de la crisis para tratar de explicar lo que ocurrió, pero hay que reconocer que en realidad en la Argentina siempre estuvo flotando durante la década de 1990

\* Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

alguna inconsistencia entre la regla cambiaria y la política fiscal, y los datos parecen sugerir que hubo algo de eso.

## REDISTRIBUCIÓN DEL INGRESO

Otro resultado de la crisis es que ha provocado una notable redistribución del ingreso de los depositantes hacia los tomadores de crédito, con un agravamiento de la situación en general entre los sectores o las personas de menores recursos que sufrieron el aumento de los precios, pero por sobre todo los de la canasta básica de alimentos. La pregunta es por qué no tenemos mecanismos para prevenir tamaña redistribución del ingreso. O dicho con otras palabras, la Argentina en las últimas tres décadas, pero en especial en la década de la convertibilidad, no fue capaz de generar grupos de presión que pudieran evitar una redistribución tan importante del ingreso. Se puede pensar que la gente pobre tiene poca capacidad de organización y por lo tanto es un grupo de presión poco efectivo. Pero hubo fuertes redistribuciones entre distintos actores de mayor capacidad de peso, como por ejemplo entre los empresarios, y no es claro por qué no pudieron evitar una redistribución del ingreso tan fuerte como hubo en la Argentina.

Cuando se busca en la historia de América latina la crisis más fuerte y parecida a la de la Argentina, se encuentra que fue la de Chile, en 1981 y 1982. Lo interesante de esa crisis es que el propio *establishment* chileno, cuando hubo una fuerte presión para revertir buena parte de las políticas pro mercado que habían sido relativamente exitosas a fines de la década de 1970, pero que luego habían desembocado en una crisis financiera y cambiaria muy importante, terminó jugándose por mantener una economía abierta. La pregunta es cuán relevante es la apertura económica para tratar de generar cierta contención destinada a evitar una redistribución tan marcada como la que tuvo la Argentina.

## TIPO DE CAMBIO FIJO O FLOTACIÓN

Mirando hacia el futuro quiero hacer un comentario sobre los regímenes cambiarios. Hoy, en el debate político, la discusión entre algunos de los candidatos parecería ser si el tipo de cambio fijo, en este caso la convertibilidad o la dolarización, fue la clave del éxito o de los desastres de la Argentina. Por otro lado, se muestra la flotación como una suerte de panacea. Creo que la discusión cambiaria es importante, pero no es relevante para los problemas de largo plazo de un país. Sobre esto quiero hacer un comentario. Lo primero que hay que decir es que la Argentina no tiene una elección cambiaria tan fácil porque en realidad si uno mira el manual éste dice que desde el punto de vista de los shocks reales que la Argentina puede recibir, es un país que comercia bastante con otras naciones fuera del área dólar y que está expuesto a las fluctuaciones de los precios de las *commodities*. Por lo tanto, si la Argentina tiene un tipo de cambio fijo y sus socios devalúan contra el dólar, se

le crea un gran problema. Esto significa que desde un punto de vista real, a la Argentina le convendría flotar.

Pero cuando uno mira el lado financiero del problema, resulta que, como producto de las inflaciones y de las hiperinflaciones, la gente prefiere ahorrar en dólares, en moneda dura, y no en moneda local. Entonces, cuando se tiene un régimen de flotación y gran parte de los depósitos y la deuda pública o privada está emitida en dólares o moneda dura, y el tipo de cambio real se deprecia con la flotación, aparecen problemas muy graves, como dudas sobre la solvencia del sistema financiero o sobre la solvencia de la deuda pública. Es decir que la Argentina tiene una elección cambiaria que es mucho más difícil que la de países como Brasil o Chile, donde la flotación es casi natural porque en esos países la gente decide ahorrar en moneda doméstica. Ellos no tienen el problema que tenemos en la Argentina. En realidad, como hay que optar por un régimen cambiario, lo importante es que ese régimen sea consistente con las otras variables del sistema económico. Si se opta por un régimen de cambio fijo, tiene que tener flexibilidad en algunas otras variables nominales por si ocurre algún shock real muy prolongado y negativo. Las variables nominales que son centrales y sobre las que hay que tener flexibilidad son el gasto público y los costos laborales nominales, y si no se puede tener flexibilidad en estas variables por problemas de resistencia política, por lo menos hay que ser muy cuidadoso con el manejo de la expansión de algunas variables, sobre todo con el gasto público. El interrogante es cuán prudente fue la Argentina con la expansión del gasto público en la década de 1990. La respuesta está en los datos, y si los observamos se puede ver que no fuimos cuidadosos con el gasto. No jugamos como debíamos hacerlo, que es tener flexibilidad en otras variables.

## EL CASO DE PERÚ

Buscando ejemplos de un país con flotación exitosa en la región durante varios años, y con un alto grado de dolarización como la Argentina, se encuentra Perú. No es casual que en su economía Perú tenga bolsones de liquidez por todas partes; es porque sabe que tiene esa fragilidad en el sistema financiero y en la situación patrimonial del Estado, porque está expuesto a que una depreciación del tipo de cambio real genere una corrida. La respuesta a ese peligro es tener grandes bolsones de liquidez. Perú tiene hoy, entre las reservas netas del Banco Central y las reservas propias del sistema financiero, el equivalente en fondos líquidos al cincuenta por ciento de los depósitos del sistema financiero. Y ese porcentaje es muy superior a lo que había en la Argentina cuando existía la convertibilidad. La pregunta es cómo se protege esa liquidez en un país cuando se tiene una crisis política. No hay una respuesta clara y el test verdadero para Perú va a ser si en la elección de 2005 la situación está complicada y empieza a haber dudas sobre el futuro de la política económica. La situación política puede complicar la economía si el presidente cae en la tentación de usar esa liquidez para tratar de ganar las elecciones. El punto es que cuando el sistema

tiene tanta liquidez no es tan fácil esconderla y sustraerla de la presión política.

Reitero un concepto: hay poca evidencia de que el tipo de cambio sea central para el crecimiento económico. La evidencia empírica sugiere que puede ser que los regímenes cambiarios muy duros sean mejores en términos de inflación, pero que tener un poco menos de crecimiento potencial, pero no es concluyente. El crecimiento económico pasa por otro lado, y creo que hemos caído en el error de focalizar que antes la convertibilidad resolvía todos los problemas y que ahora la flotación va a resolverlos. El tipo de cambio tiene más que ver con la inflación o la solidez de la moneda que con el crecimiento a largo plazo. Estoy seguro de que el verdadero test de una política económica pasa por otro lado.

### LA “TRAMPA DE LA POBREZA”

Quiero hacer algunas reflexiones de los desafíos hacia adelante. Sin que esto sea un orden de prioridades, sino simplemente un ordenamiento de la exposición, está el tema social, que es muy acuciante. La Argentina tiene un récord histórico de desempleo y de pobreza, y esto será tratado en un panel especial dentro del seminario de los festejos de los cuarenta años de FIEL. En términos de la contención social, que es necesaria en una crisis de este tipo, se presenta un problema: es el de la “trampa de la pobreza”. Consiste en que cuando una persona recibe asistencia económica del gobierno, baja sus incentivos para conseguir un trabajo formal porque pierde ese subsidio. Esa penalidad en el margen hace que mucha gente pierda incentivos a trabajar, aun cuando tenga la oportunidad de conseguir empleo. Este tema ha sido muy estudiado y debatido por los europeos y los norteamericanos. La pregunta es cómo se hace para revisar y rediseñar la asistencia social, y evitar la trampa. Este problema ya existe en la Argentina, porque si uno consigue un trabajo formal pierde los 150 pesos de los planes del gobierno. En un programa tan masivo como el que existe hoy en el país, resolver este problema en forma inteligente es relevante.

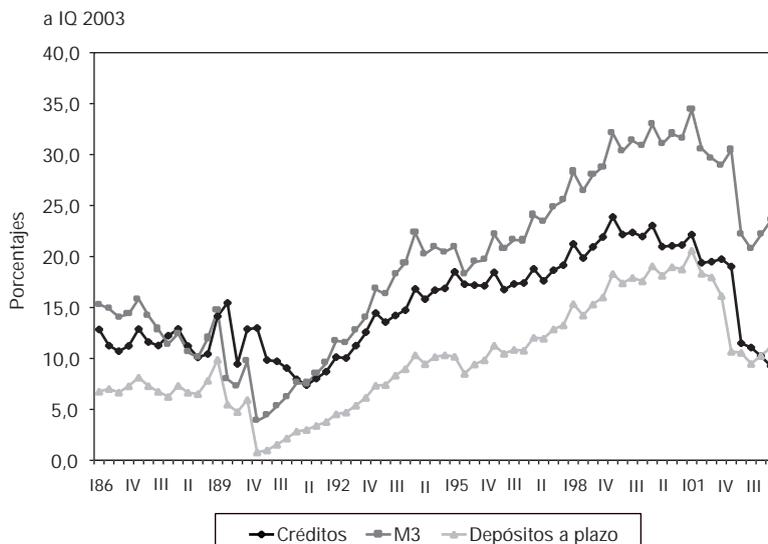
Es obvio que la solución de fondo para resolver el problema social pasa por tener un crecimiento económico importante; primero tendrá que haber una recuperación de niveles perdidos y luego habrá que crecer a una tasa elevada, y para ello se necesita tener ganancias de la productividad global de los factores importantes y una recuperación de la inversión, que es el rubro que más ha sufrido con esta crisis. Esto, en general, requiere una política de buena administración pública, pero también requiere tasas de interés que no sean astronómicas. Si para recuperar la confianza de los depositantes hay que darle una tasa en términos reales del 20 por ciento y entonces hay que cobrar una tasa activa del 40 por ciento, se sabe que a la larga o a la corta estos niveles de los intereses van a perjudicar o traer problemas a la inversión y por lo tanto a la recuperación del empleo. Un tema que aparece en forma recurrente es cómo se genera una política pública que permita “cerrar” en tasas bajas de interés real.

## EL SISTEMA FINANCIERO

Otro tema es cómo hacemos para lograr la recuperación del crédito, que tiene que ver con la recuperación del sistema financiero y de su papel de intermediación. En este punto hay dos cuestiones que vale la pena analizar. Una es la recuperación de la confianza de los depositantes en el sistema financiero. Esto no es fácil después de que hace poco fue la cuarta punción de los depósitos en dólares que se hace en el país en los últimos 100 años. En la década de 1990 en la Argentina hubo una expansión muy importante de los depósitos y del crédito porque a la gente se le dio lo que quería, que fue la capacidad de ahorrar en dólares. Esto, frente a la violación de los derechos de los depositantes, aunque hayan sido reparados, esa duda que ha generado esta decisión nos muestra un grave problema. La caída del sistema financiero significa, por ejemplo, que el crédito al sector privado no financiero volvió al nivel de la década de 1980.

Todo esto hace a las dudas que tienen los que toman decisiones del sector respecto de la incertidumbre legal que había con el tema de los depósitos reprogramados. La duda que existe es cómo pueden crecer los depósitos sin pagar tasas de interés astronómicas a los ahorristas y cómo se hace para que los que intermedian el dinero lo puedan canalizar hacia el sector productivo sin cobrar tasas de interés astronómicas. ¿Cómo hacer para que los intermediarios presten a pesar de las dudas que tienen, y cómo van a

GRÁFICO 1  
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, DEPÓSITOS A PLAZO FIJO Y M3  
(En porcentajes del PBI)



recuperar esos préstamos? Lo que sucedió el año pasado por parte de la dirigencia política no es gratuito en términos de la recuperación del sistema a largo plazo.

## LOS SERVICIOS PÚBLICOS

El tercer tema es todo lo que sucede en torno de los servicios públicos. El interrogante es cómo se hace para mantener los incentivos a la inversión sin tener que reconocer un costo de capital astronómico. ¿Qué cuenta hay que hacer para tener un resultado lógico y razonable? Tomando como base el rendimiento de los bonos públicos y de las acciones, y con el riesgo país a 6.000 puntos, la tasa de interés que resulta es del 65 por ciento y es obvio que entonces las tarifas deberían ser astronómicas por el costo del capital. Esto nos muestra que nuevamente la tasa de interés es un problema central.

Si para atraer a los ahorristas a plazo fijo a treinta días otra vez la tasa está en el orden del 20 por ciento o más en términos reales y en dólares, ¿qué tasa debemos poner para atraer decisiones de inversiones? Si no resolvemos esto en el contexto de la política pública el panorama futuro es muy incierto, y la tarifa social, que es necesaria durante la transición, no es suficiente para resolver el problema. Primero, porque si hay alguien con tarifa social, o sea que para un sector de los consumidores no hay aumento, alguien va a pagar por los que reciben ese beneficio. Si la autoridad quiere que haya más competencia en el mediano plazo en el sector servicios, estos subsidios cruzados generan problemas. Además, tampoco es la solución para resolver el problema a largo plazo porque en definitiva la solución está en el contexto macroeconómico más que en el sectorial.

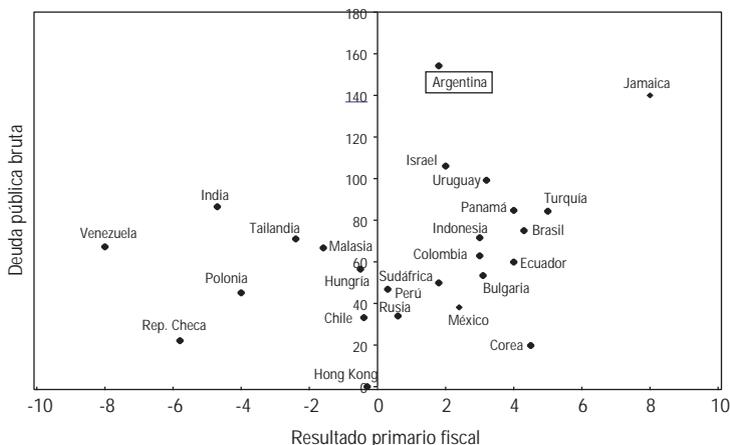
## SOLVENCIA FISCAL Y REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA

El cuarto tema es que la Argentina con la situación por la que atraviesa el fisco no tiene el espacio que tuvo en la década de 1990 para tener ineficacias en la recaudación y en la administración del gasto, especialmente el gasto social. En el fondo esto significa plantearse cómo hacemos el gasto más eficaz.

Además, debemos recobrar la solvencia fiscal en el marco de la reestructuración de la deuda en default. En realidad para tener una quita ya sea en el principal, en los intereses, en los plazos o en una mezcla de todos ellos, la Argentina deberá tener un superávit primario como nunca lo tuvo en su historia. La pregunta es si vamos a tener las instituciones fiscales para lograrlo. Pero el punto es que la Argentina en la década de 1990, que fue un período de alto crecimiento del país, entre la Nación, las provincias y los municipios, tuvo en promedio como superávit primario, que es lo que se necesita para pagar los intereses, medio punto del Producto Bruto Interno.

Actualmente, la Argentina tiene una deuda pública bruta que equivale a algo más del 150 por ciento del Producto Bruto, lo que es muy alto. Pero al

GRÁFICO 2  
RESULTADO PRIMARIO Y DEUDA PÚBLICA BRUTA EN 2003  
(En porcentajes del PBI)



mismo tiempo, el Resultado Primario Fiscal para 2003 está previsto en el orden del 2 por ciento del Producto Bruto, lo que es muy bajo. Si queremos buscar una comparación internacional podemos poner como ejemplo Brasil, que forma parte de la misma región que la Argentina. Este país no hizo default, tiene una deuda bruta equivalente al 80 por ciento del PBI y espera tener un superávit primario de 4,25 por ciento en 2003.

Suponiendo que queramos tener el superávit de Brasil, ¿cómo hacemos para alcanzar la meta de ese 4,25 por ciento? Si la Argentina cumple la meta del último acuerdo con el FMI está más o menos en el 2 por ciento de superávit con respecto al Producto. Como el grueso de la deuda la tiene el gobierno nacional, podemos ser optimistas y pensar que los acreedores nos pueden dar una quita, con lo cual la deuda se reduciría, pero aun así, nos faltan por lo menos 2 puntos. Pero además sabemos que en algún momento tenemos que eliminar impuestos distorsivos, como los impuestos a las exportaciones y al cheque, y por lo tanto hay que tener en cuenta que se generan 3 puntos más por la incidencia que tienen en la recaudación y por lo tanto en el superávit. Si queremos eliminar las cargas patronales hay que sumar otros 2 puntos. Esto significa que, si queremos hacer bien las cosas, vamos a estar frente a un gran problema porque la mitad de la recaudación coparticipable va a las provincias; lo que significa que si la recaudación aumenta 10 puntos, a la Nación le van a quedar sólo 5 puntos, y aumentar 10 puntos es un objetivo muy, pero muy alto para alcanzar en el corto plazo.

La conclusión es que si no se cambia la ley de coparticipación, no hay solución si se quiere atender el objetivo de lograr el superávit necesario sacando los mencionados impuestos distorsivos. Otra vez hay una pregunta cru-

cial: ¿cómo se hace si las provincias no tienen ningún incentivo para modificar esa ley? Los dos incentivos que había en 2000 y que se eliminaron en febrero de 2002, eran un sistema de promedios y el hecho de convencer a las provincias chicas para darles un espacio en la deuda. Se eliminó el sistema de promedio de varios años de recaudación y el gobierno nacional tomó a su cargo la deuda, por lo menos la parte que corresponde a la devaluación. Veamos algunos datos históricos. En la década de 1990 la recaudación en pesos constantes prácticamente se duplicó, pero el gasto creció más.

El tema es que en las actuales circunstancias, es muy difícil repetir la performance de aumento de la recaudación, porque la economía no tiene el vigor de la década pasada.

En pesos de 2002, la recaudación en 1990 era de 40.000 millones y subió a 80.000 millones en 1998, pero luego cayó a 60.000 millones en 2002. Ahora repuntó un poco, pero cuando se observa el gráfico de la evolución de la recaudación, se ve que la pendiente de esa recuperación es mucho menor que la de principios de la década de 1990. También se puede comprobar que el gasto primario siempre ha estado por encima de la recaudación.

Entonces nos tenemos que preguntar cómo vamos a hacer para contener el gasto con la actual ley de coparticipación y, repito, la falta de incentivo para modificarla. La duda es cómo vamos actuar sobre ambas variables para generar el superávit que necesitamos que, por otra parte, significa una meta muy ambiciosa; y si la Argentina no resuelve exitosamente el problema de exceso de deuda es muy difícil, es casi imposible, que la tasa de interés real

GRÁFICO 3  
NACIÓN + PROVINCIAS: GASTO PRIMARIO Y RECAUDACIÓN  
(En porcentajes del PBI)

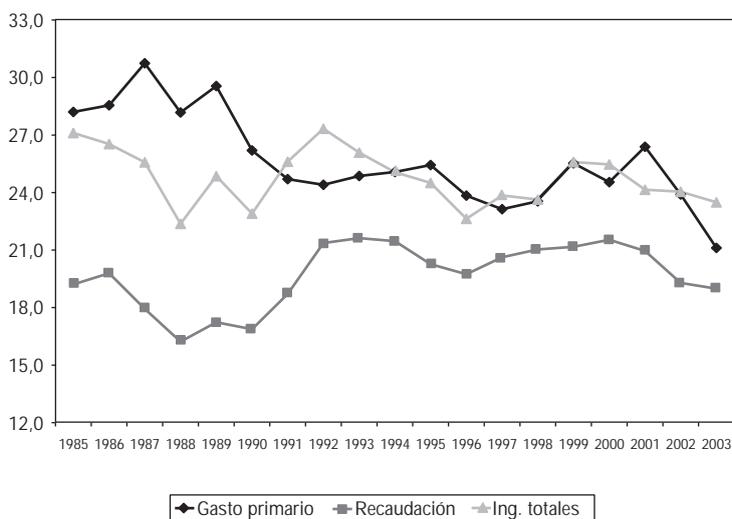
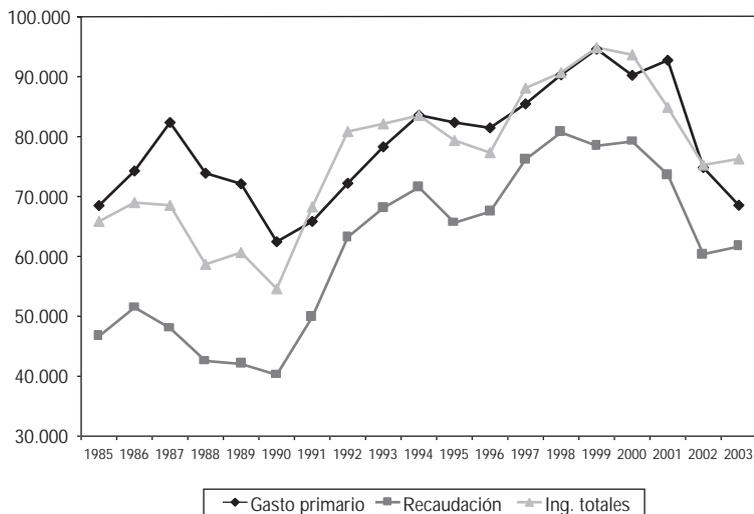


GRÁFICO 4  
NACIÓN + PROVINCIAS: GASTO PRIMARIO Y RECAUDACIÓN  
(Pesos de 2002)



a largo plazo pueda ser de un dígito. Y esto nos complica todo el esquema económico. En realidad hay como un denominador común que facilita la solución del problema de fondo de la Argentina que es tener una tasa de interés real baja, para lo cual se necesita un Estado solvente. El desafío es si esta vez la crisis nos permitirá generar un Estado solvente. Hemos hecho un fenomenal ajuste del gasto real por la incidencia de la inflación y veremos si ha servido para algo.





---

DANIEL HEYMANN\*

## INTRODUCCIÓN

Hablaré en esta ocasión acerca de las lecciones que dejó la crisis sobre el punto de vista económico, lecciones que deberá tener en cuenta el próximo gobierno. En primer lugar, debemos reconocer que son muchas y es necesario aprender de ellas. Si hay lecciones es porque hay cosas para aprender; y si hay cosas para aprender es porque hay cosas que no sabíamos; y si hay cosas que no sabíamos significa que el modelo que tenemos en mente es mejorable. Mi impresión es que debemos incorporar de una manera sustantiva la incertidumbre con respecto al modelo, que creo que es parte integrante del futuro y del pasado. No es sólo un problema de educación académica sino que tiene que ver con elementos concretos, percepciones y decisiones del gobierno y de la gente.

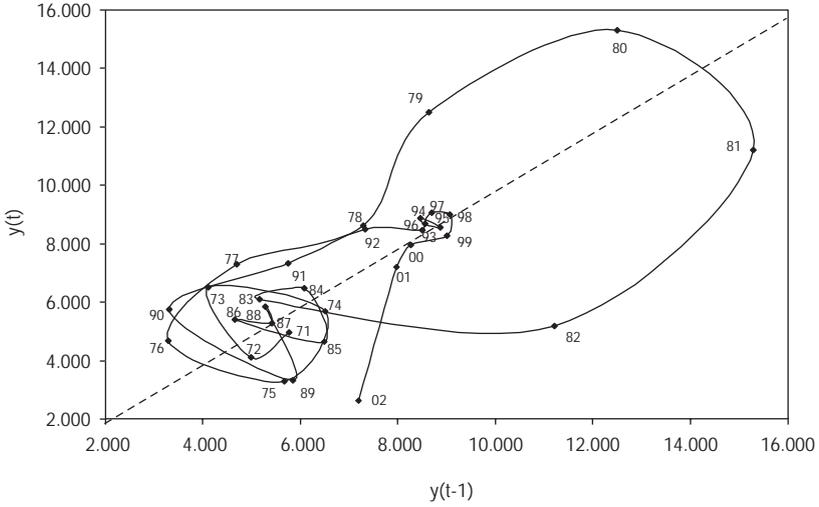
## EVOLUCIÓN DEL PBI

Si graficamos la evolución del producto por habitante en moneda constante desde 1970, vemos que continuamente hay avances, pero también retrocesos muy pronunciados. De los 15.000 dólares per cápita de la época de la tablita de Martínez de Hoz, nos enroscamos en los 4.000 dólares de la década de 1980, luego caemos aún más con la hiperinflación, salimos hacia la convertibilidad con 9.000 dólares per cápita, bajamos un poco en la época del tequila, nos recuperamos, pero después aparece la recesión y los argentinos caemos en forma pronunciada en el año 2002. ¿Hasta qué nivel? Volvemos a la década de 1970.

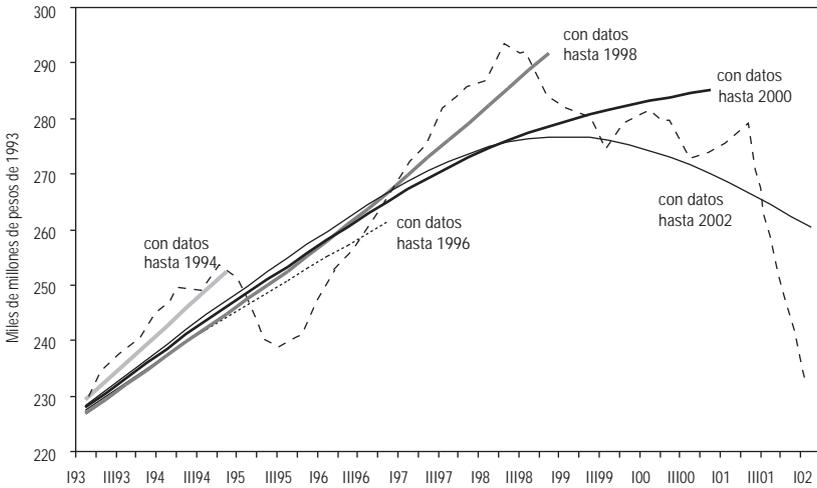
Cuando preguntamos cuál es el ingreso por habitante de la Argentina, estamos ante un interrogante clave, y no desde el punto de vista de la percepción o de la confianza, sino porque no se toman las mismas decisiones en una eco-

\* Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

**GRÁFICO 1**  
**DIAGRAMA DE FASE DEL PBI PER CÁPITA EN DÓLARES DE 2000**  
**1970-2002**

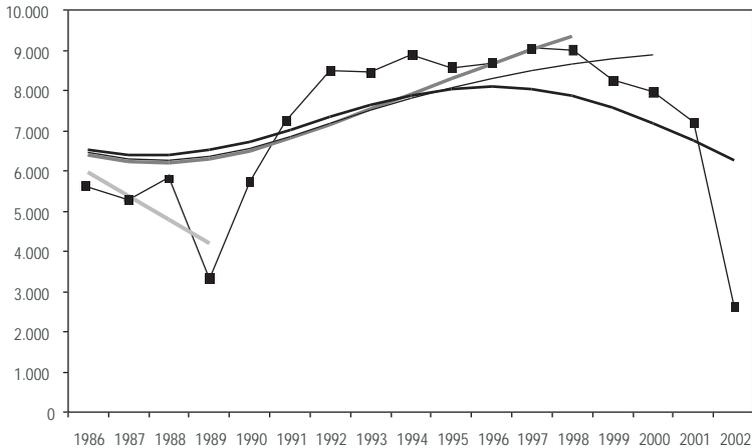


**GRÁFICO 2**  
**PBI A PRECIOS CONSTANTES Y TENDENCIAS HP**



nomía de 9.000 dólares por habitante, que en otra de 3.000 dólares. Mi impresión es que el problema de la economía argentina desde hace muchas décadas,

GRÁFICO 3  
PBI PER CÁPITA EN DÓLARES DE 2000 Y TENDENCIAS HP



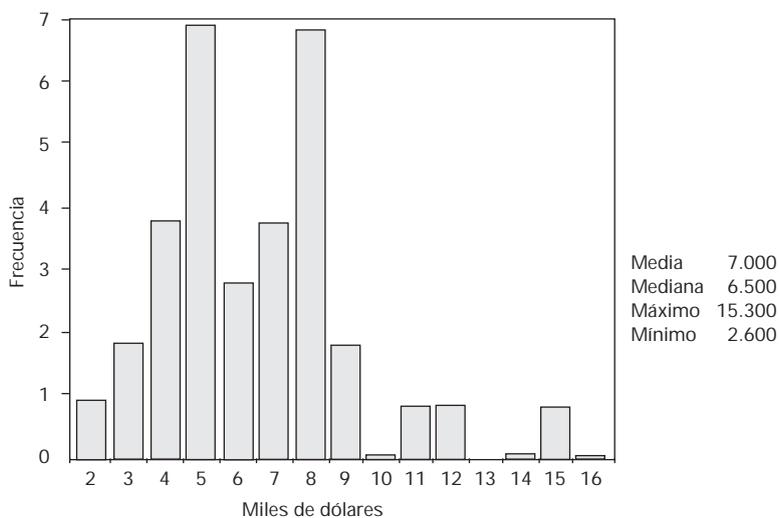
consiste en determinar cuál es el nivel de su gasto sostenible. Cada tanto, como en la época de la tablita de Martínez de Hoz o en la convertibilidad de Cavallo, la Argentina comienza a gastar con la presunción de que tiene un producto o un poder de gasto privado y público sostenible que resulta, *ex post*, ser mayor que lo que podía sostener. Ahora, nos encontramos en esa situación con relación al nivel del ingreso que creíamos tener en la década de 1990.

### ¿CUÁL ES EL NIVEL DEL GASTO SOSTENIBLE?

Uno de los problemas que creo tuvo la Argentina –y que mencionó acertadamente Daniel Artana– es que la gente quería ahorrar en dólares y se generó un sistema que le dio la oportunidad de hacerlo, pero al mismo tiempo se permitió prestar en dólares. Esto originó una expansión del crédito en muchos casos muy importante para el crecimiento que objetivamente hubo en el país. El punto es que existía la presunción de que el repago de esos créditos en dólares estaba asegurado por el nivel de ingreso que supuestamente la economía generaba.

Pero resulta que cuando analizamos la citada curva del ingreso por habitante, notamos que ésta alcanza valores mínimos y máximos de gran amplitud, pero no tiene la capacidad de converger hacia un valor estable. ¿Por qué estas amplitudes? Porque cuando estamos en un nivel mínimo, creemos que haciendo dos o tres cosas podemos alcanzar un futuro próspero, como resolver algunos problemas que tienen que ver con la inflación, con la estructura económica, con la estructura agroexportadora en algunos casos o con el cierre de las empresas públicas en otros.

GRÁFICO 4  
HISTOGRAMA DEL PBI PER CÁPITA EN DÓLARES DE 2000



CUADRO 1  
ESTADÍSTICOS DEL PBI PER CÁPITA EN DÓLARES. 1991-1999

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Obs.	Coef. Variacion	Max/Min	Detrend Std. Dev.
<i>Argentina</i>									
1991-1999	8.531	8.570	9.059	7.329	522	9	0,06	1,24	0,05
<i>Argentina</i>									
1982-1990	5.333	5.408	6.488	3.316	929	9	0,17	1,96	0,19
Brasil	4.302	4.128	5.430	3.209	954	9	0,22	1,69	0,20
Chile	4.551	4.657	5.526	3.288	792	9	0,17	1,68	0,10
Colombia	2.220	2.453	2.858	1.461	562	9	0,25	1,96	0,19
México	4.727	4.687	5.463	3.574	649	9	0,14	1,53	0,14
Perú	2.257	2.255	2.600	1.826	295	9	0,13	1,42	0,11
Uruguay	6.272	6.575	7.228	4.552	966	9	0,15	1,59	0,09
Venezuela	3.787	3.627	4.505	3.173	474	9	0,13	1,42	0,08
Corea	9.927	9.325	12.544	7.212	1.789	9	0,18	1,74	0,18
Malasia	4.190	4.076	5.232	3.388	690	9	0,16	1,54	0,16
Singapur	23.102	22.465	27.652	17.510	3.677	9	0,16	1,58	0,13
Taiwan	2.547	2.491	3.315	1.923	494	9	0,19	1,72	0,19
España	16.656	16.030	19.175	15.181	1.349	9	0,08	1,26	0,07
Italia	22.730	21.791	26.699	20.790	2.207	9	0,10	1,28	0,08
Francia	27.399	27.173	30.296	25.241	1.732	9	0,06	1,20	0,06

La Argentina salta y luego se cae. Parte de las caídas tienen que ver con la forma del salto, o por lo menos ésa es mi impresión. En los últimos tiempos, ¿qué fue lo que no permitió que la Argentina mantuviera el ingreso de los 9.000 dólares per cápita? Creo que fueron unas cuantas cosas como la confusión política, la conducta de las instituciones y otras cuestiones. Pero hubo un hecho que fue absolutamente simple y es que este crecimiento era posible por el endeudamiento, un endeudamiento a cuenta de un sostenido crecimiento futuro. Por ejemplo, se presumía un crecimiento sostenido de las exportaciones.

### UNA DEVALUACIÓN DESORDENADA

Cualquier cálculo que se hacía sobre la sostenibilidad del modelo durante la década de 1990, partiendo de la base de los resultados de la cuenta corriente del balance de pagos, arrojaba como resultado un crecimiento muy fuerte de las exportaciones que hacía posible mantener el nivel de actividad que, a su vez, permitía pagar las deudas o créditos en dólares tanto del sector público como del privado. Los cálculos de 1998 mostraban esta condición con toda claridad. Noten que si uno quería ajustar la cuenta corriente a través de la contracción del gasto, realimentaba el problema fiscal y ponía en duda la solvencia del sector público. Las contracciones obligaban a producir otras nuevas y el problema se regeneraba. No era posible salir por una modificación de los precios relativos porque el costo de salida era demasiado alto debido a la promesa de que los préstamos y los depósitos iban a devolverse en dólares. Allí se generó un problema que no pudo resolverse. En realidad se resolvió de la peor manera posible, que fue realizando una devaluación desordenada.

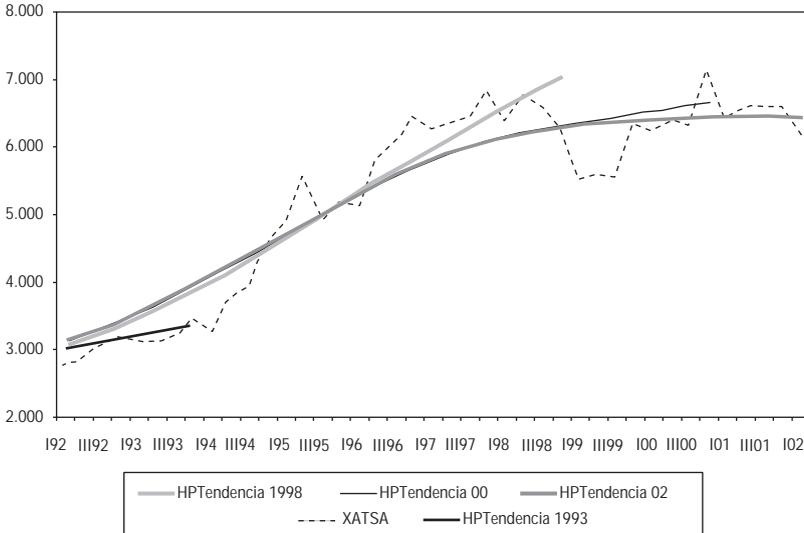
Una de las lecciones que he extraído es que si se promete más de lo que puede cumplirse, probablemente se termina cumpliendo menos de lo prometido. La conclusión es que si queremos cumplir, debemos realizar promesas de cumplimiento razonable. En el fondo creo que deberíamos tener algo de la sabiduría del Viejo Vizcacha.

Más allá de los problemas de equilibrios múltiples o de los malos manejos administrativos hay una cuestión fundamental, y es la concepción del potencial de gasto y del endeudamiento con que se realizan el gasto y el endeudamiento real en la economía, y hasta qué punto el régimen contractual reconoce e incorpora factores de incertidumbre que actúan sobre la economía. Tengo la impresión de que es muy importante que el sistema de promesas esté adaptado al sistema de contingencias y perturbaciones; si no ocurre así es muy posible que se generen problemas.

### LAS EXPORTACIONES Y EL MODELO

¿Qué dejó la crisis? Hubo una caída récord del PBI, hay más pobreza y desempleo, un sistema financiero destrozado con los créditos rotos en un sentido amplio ya que no sólo desapareció el crédito bancario sino también

GRÁFICO 5  
 ARGENTINA: EXPORTACIONES CORRIENTES (TRIMESTRAL,  
 DESESTACIONALIZADO) Y TENDENCIAS HP



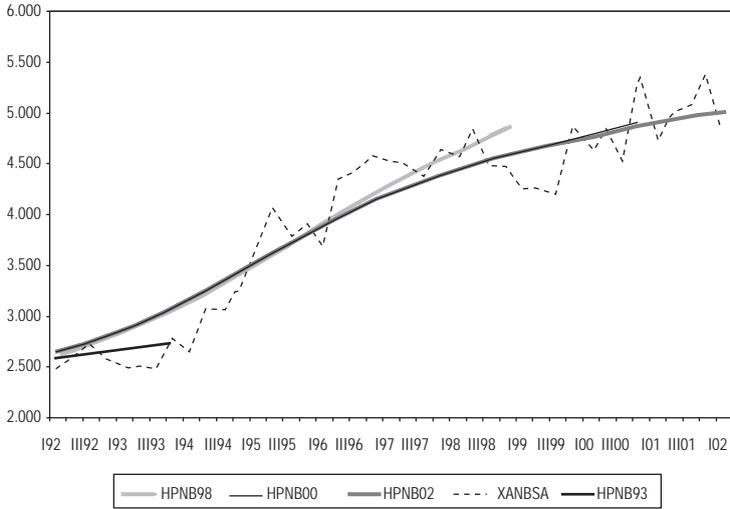
el que nos dábamos entre nosotros. La deuda pública es enorme y está en default, con expectativas más bien pesimistas sobre el futuro, aunque éstas pueden ir mejorando. Esencialmente, los argentinos y los extranjeros ven a la Argentina como un país que no tiene potencial.

Si analizamos la relación de las exportaciones con respecto al Producto Bruto vemos que ésta es enorme (del orden del 25 por ciento). Es obvio que esto no se debe al crecimiento de las exportaciones, sino que es consecuencia de la caída del Producto. Esto quiere decir que hoy la Argentina tiene, con el actual nivel de generación de Producto, un superávit comercial del 15 por ciento. Si el problema de la década de 1990 fue que el nivel de sustentabilidad del Producto por habitante era imposible de mantener por la baja relación con las exportaciones, ahora, con un ingreso per cápita de 3.000 dólares éste tiene un sustento real con el actual nivel de las exportaciones. Hay muchísimos problemas y algunos de ellos ya los mencioné, pero no existe el de sustentabilidad dado el actual nivel de ingresos, con relación a las exportaciones.

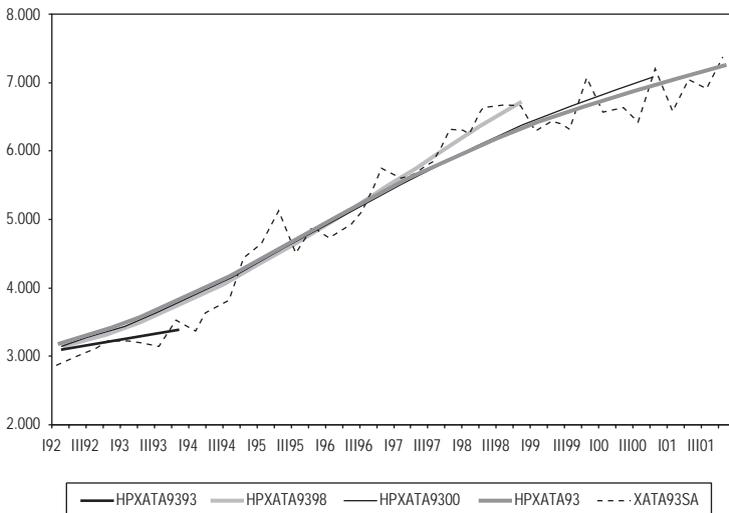
Otro punto que quiero marcar es que, en general, se percibe que tenemos una cierta normalización de la actividad económica, aunque hay opiniones encontradas al respecto, lo que comparado con la información de hace unos meses, no resulta nada trivial. Lo que puede ocurrir la semana próxima puede ser previsible, y esto puede considerarse un avance con respecto a la situación anterior.

Si unas horas antes de la devaluación, en diciembre de 2001 me hubiera enterado de que se estaba por devaluar de la forma en que se hizo, que el ti-

**GRÁFICO 6**  
**ARGENTINA: EXPORTACIONES (SIN BRASIL) (TRIMESTRAL, DESESTACIONALIZADO) Y TENDENCIAS HP**

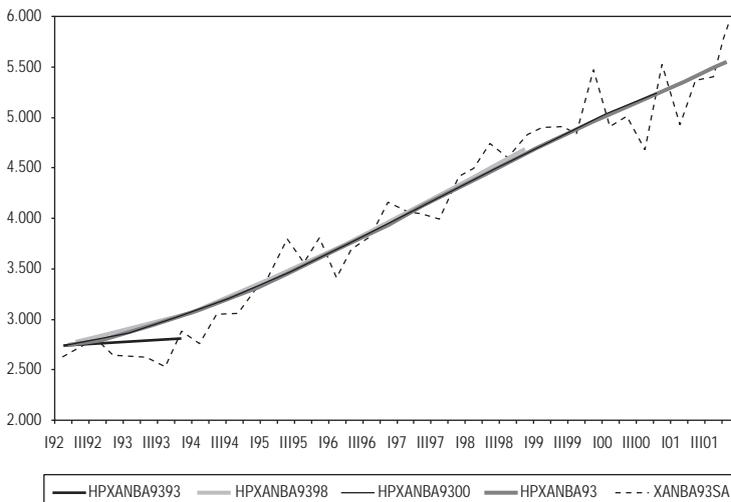


**GRÁFICO 7**  
**ARGENTINA: EXPORTACIONES A PRECIOS DE 1993 (TRIMESTRAL, DESESTACIONALIZADO) Y TENDENCIAS HP**



po de cambio se iba a multiplicar por tres o por cuatro, y me hubieran preguntado qué probabilidad de vida le daba a la moneda local, hubiera respondido que ninguna o muy, pero muy baja. El hecho es que tenemos un sistema monetario funcionando donde la imprevisibilidad de los precios a corto plazo es relativamente pequeña. ¿Con qué régimen monetario? Indefinible. Pero lo curioso es que en la década de 1990 se consolidó una regla monetaria muy estricta, con la presunción de que solamente ese tipo de restricciones sólidas y rígidas de la política monetaria podía evitar caer nuevamente en la hiperinflación. Hoy tenemos un sistema monetario que no tiene una regla demasiado específica, con una institucionalidad poco definida, pero que día a día se las rebusca. No quiero decir que esto sea bueno, ni que debe ser permanente, sólo constato el hecho, y esto se debe a muchas causas. Podemos discutir las razones, posiblemente sea una herencia del período de estabilidad monetaria de la década pasada que hace mantener una cierta inercia en los comportamientos; pero hoy tenemos una economía que da la impresión de que está sobreajustada para su capacidad de exportar, así como estaba “sobregastada” para su capacidad de exportar en la década de 1990. La economía tiene un stock de capital, que por supuesto se está depreciando, pero que está claramente adaptado a una economía que no es de 3.000 dólares per cápita. Desde el punto de vista de la generación real de las exportaciones y del stock real de capital tiene más de lo que parece. El problema es, sin duda, el incentivo a emplear más recursos en la economía; que el superávit comercial que se está generando quede en el país, y que esto pueda concretarse hacia las instituciones.

GRÁFICO 8  
EXPORTACIONES (SIN BRASIL) A PRECIOS DE 1993 (TRIMESTRAL, DESESTACIONALIZADO) Y TENDENCIAS HP



## LAS INSTITUCIONES

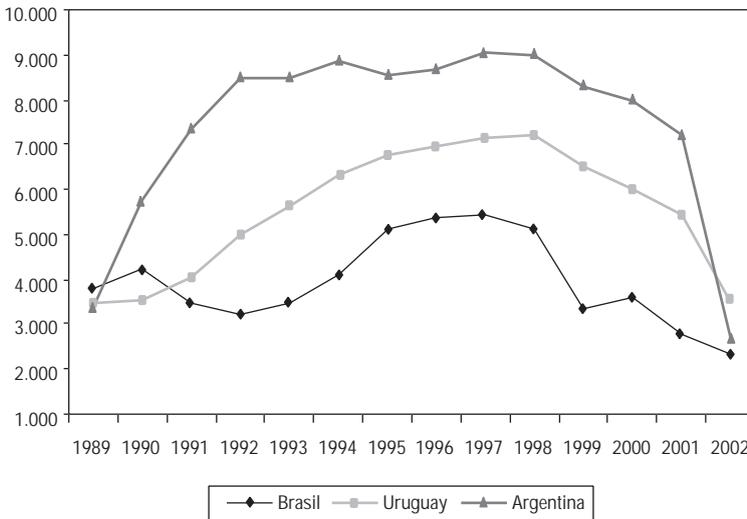
Con respecto a las instituciones, mi impresión es que hay que rehacer un sistema contractual en el sentido amplio, más allá incluso del sistema financiero que, por supuesto, es muy importante. Hay que recomponer un sistema contractual donde derechos y obligaciones, pautas de comportamiento público y privado, queden nuevamente restablecidas. Esto significa un trabajo de coordinación, de despertar confianza mutua, que va más allá de lo puramente financiero. Éste es un problema enorme. Las instituciones son muy importantes, no sólo porque crean incentivos para que se desarrolle la economía, sino que imponen las reglas de juego. Todo esto tiene variables interactuantes: monetarias, cambiarias, crediticias y legales. Todo es muy difícil, si recordamos a los grandes creadores de instituciones que tuvo la humanidad y los problemas que existieron para ponerlas en marcha. Es muy fácil hablar en el aire sobre las instituciones. Hace más de un año que profesores de universidades norteamericanas dijeron que la Argentina no sólo había perdido el derecho a tener sus propias instituciones, sino que debía ser sometida a una intervención en la cual los expertos decidirían qué era lo mejor para el país. Es una suposición mal razonada y superficial. Hoy parece una opinión surrealista, aunque tal vez no para algunos. Con esto quiero decir que hay que tener mucho cuidado cuando se habla de instituciones porque se trata de un tema serio y profundo. Las instituciones no se hacen de la noche a la mañana, sino que se desarrollan a lo largo del tiempo. Las necesitamos para generar la credibilidad que dará lugar al comportamiento que ellas validarán. Esa institución que forma expectativas tiene que adaptarse a la incertidumbre que la propia actividad genera. Es decir que si la institución promete algo en forma incondicional, pero en los hechos no lo es, lo más probable es que la confianza que genera en un principio, sea excesiva. La Argentina tiene hoy un enorme problema de credibilidad. También debemos tener en cuenta que la confianza excesiva es problemática porque nos puede llevar a la caída. Si la gente quiere ahorrar en dólares y quiere que le devuelvan dólares, tiene que haber algo o alguien que genere esos dólares. Si no es así, la promesa inicial no puede cumplirse y hay que decirlo. La adaptación de las instituciones y de las promesas al margen de incertidumbre, en la Argentina es muy importante y tiene que ver con la forma de hacer los contratos en un país con un Estado quebrado.

¿Cómo se renegocia la deuda en una situación como ésta? No lo sé. Pero la promesa incondicional es que vamos a tener un enorme superávit primario fiscal sin saber lo que puede pasar. Esto provocará una situación de incertidumbre que realmente a su vez la duda entre los agentes económicos que toman decisiones que pueden hacer que la deuda sea pagable, y eso a su vez puede transformarse en una autoderrota. En una situación como ésta, una promesa demasiado ambiciosa corre el riesgo de ser considerada de difícil cumplimiento y provocará un aumento de la tasa de interés, con lo cual agravamos el problema.

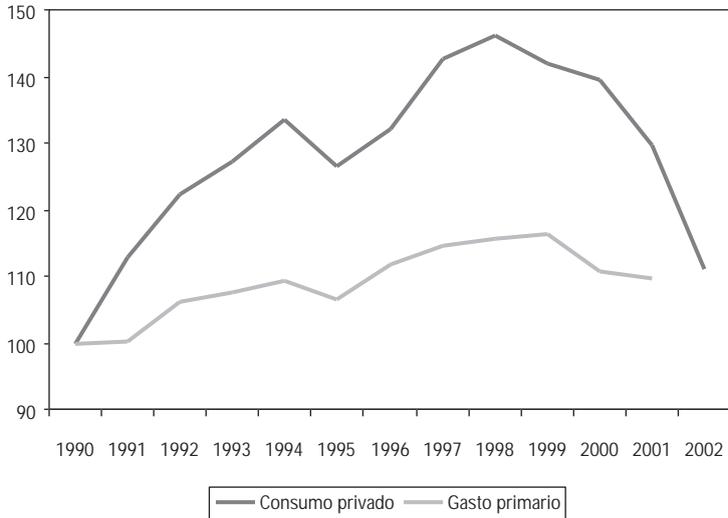
Para terminar, insisto en que hay que adaptar los contratos y las instituciones al margen de la incertidumbre que la economía tiene, y no prometer

lo que no puede cumplirse. Sabemos que la inseguridad económica que ha generado esta crisis es fenomenal. Queremos seguridad, pero sabemos que no podemos estar seguros. Por lo tanto, debemos hacer un esfuerzo para entender muy bien las fluctuaciones y los márgenes de inseguridad a los que estamos expuestos y adaptar las promesas que se hacen en el mercado interno y en el exterior a ese tipo de problemas.

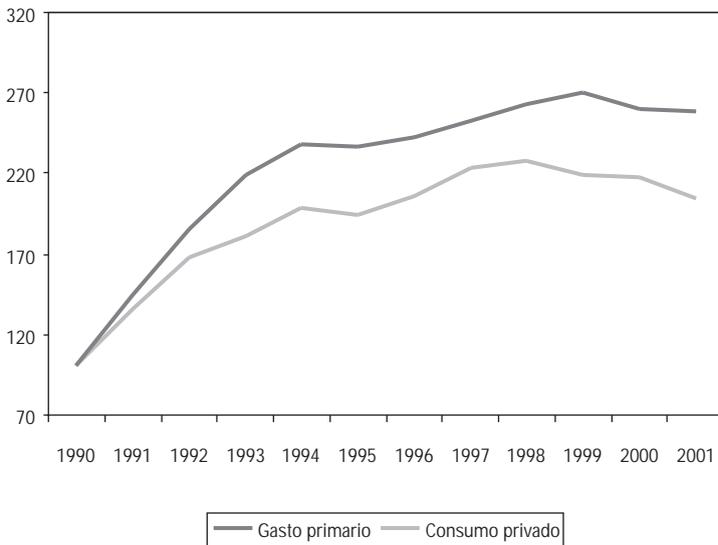
GRÁFICO 9  
PBI POR HABITANTE EN DÓLARES DE 2000



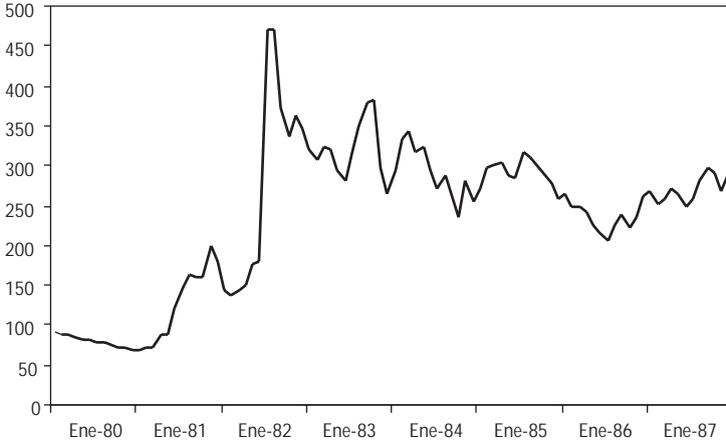
**GRÁFICO 10**  
**EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y EL GASTO PÚBLICO**  
**POR HABITANTE A PRECIOS CONSTANTES (1990=100)**



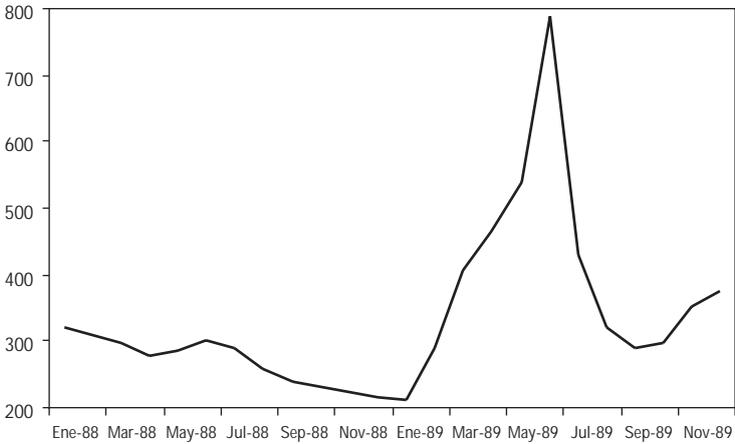
**GRÁFICO 11**  
**EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y EL GASTO PÚBLICO**  
**EN DÓLARES CORRIENTES (1990=100)**



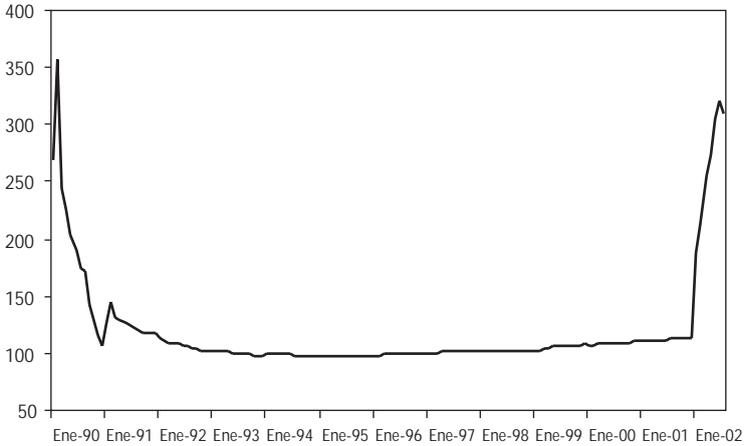
**GRÁFICO 12**  
**TIPO DE CAMBIO REAL EN RELACIÓN CON EL DÓLAR (1993=100)**  
**1980-2002**



**GRÁFICO 13**  
**TIPO DE CAMBIO REAL EN RELACIÓN CON EL DÓLAR**  
**(1993=100)**

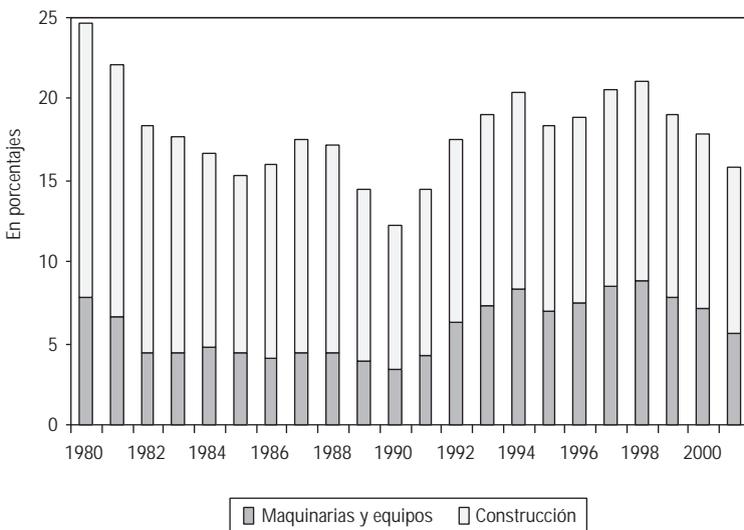


**GRÁFICO 14**  
**TIPO DE CAMBIO REAL EN RELACIÓN CON EL DÓLAR (1993=100)**  
**1980-2002**

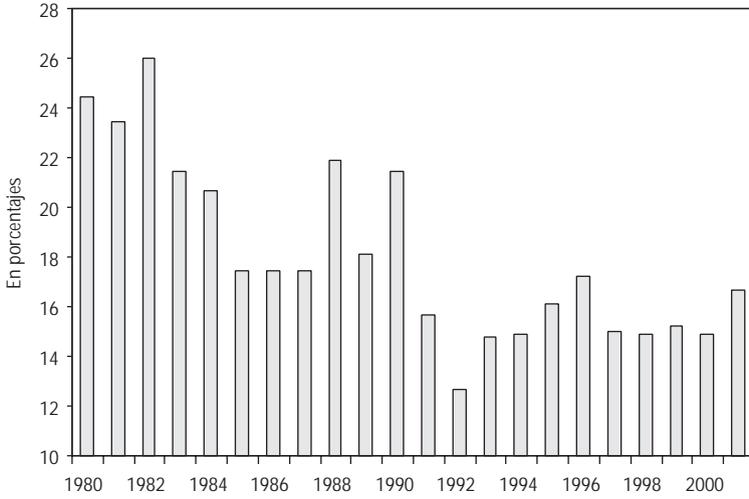


**INVERSIÓN Y AHORRO**  
**(En porcentajes del PBI)**  
**1980-2002**

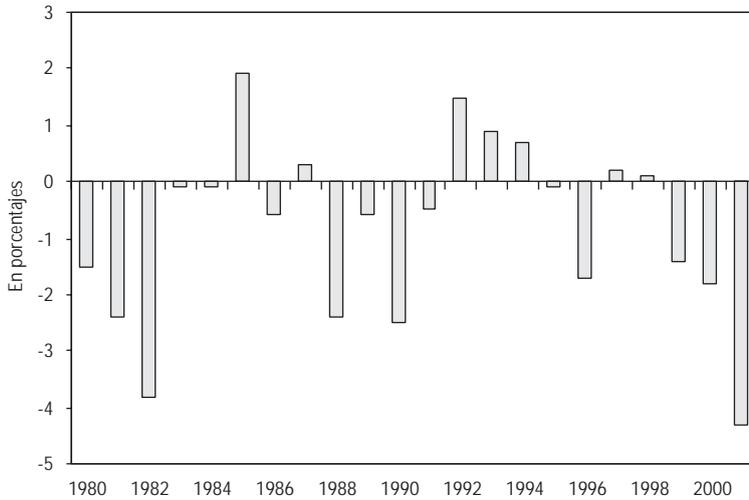
**GRÁFICO 15**  
**Inversión bruta**  
**(En porcentajes del PBI)**



**GRÁFICO 16**  
**Ahorro privado**  
**(En porcentajes del PBI)**

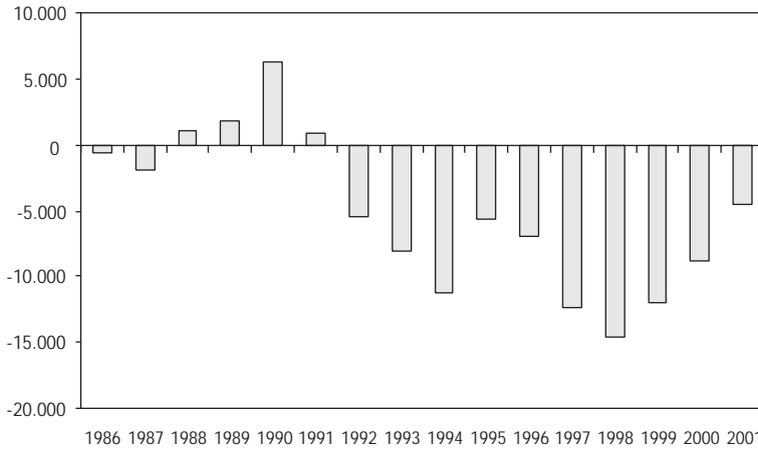


**GRÁFICO 17**  
**Ahorro público**  
**(En porcentajes del PBI)**

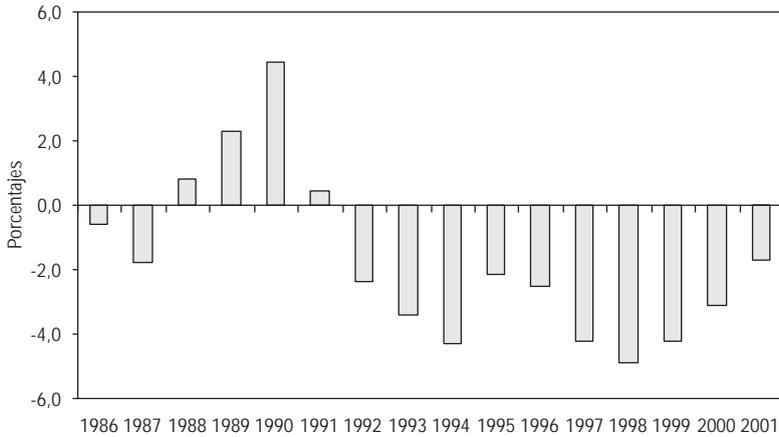


**CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS  
1986-2001**

**GRÁFICO 18**  
**Cuenta corriente**  
**(En millones de dólares)**

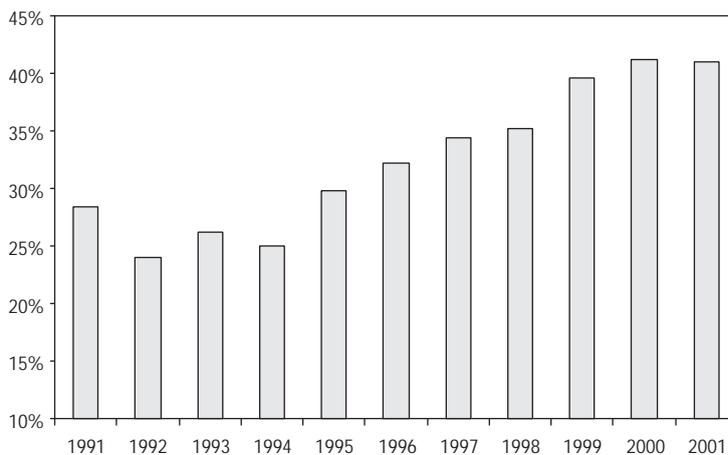


**GRÁFICO 19**  
**Cuenta corriente**  
**(En porcentajes del PBI)**

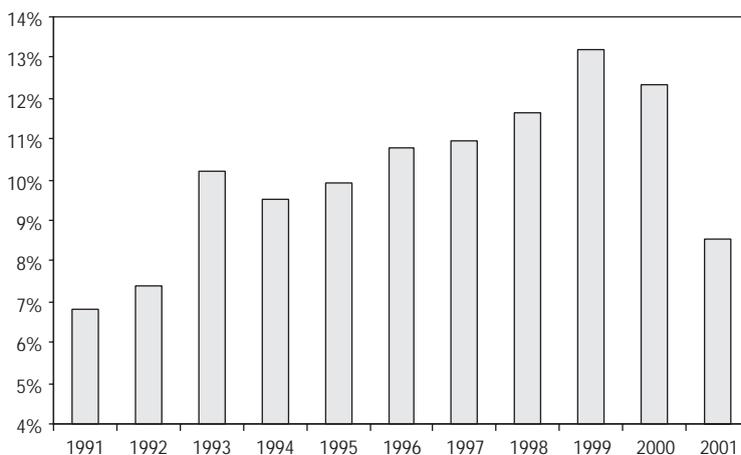


**ACTIVOS EXTERNOS**  
**(En porcentajes del PBI)**  
**1991-2001**

**GRÁFICO 20**  
**Activos externos privados**  
**(En porcentajes del PBI)**

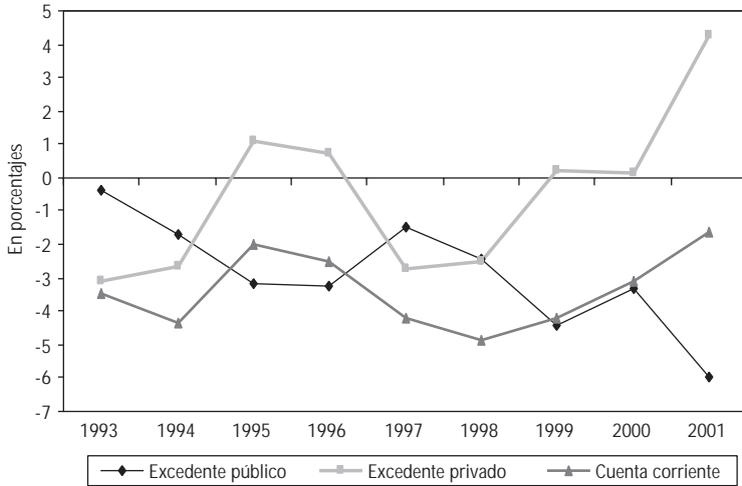


**GRÁFICO 21**  
**Activos externos públicos**  
**(En porcentajes del PBI)**

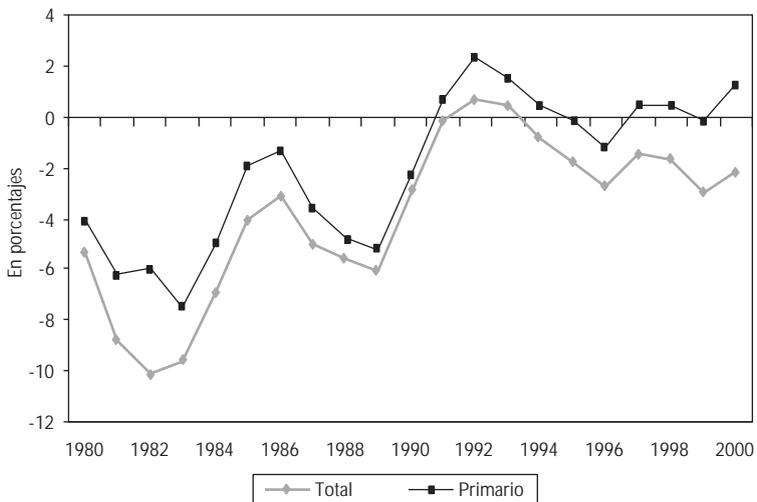


**GRÁFICO 22**  
**SUPERÁVIT SECTORIALES**  
**1993-2001**

Cuenta corriente y balance de pagos privados y públicos  
(En porcentajes del PBI)



**GRÁFICO 23**  
**RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO**  
(En porcentajes del PBI)  
**1980-2000**



GASTO PÚBLICO PRIMARIO  
1990-2001

GRÁFICO 24  
(En millones de pesos de 1993)

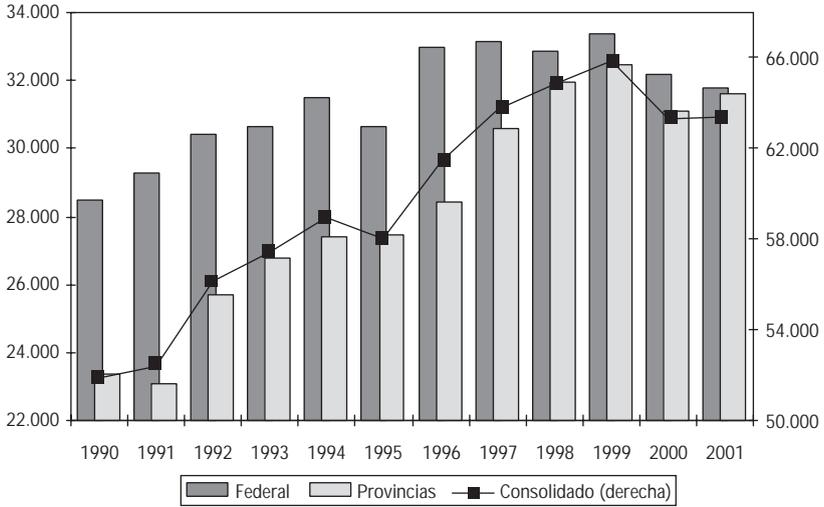
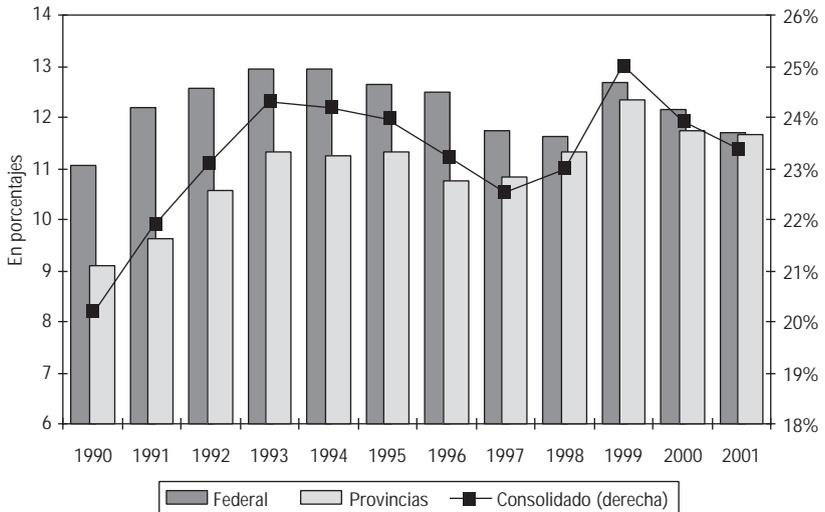
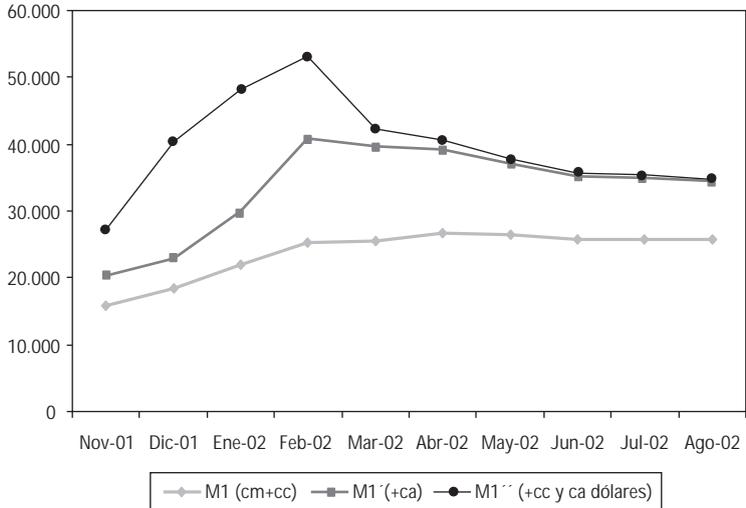


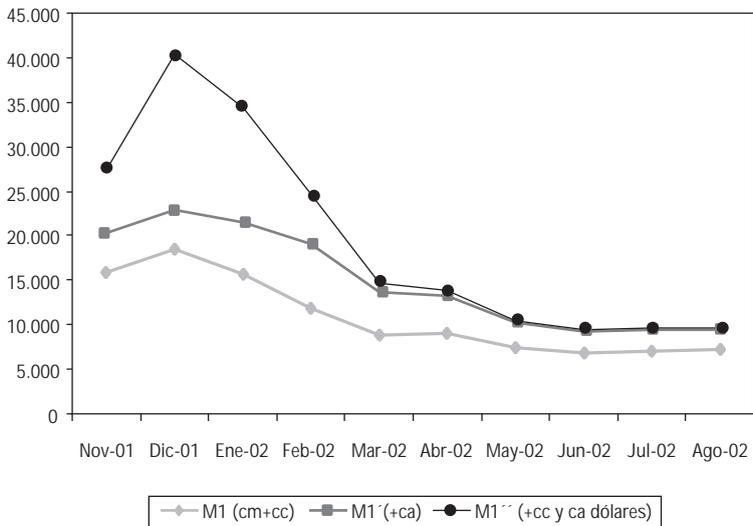
GRÁFICO 25  
(En porcentajes del PBI)



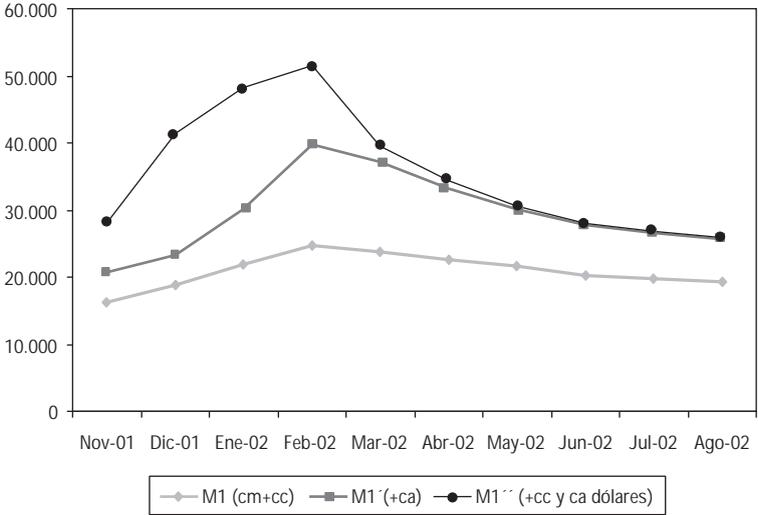
**GRÁFICO 26**  
**PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (SECTOR PRIVADO)**  
 Valores en pesos corrientes - circulante y "corralito"



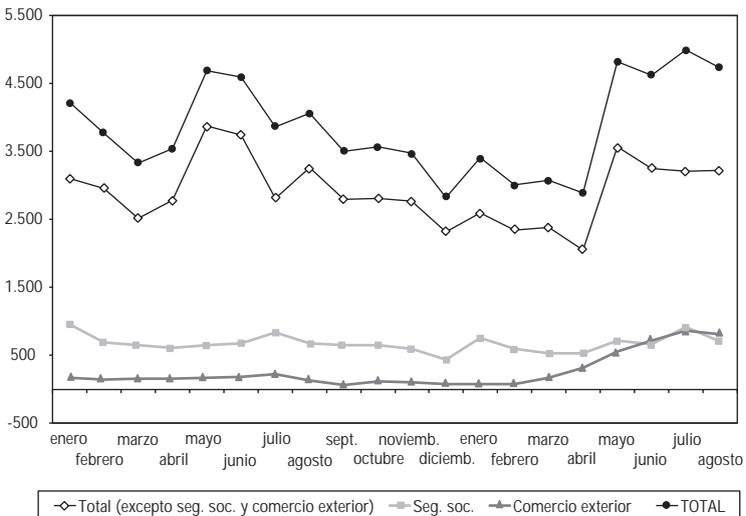
**GRÁFICO 27**  
**PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (SECTOR PRIVADO)**  
 Valores en dólares - circulante y "corralito"



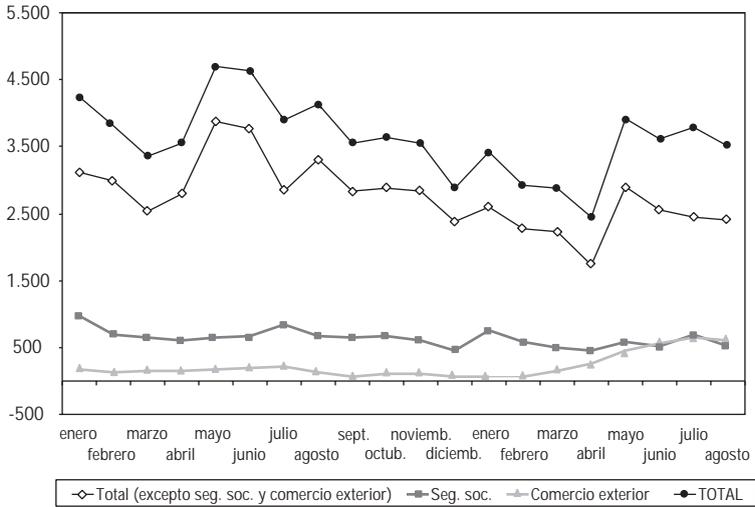
**GRÁFICO 28**  
**PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (SECTOR PRIVADO)**  
 Valores a pesos constantes - circulante y "corralito"



**GRÁFICO 29**  
**RECURSOS TRIBUTARIOS AÑO 2001-2002 A PRECIOS CORRIENTES**  
 (En millones de pesos)



**GRÁFICO 30**  
**RECURSOS TRIBUTARIOS AÑO 2001-2002 DEFLACTADOS POR IPC**  
 (En millones de pesos de 1999)







CARLOS RODRÍGUEZ\*

## **EL ABANDONO DE LA CONVERTIBILIDAD: NI HIPERINFLACIÓN NI CRECIMIENTO**

### **INTRODUCCIÓN**

En esta ocasión hablaré de la convertibilidad y el modelo productivo. Pero antes que nada quiero señalar que de los cinco candidatos que según las encuestas tenían más intención de voto, tres proponían volver a crear empresas estatales de servicios públicos, para que actuaran como “empresas testigo” en sus respectivos mercados. Eso suena muy bonito, pero me lleva a recordar el día 30 de noviembre de 2001, cuando al entonces ministro de Economía se le ocurrió crear el “corralito” para defender al Banco de la Nación y al Banco Provincia, que estaban perdiendo depósitos en favor de los bancos privados. ¿Y qué son el Banco Nación y el Provincia? Son las empresas testigo que tienen la Nación y la provincia de Buenos Aires para que sean los referentes del sistema financiero, y precisamente por salvarlas a ellas se destruyó el sistema financiero y luego la economía argentina.

El abandono de la convertibilidad fue visto por muchos de nosotros como el fin de muchas cosas, entre ellas, el fin de la estabilidad de precios, cuyo castigo iba a ser la hiperinflación. Yo me incluyo entre los que creían que eso iba a pasar, pero no ocurrió.

### **EL MODELO PRODUCTIVO NO GARANTIZA EL CRECIMIENTO**

El abandono de la convertibilidad no generó hiperinflación y el llamado “modelo productivo” no logró el crecimiento. ¿Qué ha pasado? Creo que lo que nos ha ocurrido es totalmente nuevo en la historia de la macroeconomía moderna. A fin de evitar la hiperinflación que se venía por el abandono de la convertibilidad y la destrucción del sistema financiero, nuestros creativos políticos apelaron a la eliminación del derecho de propiedad para mantener el equilibrio fiscal. Esto es muy profundo y en el mundo no hay modelos teó-

\* Universidad del CEMA.

ricos para su análisis. Nosotros estamos acostumbrados a estas groserías, pero explíqueme esto a un alemán, a un norteamericano o a un sueco. No pueden entender que para mantener el equilibrio fiscal se abandonaran los derechos de propiedad, lo cual previno la hiperinflación. Perfecto, no hubo hiperinflación pero, ¿qué pasó? Las violaciones de los derechos de propiedad del modelo productivo crearon pánico en los mercados y eso permitió la vigencia de un tipo real de cambio excesivamente alto, como algunos querían desde hace una década.

Al fin se obtuvo el tipo de cambio alto que muchos desarrollistas y progresistas deseaban hacía mucho. Sin embargo las exportaciones cayeron en términos nominales en 2002, la pobreza subió, el desempleo aumentó, la producción cayó. ¿Por qué? Porque el instrumento que utilizaron para salir de la convertibilidad, o sea para prevenir la hiperinflación, fue destruir los derechos de propiedad; y una economía moderna sin derechos de propiedad no funciona.

Hay modelos teóricos para analizar economías sin propiedad privada pero con propiedad pública, con propiedad mixta o con riesgos en el derecho de propiedad; pero la ausencia de derechos de propiedad es un fenómeno no estudiado por los científicos. Eso es el caos. No hay forma de asegurarse contra la ausencia de derechos de propiedad. Esto quiere decir que si alguien pone una fábrica y se la quitan, no es que haya riesgos de que se la vayan a sacar, sino que efectivamente se la sacan. Entonces la gente busca asegurarse, pero cuando va a cobrar el seguro el gobierno le dice a la compañía de seguros que no cumpla el contrato. De nuevo, no hay forma de asegurarse contra la ausencia de derechos de propiedad.

Si uno va a poner la plata en el banco y se la van a sacar, es mejor ponerla en el colchón. Pero entonces a uno lo secuestran, y por ahí el secuestro lo hace la policía. En definitiva, ¿quién lo puede secuestrar y quién lo va a defender? Nadie sabe. No hay derecho de propiedad, no hay manera de asegurarse. ¿Quién se anima ahora a asegurarse en una compañía de seguros? ¿En qué moneda aseguran las compañías? ¿En pesos o en dólares? ¿Cuánto creen ustedes que valen sus aportes jubilatorios? ¿Ustedes creen que van a cobrar? ¿Alguien tiene confianza en comprar dólares a futuro, por ejemplo? Yo no.

## **VIOLACIÓN DE LOS DERECHOS DE PROPIEDAD**

Les voy a enumerar algunas de las medidas no convencionales que se usaron para instrumentar el modelo productivo. Yo sé que las conocen porque las vivieron, así que las voy a mencionar muy rápido. Son las “vivezas” de violaciones de derechos de propiedad que hemos hecho en los últimos dos años.

Primero, a alguien se le ocurrió bancarizar la economía y decretó que los pagos mayores a 1.000 pesos no eran válidos en efectivo. Yo pagué con mi plata, con mi sueldo, y me sacaron una ley que dice que el pago no es cancelatorio. Yo pagué y mi derecho de propiedad fue violado, porque al ministro se le ocurrió que había que hacerlo con cheque.

¿Y qué se le ocurrió inmediatamente después al ministro?: otra genialidad como poner un impuesto a los cheques, cuya alícuota fue incrementada por sus sucesores. La situación se complicó, se produjeron las corridas bancarias y cambiarias y todo lo que llevó a la situación terminal de noviembre de 2001. Entonces se inventó “el corralito” para salvar a algunos bancos, a los bancos estatales que estaban amenazados por el mercado. Después vino “el corralón”, porque cada violación de un derecho de propiedad va generando un dominó, sobre todo en el sistema financiero. Al corralón siguió el default de la deuda pública. Como se puede observar, son todas violaciones terminales del derecho de propiedad.

Después llegó la devaluación y la pesificación por la que se transfirieron los depósitos a 1,40 pesos por dólar, pero como el dólar alcanzó los 4 pesos, la gente se puso furiosa. Con el corralito y la pesificación apareció una nueva profesión, que se llamó “caceroleros”. Fue el primer grupo de nuevos productores del modelo productivo. Una parte de la población estaba ocupada destrozando puertas de bancos o pegándole con cacerolas a sus vidrieras.

Las deudas bancarias también se pesificaron, algunas 1 a 1, otras 1,40 a 1. Como no se podían pesificar las deudas externas del sector privado, se prohibió el giro de divisas para el pago de deudas, y por si eso fuera poco, se suspendió la Ley de Quiebras. ¡En una economía capitalista se suspendió la vigencia de la Ley de Quiebras! Increíble.

Se perdonaron las deudas, se expropiaron los depósitos y se suspendieron las quiebras. Estas medidas no sólo son malas políticas económicas; son violaciones trascendentes a los derechos de propiedad, escondidas detrás de leyes, decretos leyes, superpoderes, como se los quiera llamar.

Las provincias emitieron cuasimonedas, o sea que arbitrariamente pagaron sus gastos y deudas con bonos. Esto pudo haber pasado alguna vez en la historia argentina, pero en este caso se convirtió en endémico, y todavía las cuasimonedas están circulando. La moneda nacional no sirve para pagar mil pesos, pero si uno va a comprar un auto, una casa o lo que fuera, puede hacer la escritura en patacones, porque en patacones sí se puede hacer un pago de más de mil. ¿Se dan cuenta de lo ridículo que es?

Se puso el impuesto a la exportación, que no es una violación al derecho de propiedad porque es legal. Pero en el mundo civilizado, moderno, un país que quiere ser abierto, que quiere inundar al mundo con sus productos, no puede tener un impuesto a la exportación del orden del 20 por ciento. Eso era algo que ya habíamos abandonado. Hemos impuesto un gravamen a la exportación para financiar la pobreza que generó el modelo productivo, y así se piensa que vamos a salir adelante. Ahora nuestros pobres viven del impuesto a la exportación, con lo cual tampoco exportamos, porque como se habrán dado cuenta, durante 2002 las exportaciones tampoco aumentaron.

## LAS NUEVAS PROFESIONES

Gracias a los nuevos subsidios al desempleo del modelo productivo surgieron los piqueteros. Los piqueteros son personas que integran bandas ar-

madras, con encapuchados, con palos, que hacen lobby para conseguir los 150 pesos mensuales de subsidio que se financian con el impuesto a la exportación. Los piqueteros son la segunda profesión creada por el modelo productivo. De modo que junto a los caceroleros tenemos a los piqueteros, todos ejerciendo al mismo tiempo, mayoritariamente en el centro de la ciudad.

Asimismo se pusieron controles de cambio, como ya sabemos, en distintas versiones. Todo esto es dinámico, fue cambiando a lo largo del último año. Sin embargo, su implementación fue muy peculiar porque el Banco Central empezó a vender dólares a instituciones cambiarias reconocidas o asociadas a unos centavos más baratos que en el mercado para que se los revendan al público. Entonces apareció la tercera nueva profesión del modelo productivo, que son los “coleros”, que compraban esos dólares a las entidades autorizadas y los revendían en el mercado negro para hacer la vil diferencia. No sé si en estos días hay muchos coleros, pero hace unos meses la cantidad de “coleros” era inmensa. Era la villa entera que estaba estacionada en la puerta de las casas de cambio y los bancos. La gente decía “bueno, por lo menos no están robando”. Es verdad, estaban haciendo cola para recibir esos centavos en una actividad tan improductiva como la clásica receta keynesiana de pagar a los desocupados para que hagan pozos y los tapen de nuevo. Es fabuloso el modelo productivo instalado en el último año para reemplazar la convertibilidad: coleros, piqueteros y caceroleros.

Se congelaron las tarifas de los servicios públicos, mayormente a cargo de inversores extranjeros. Uno podría decir que eso no es violación de los derechos de propiedad, pero creo que fuera de ciertos límites de sensatez puede llegar a serlo. Claro que los servicios públicos son monopolios, y que muchos están mal regulados pero eso no convalida la expropiación lisa y llana.

Otra cosa interesante: la cuarta profesión que ha surgido son los secuestradores. Ahora están todos los delincuentes ocupados secuestrando gente, y la razón no es que haya un ejército de liberación o un cartel de la droga que secuestra para presionar al gobierno. Es una profesión que tiene su origen en el corralito, desde que los fondos depositados en los bancos quedaron indisponibles por ley, o porque la gente no pone la plata en los bancos (porque tiene miedo que venga un juez y decrete un amparo a favor de otra persona que tenía su dinero congelado, y entonces el banco tenga que pagarle con el dinero de su caja, y después no tenga plata en caja para devolverle el dinero al depositante). De esta forma los bancos se convirtieron en lugares sumamente inseguros, además llenos de malas palabras que les escriben en las puertas. Consecuentemente, la gente se lleva la plata a la casa: el circulante creció el 90 por ciento, entre noviembre de 2001 y marzo de 2003, a pesar de la crisis financiera.

Cuando la gente se lleva la plata a la casa se produce un fenómeno curioso. Durante el último año del gobierno de De la Rúa los asaltos a los bancos estaban a la orden del día. Se robaban dos bancos por día. De golpe y porrazo no hubo más asaltos a bancos. ¿Para qué los van a asaltar si no tienen plata? Ahora hay secuestros. Secuestran a la gente que tiene la plata en la casa. Hemos logrado una reorganización de los recursos escasos de la indus-

tria del crimen. Los delincuentes rápidamente desplazan sus recursos hacia la actividad más rentable, tal como lo predice la teoría clásica del valor.

## LOS PRECIOS RELATIVOS

Después de catorce meses de modelo productivo, estamos en esta situación: hubo una devaluación altísima, que era de esperar, y que a muchos los habrá puesto contentos, sobre todo a los que les licuó las deudas. Fue una devaluación que produjo profundos cambios en los precios relativos. Son números para pensar. La devaluación fue de más del 200 por ciento y el nivel depende de a cuánto esté el dólar cada día, pero el aumento del índice de precios al consumidor fue de 44 por ciento hasta marzo de 2003. Pero cuidado con ese IPC, porque los precios mayoristas subieron el 120 por ciento, o sea que el IPC, que es una canasta de precios agropecuarios exportables, industriales importables y servicios, subió el 44 por ciento; pero uno de sus componentes creció un 120 por ciento, que son los precios mayoristas (que computan mucho más de exportables e importables). Esto está sugiriendo que los precios comerciados internacionalmente subieron el 200 por ciento, y los precios del resto de las cosas, que conforman el 80 por ciento de lo que se consume en la Argentina, subieron muy poco o nada. Eso es básicamente lo que pasó. Lo veo en el sector en que yo estoy, que es la educación. Pregúntele a un médico, abogado, escribano, cuánto más gana este año, y le va a decir lo mismo que con la convertibilidad en pesos, y a lo mejor menos todavía.

Los servicios fueron estrangulados por el modelo productivo. La prueba está en que el índice de salarios, gracias a los aumentos compulsivos de 100 o 150 pesos, subió el 11 por ciento, en línea con los servicios. Entonces, probablemente, el poder de compra de los salarios en términos de servicios se mantuvo inalterado. Pero en términos de la llamada canasta de los productos alimenticios, que en realidad es internacional porque los alimentos se exportan y sus precios subieron arrastrados por el dólar, por supuesto que cayó. La canasta alimentaria subió un 70 por ciento aproximadamente.

La cantidad de dinero subió casi el 13 por ciento. Uno diría que dentro de todo, con el desastre que hubo algo se salvó. Claro que en dólares ni la miremos, porque se pulverizó. Pero en pesos subió un 13 por ciento, menos que la inflación PAC, que fue del 44 por ciento. Es decir que la economía se ha desmonetizado y además del producto cayó. Pero fíjense la diferencia en los componentes de la cantidad de dinero. El circulante creció el 90 por ciento y los depósitos privados sin Cedros cayeron el 19,1 por ciento (incluyendo Cedros la variación es positiva, del orden del 0,3 por ciento). ¿Cuándo en la historia argentina se vieron cosas así? Son cifras que indican realmente que algo tiene que pasar porque esos números no son sostenibles. Tenemos que tener en cuenta que la situación con la cual estamos comparando fue una situación que duró una década. Si no hubiera sido sostenible, no hubiera durado una década. De golpe se les ocurrió destrozarla, pero se generó una situación absurda, completamente diferente.

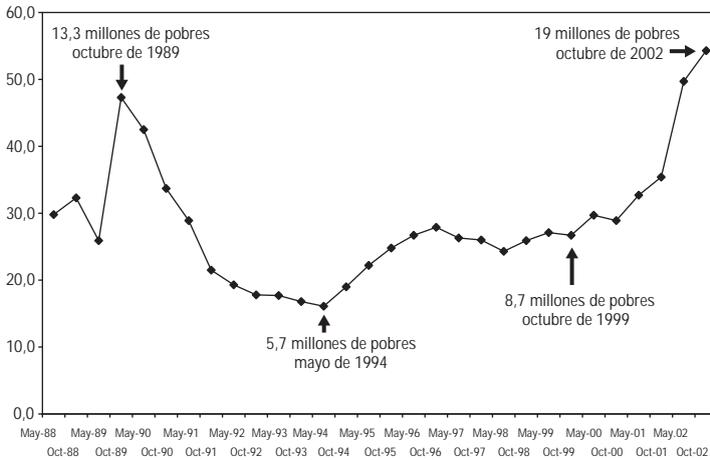
**LA POBREZA**

Ahora hay 19 millones de pobres y la pobreza abarca al 54 por ciento de la población. Dos años atrás, durante el gobierno de De la Rúa, había 8,7 millones de pobres y la pobreza era del 29 por ciento de la población. Con Menem el punto más bajo fue de 5,7 millones de pobres y la pobreza era del 17 por ciento de la población.

Entre octubre de 1999 y octubre de 2002, en sólo dos años, se crearon 11 millones de pobres. Eso no es poca cosa; no sé qué dicen de eso los progresistas.

El PBI cayó un 11 por ciento en el primer año del modelo productivo, la deuda pública sigue en default y se alcanza el mayor superávit comercial de toda la historia, lo cual probablemente a alguno lo debe poner muy contento. Obviamente que el superávit comercial récord se debió a la fuga de capitales y al destroz de la actividad económica, que tiró para abajo las importaciones (pasó lo mismo en 1988-1989). Las exportaciones cayeron un poco, pero hubo superávit comercial porque colapsaron las importaciones.

**GRÁFICO 1  
POR DEBAJO DE LA LÍNEA DE POBREZA  
(Porcentaje de población)**

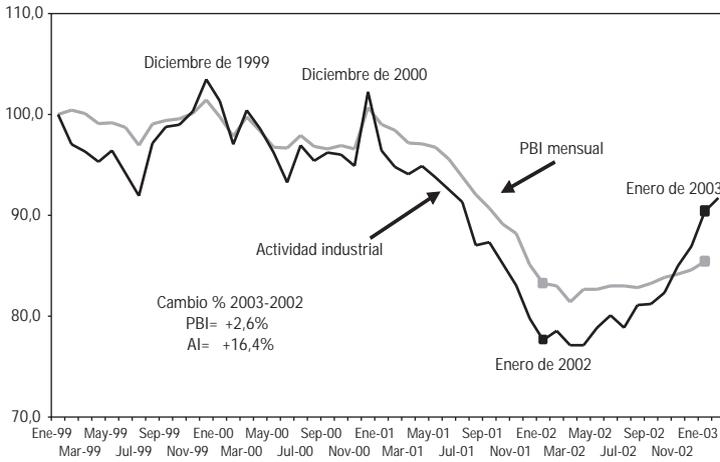


Fuente: CEA-UCEMA sobre la base de datos del INDEC.

**LA LLAMADA RECUPERACIÓN**

Esto es prácticamente el fin de lo que yo tenía para exponer. Hay quienes creen que el próximo gobierno va a solucionar el problema fácilmente. Perso-

GRÁFICO 2  
 ÍNDICES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA  
 Desestacionalizado (Enero 1999=100)



Fuente: CEA-UCEMA sobre la base de datos del INDEC.

nalmente lo dudo. Tres de los candidatos tienen propuestas que son retrógradas y similares a las que nos llevaron a la situación de octubre de 1989. Cuando Menem se hizo cargo en 1989, le llevó más de un año para lograr salir de esa situación y empezar a remontar la cuenta. Ahora estamos peor que en 1989. Tenemos más pobres que en 1989 y además ahora están armados y organizados. Por eso creo que la situación es mucho más grave.

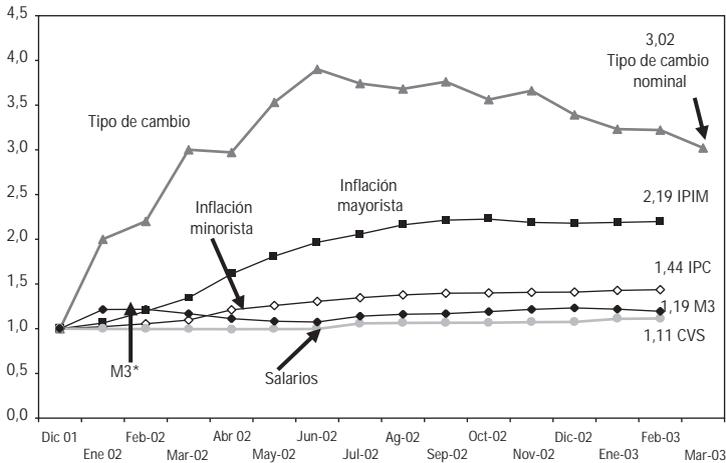
El gobierno cree que hay una recuperación de la actividad económica. Para mí es obvio que dejamos de caer. Existen dos indicadores: uno es el EMI y el otro es el PBI mensual que publica el INDEC. Ambos colapsaron a partir de diciembre de 2000, pero lo que llamamos recuperación a partir de enero de 2002, es porque subió el EMI, que es un indicador mensual de actividad industrial. El PBI, comparando enero de 2003 contra enero de 2002, subió el 3,9 por ciento; la industria subió el 16 por ciento. Eso es obvio que tenía que pasar dado el enorme cambio en precios relativos a favor de la sustitución de importaciones industriales.

Hay una cosa que es clara: tocamos fondo y no hemos logrado superar la creatividad utilizada durante el pasado reciente, sobre todo entre diciembre de 2000 y febrero o marzo de 2002. La profunda creatividad autodestructiva, todas las violaciones a los derechos de propiedad, produjeron una caída rotunda, tocamos fondo y ahí estamos. Pero que se haya dado vuelta la situación y estemos en una nueva Argentina pujante, no ocurre ni en sueños. Que el EMI esté subiendo no nos engaña porque representa un poco menos del 20 por ciento del PBI del país. Hubo una duplicación del tipo de cambio

real, que beneficia a ese sector industrial. Ese sector está bien porque tiene el doble de precio que tenía antes y paga salarios bajísimos gracias a que el 54 por ciento de la población está en la pobreza.

Es obvio que la industria que sustituye importaciones tiene que estar mejor. Pero eso no quiere decir que la población esté mejor, que el país esté mejor. El PBI tampoco lo está. Básicamente está igual que en el piso histórico de enero de 2002, ha crecido el 3,9 por ciento. Ese crecimiento corresponde al empuje del EMI; el resto del PBI, el otro 80 por ciento de la Argentina, sigue estancado en el piso histórico. Esa suba del PBI es el aporte contable del EMI, favorecido por esa devaluación, que sabemos que muchos industriales hicieron lobby para que ocurriera. Ocurrió y eso los benefició. Ahora falta ver el derrame del modelo productivo, más allá de algunos señores que estarán ahora viviendo en Punta del Este o de embajadores en el extranjero, con sus empresas recuperadas.

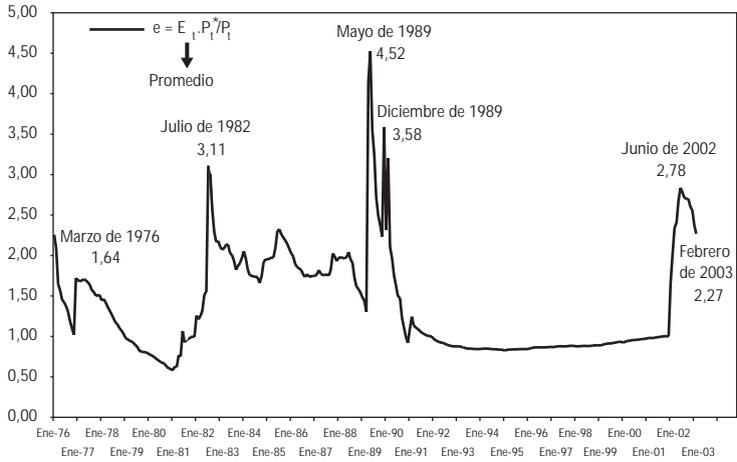
**GRÁFICO 3**  
**TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN Y SALARIOS**  
 (Diciembre 2001=1)



Nota: \* incluye cuasimonedas.

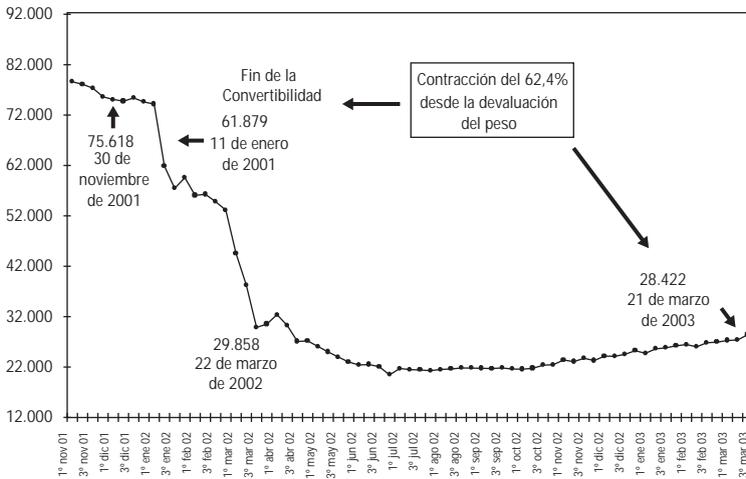
Fuente: Centro de Economía Aplicada UCEMA.

**GRÁFICO 4**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
(Utilizando IPC, diciembre de 2001=1)



Fuente: FMI y CEMA.

**GRÁFICO 5**  
**M3 BIMONETARIO**  
(En millones de dólares)







JULIO NOGUÉS\*

## **INSTITUCIONES INTERNACIONALES, NEGOCIACIONES Y EXPORTACIONES**

### **INTRODUCCIÓN**

Mi presentación cubrirá temas de negociaciones comerciales, lo cual tiene sentido si suponemos que salimos de la jungla de malas políticas a la cual se han referido los oradores que me precedieron. Si no salimos, las negociaciones económicas internacionales pierden significación porque no habrá inversiones ni aumentos de la oferta exportadora.

Mi disertación se centra en cuatro temas, siendo el primero el de las negociaciones multilaterales y la OMC. El cuadro 1 presenta una simulación de

**CUADRO 1**  
**ARGENTINA: IMPACTO DE ACUERDOS**  
**COMERCIALES SOBRE LAS EXPORTACIONES**

	ALCA	NAFTA	UE	GLOBAL
	Cambios en relación a la base (millones de dólares)			
Brasil	-3.400	800	-1.700	-5.600
NAFTA	2.400	2.800	-800	900
Resto de LAC	4.800	500	-1.200	2.800
Unión Europea	900	600	23.200	10.200
Resto del Mundo	1.400	1.000	-3.000	9.700
<i>Total</i>	<i>6.200</i>	<i>5.800</i>	<i>16.300</i>	<i>18.000</i>

Fuente: Banco Mundial (2002).

\* Consultor.

las posibles ganancias en términos de aumento de exportaciones para cuatro acuerdos comerciales que puede firmar la Argentina: con el ALCA, con el NAFTA, con la Unión Europea, y un acuerdo global en la OMC. Los dos últimos aumentarían las exportaciones con relación a los valores actuales en alrededor del 50 por ciento, mientras que con el ALCA y el NAFTA, el aumento es del orden de una tercera parte de los valores actuales.

Sin embargo, en las negociaciones Mercosur-UE, la Unión Europea ha dicho muy claramente que la política agrícola común (PAC) no está sobre la mesa. Estimaciones realizadas para Brasil muestran que si excluimos la agricultura y los productos agroindustriales de un Acuerdo Mercosur-Unión Europea, los acuerdos de libre comercio con el ALCA o con el NAFTA tienen mayor valor económico. Por lo tanto, una primera conclusión ante la posición proteccionista e intransigente que ha tomado la Unión Europea es focalizar más la atención sobre las negociaciones con el ALCA.

## EL SHOCK EXTERNO MÁS DAÑINO

La Unión Europea, como todos sabemos, es la región del mundo que tiene los mayores aranceles, la que más subsidia las exportaciones y la que otorga la mayor asistencia presupuestaria en valores absolutos y relativos. Sin ninguna duda, éstas son las políticas económicas internacionales que más daño le causan a la Argentina. En cuadro 2 están del lado izquierdo algunos aranceles de la Unión Europea. El lunes pasado, es decir hace cuatro días, fracasaron los negociadores comerciales en cumplir con la fecha límite que se había establecido para fijar las modalidades de liberalización del comercio agrícola en la Rueda de Doha. Y fracasar en el cumplimiento de esa fecha es una señal del fracaso de toda la rueda multilateral de Doha. Este fracaso condenaría a la Argentina a enfrentar el proteccionismo agrícola por lo menos durante diez o veinte años más.

Tanto el Grupo Cairns como Estados Unidos proponen una disminución

CUADRO 2  
PROTECCIÓN Y SUBSIDIOS AGRÍCOLAS OTORGADOS POR LA UE

Protección:	UE es la región que:
– Carne bovina: 249%	– Tiene los mayores aranceles.
– Manteca: 216%	– Más subsidia las exportaciones.
– Verduras congeladas: 168%	– Otorga los mayores subsidios presupuestarios
– Leche en polvo: 173%	
– Quesos: 144%	
– Maíz: 109%	

drástica de los aranceles y otras barreras de acceso a mercados. Estados Unidos propone además un arancel agrícola máximo del 25 por ciento mientras que la Unión Europea propone una reducción promedio del 36 por ciento, con un mínimo por línea arancelaria del 15 por ciento. Entonces si se hace la cuenta con los aranceles del gráfico 1, pueden apreciar cómo la oferta de la Unión Europea no abre mercados ni disminuye el proteccionismo agrícola de una manera importante. Por ejemplo para carnes, la propuesta de la Unión Europea es disminuir el arancel de 249 a 159 por ciento, mientras que Estados Unidos propone disminuirlo al 25 por ciento. Para leche en polvo la propuesta de la Unión Europea es disminuir el arancel del 173 al 111 por ciento, mientras que Estados Unidos proponen fijarlo en 25 por ciento. Es decir, para muchos productos la propuesta de la Unión Europea sigue manteniendo barreras prohibitivas y, una vez más, está intentando mostrarnos espejos de colores. Su oferta para aumento de las cuotas, otro de los instrumentos muy proteccionistas, también es pobre. Finalmente, con respecto al acceso a mercados, la Unión Europea propone mantener las salvaguardias agrícolas especiales, que ellos han usado asiduamente, mientras que el Grupo Cairns y Estados Unidos proponen eliminarlas.

Con respecto a los subsidios a las exportaciones (cuadro 3), la Unión Europea ha consolidado en la Organización Mundial del Comercio (OMC), 8.496 millones de dólares anuales, lo cual representa el 62 por ciento del valor de todos los subsidios a las exportaciones consolidados al final de la Rueda Uruguay. Les comento a continuación algunas tasas de subsidios a las exportaciones de la Unión Europea. Para porcinos la tasa de subsidio es del 173 por ciento; para azúcar del 154 por ciento; para manteca del 118 por ciento; para carne vacuna del 57 por ciento; para leche en polvo del 39 por ciento, y para harina del 15 por ciento (OCDE, 2001). Éstas son tasas abismales de subsidios a las exportaciones que son necesarias porque su proteccionismo es tan alto que genera stocks, que tienen que ser vendidos o pudrirse en los centros de almacenaje. Y sólo los pueden vender en los mercados internacionales con estas tasas de subsidios.

CUADRO 3  
SUBSIDIOS A LAS EXPORTACIONES

País	Monto consolidado (Millones de dólares)	Porcentaje
Unión Europea	8.496	62
Estados Unidos	594	4
Canadá	363	3
Resto del Mundo	4.265	31

En ayuda presupuestaria interna, nuevamente la Unión Europea consolidó los valores más elevados: el 51 por ciento del valor total consolidado en la Rueda Uruguay para subsidiar presupuestariamente al sector agrícola.

Esto con respecto al pasado. Pero a futuro: ¿Cuáles son las propuestas en estas áreas? En la rueda de Doha, el Grupo Cairns y Estados Unidos proponen eliminar los subsidios a las exportaciones; mientras que la Unión Europea sólo propone reducirlos parcialmente. En subsidios presupuestarios, el Grupo Cairns propone eliminarlos mientras que Estados Unidos propone reducirlos al valor equivalente al 5 por ciento de la producción agropecuaria. Nuevamente la posición más proteccionista es la adoptada por la Unión Europea.

Resumiendo, tanto en acceso a mercados como en subsidios a las exportaciones y asistencia presupuestaria, hay un abismo entre las propuestas presentadas en la rueda de Doha por el Grupo Cairns y Estados Unidos por un lado, y la Unión Europea por el otro. La Argentina se debe mantener firme en defensa de la propuesta del Grupo Cairns.

CUADRO 4  
AYUDA PRESUPUESTARIA INTERNA

País	Monto consolidado (Millones de dólares)	Porcentaje
Unión Europea	69.858	51
Japón	36.096	26
Estados Unidos	18.466	13
Canadá	3.177	2
Resto del Mundo	10.573	8

## LOS OBSTÁCULOS DE LA UNIÓN EUROPEA

Además, la Unión Europea es el líder en la creación de nuevos temas, incluyendo el establecimiento del principio precautorio por el cual poner nuevas barreras a la importación de organismos genéticamente modificados. Asimismo, Europa establece niveles de estándares sanitarios y fitosanitarios más elevados que los que regula el Codex Internacional, con lo cual también frena importaciones. Recientemente ha introducido otros conceptos como el de bienestar animal, etiquetado, trazabilidad e indicaciones geográficas que terminarán en mayores barreras para nuestros productos.

Sobre la base de todo esto, mi primera propuesta para el próximo gobierno es reforzar la alianza de intereses entre el Grupo Cairns y Estados Unidos, manteniéndose firme en la propuesta presentada por el Grupo Cairns

en las negociaciones de la OMC. Es mejor que la Argentina se oponga a una liberalización simbólica antes de firmar otro acuerdo como el de la Rueda Uruguay, que tanto daño le ha causado.

## LAS NEGOCIACIONES MERCOSUR-UNIÓN EUROPEA

Sin embargo, se está negociando un acuerdo comercial Mercosur-Unión Europea. ¿Y qué es lo que estamos negociando con la Unión Europea? Mientras que a la Argentina le interesan sus mercados de productos agrícolas y agroindustriales, a la Unión Europea le interesan nuestros mercados de manufacturas, de servicios, de compras gubernamentales, y otra serie de temas. Pero, de acuerdo con lo que vimos antes, la Unión Europea le ha dicho al Mercosur de manera muy clara que incluye la política agrícola común (PAC) en la mesa de negociaciones. Esto es una aberración. Para ofrecer un paralelo, sacar la PAC de la mesa es como si nosotros sacáramos el arancel externo común (AEC) de la mesa. Sin la PAC sobre la mesa, las negociaciones Mercosur-UE se encaminan hacia un fracaso (mejor solución) o hacia un gran desequilibrio, lo que tendría costos elevados para nuestro país.

Aparentemente, lo que el Mercosur está negociando con la Unión Europea es un aumento en el sistema de cuotas de la Unión Europea. ¿Tiene esto sentido? Analizando la experiencia de las cuotas europeas, notamos que el porcentaje del uso de las cuotas fijadas en la Rueda Uruguay en trigo, en algunos años se utilizó el cero por ciento de la cuota, es decir, la Unión Europea no importó nada. En quesos utilizó el 54 por ciento; en maíz el 21 por ciento, etc. Entonces el valor económico de las cuotas que estamos negociando con la Unión Europea es casi nulo ya que sujeta un posible acceso al mercado al manejo administrativo y burocrático de las cuotas. Éstas no son cuotas como la Hilton, que administra la Argentina. Las cuotas que se están negociando están manejadas directamente por Europa y administradas en muchos casos por los propios intereses productores asociados a los productos que están cuotificados.

Por eso, la segunda recomendación que tengo para el nuevo gobierno es que hay que evaluar todas las negociaciones comerciales. Mi sensación es que las negociaciones comerciales entre el Mercosur y la Unión Europea, que llevan más de cinco años y han insumido muchos de nuestros escasos recursos negociadores, se dirigen a un gran desequilibrio, con elevados costos para la Argentina y el Mercosur.

Cabe recordar también que a pesar de los importantes esfuerzos negociadores y políticos, el Mercosur no ha llegado a firmar un acuerdo con la Comunidad Andina que fue uno de los grandes objetivos del presidente Cardoso y del actual presidente Lula. El próximo gobierno debe evaluar estas negociaciones para ver en qué estado están y si se están encaminando a un resultado balanceado o desbalanceado con costos para la Argentina.

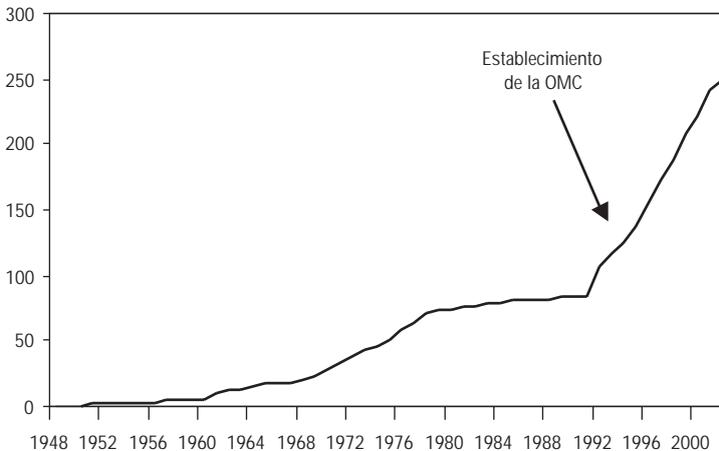
## MERCOSUR ANTE EL AUGE DEL REGIONALISMO

Ante el fracaso del multilateralismo en disminuir el proteccionismo agrícola, ha habido un boom mundial de acuerdos regionales. En los últimos diez años, el número de acuerdos regionales notificados a la OMC ha aumentado en alrededor del 150 por ciento (gráfico 1). Cada acuerdo regional que se firma y en el cual no participa el Mercosur, hay probabilidad de perder exportaciones a los países que acuerdan. Esto es así como consecuencia de los efectos de desvíos de comercio de los acuerdos comerciales.

La probabilidad de desvío de comercio es más alta cuanto más elevado es el proteccionismo, y esto es lo que caracteriza al comercio de productos agrícolas y agroindustriales. Quiero ilustrar con algunos ejemplos. Miremos primero, un par de ejemplos de la Unión Europea. La última expansión fue en el año 1995, cuando se incorporaron Austria, Finlandia y Suecia (cuadro 5) en el que se puede apreciar el aumento de importaciones entre 1990 y 2000, de productos agrícolas y agroindustriales, provenientes de la Unión Europea y de la Argentina. Las grandes diferencias que se observan a favor de la Unión Europea hacen sospechar que ha habido desvíos importantes de comercio.

El primer ejemplo que se presenta se refiere a la participación de la Argentina y la Unión Europea en las importaciones de Suecia de manzanas (gráfico 2). Se muestra la participación de la Unión Europea y de la Argentina. En el año 1994 la participación de la Unión Europea en estas importaciones era del cero por ciento mientras que en el año 2000, es superior al 80

GRÁFICO 1  
NÚMERO DE ACUERDOS REGIONALES  
NOTIFICADOS A LA OMC

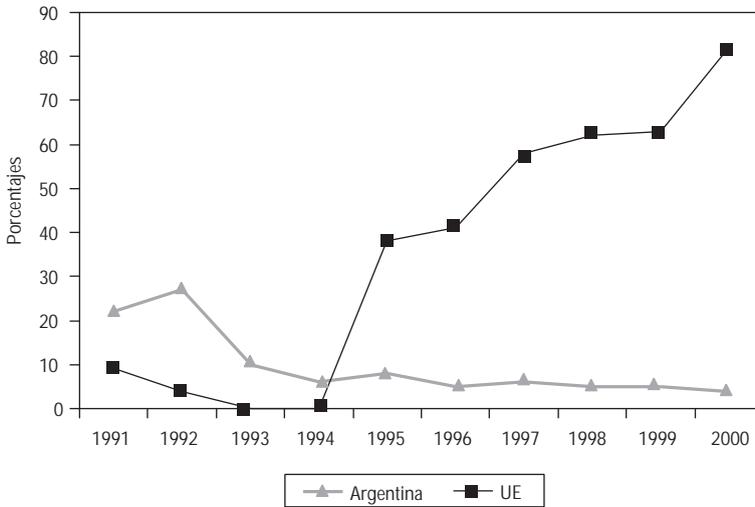


Fuente: OMC.

**CUADRO 5**  
**VARIACIÓN DE LAS IMPORTACIONES AGRÍCOLAS**  
**Y AGROINDUSTRIALES ENTRE 1990 Y 2000**

País importador	Importaciones desde la UE %	Importaciones desde la Argentina %
Austria	106	25
Finlandia	147	3
Suecia	69	-41

**GRÁFICO 2**  
**PARTICIPACIÓN DE LA ARGENTINA Y LA UE EN LAS IMPORTACIONES DE SUECIA DE MANZANAS**

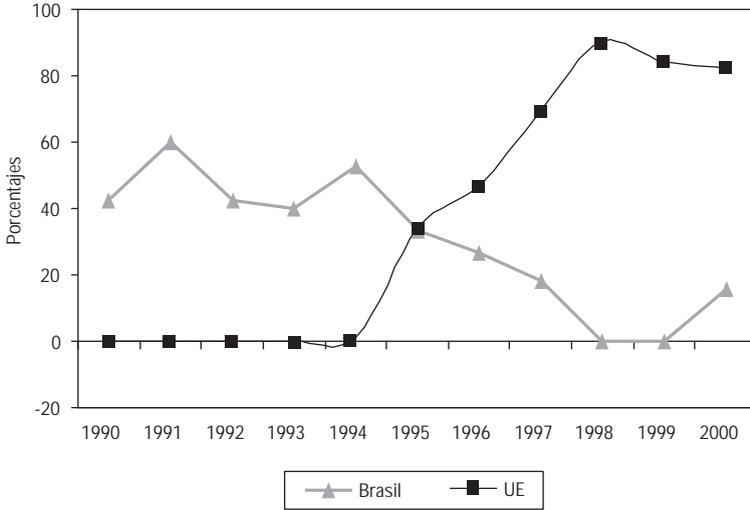


Fuente: EUROSTAT.

por ciento. Por su parte, con posterioridad a la expansión, la participación de la Argentina cae sistemáticamente. Es decir, como consecuencia del desvío de comercio, la Argentina perdió las exportaciones de manzanas a Suecia.

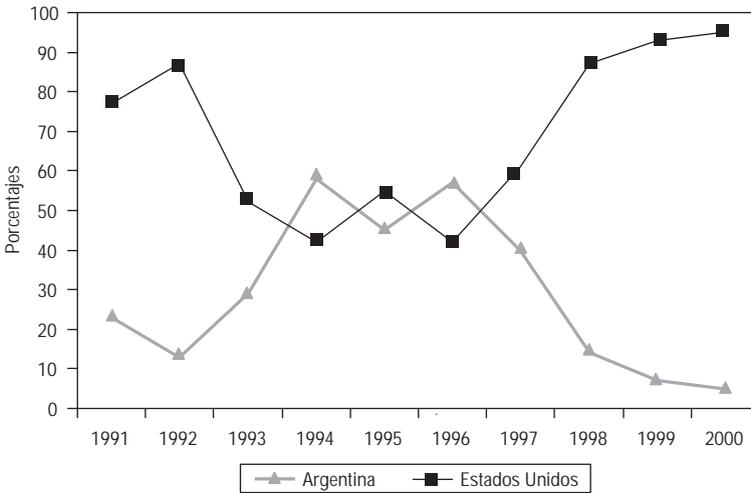
Brasil, otro país agrícola, también ha perdido con el regionalismo de la Unión Europea. Se observan las importaciones de Suecia de jugo de naranja provenientes de Brasil y de la Unión Europea (gráfico 3). Nuevamente la Unión Europea pasa de exportaciones casi nulas a abastecer más del 80 por ciento de las necesidades de Suecia. Por su parte, debido a que el jugo de

**GRÁFICO 3**  
**PARTICIPACIÓN DE BRASIL Y DE LA UE EN LAS**  
**IMPORTACIONES DE SUECIA DE JUGO DE NARANJA CONGELADO**



Fuente: EUROSTAT.

**GRÁFICO 4**  
**PARTICIPACIÓN DE LA ARGENTINA Y ESTADOS UNIDOS**  
**EN LAS IMPORTACIONES DE MÉXICO DE ACEITE DE GIRASOL**



Brasil seguía pagando los elevados aranceles de la UE, con posterioridad a la expansión, pierde las exportaciones a Suecia.

El NAFTA también ha causado desvíos de comercio con costos para el Mercosur. El gráfico 4 muestra que la Argentina perdió exportaciones de aceite de girasol a México. Claramente antes del NAFTA éramos más competitivos que Estados Unidos ya que a pesar de la diferencia de distancia, estábamos exportando cerca del 90 por ciento, mientras que en la actualidad estamos exportando casi cero. En este caso, Estados Unidos nos desplazó del mercado de aceite de girasol de México.

Como dije, en años recientes el número de acuerdos comerciales se ha más que duplicado y en el futuro, el regionalismo promete ser tan o más dinámico que el pasado reciente. Europa se va a expandir hacia el centro y el este; Estados Unidos ya firmó con Chile y Singapur, y está negociando ahora con Australia, Marruecos, Centroamérica y el ALCA, etc.

## EL MERCOSUR EN SU LABERINTO

El regionalismo va erosionando las capacidades exportadoras del Mercosur. A veces los desvíos ya han ocurrido pero también es posible que las inversiones que atraen estos desvíos demoren algunos años en implementarse. Es decir, los acuerdos comerciales ya firmados todavía tienen el potencial de generar desvíos de comercio en contra del Mercosur. ¿Cómo se protege un país de esta situación? Negociando acuerdos comerciales con otros países.

Dos países de América latina que han sabido cubrirse de las consecuencias negativas del regionalismo son Chile y México. Esto lo han hecho avanzando agresivamente en la firma de acuerdos comerciales para proteger sus mercados de exportación. Chile, por ejemplo, ha firmado acuerdos con Canadá, Estados Unidos, Centroamérica, México, Corea del Sur y la Unión Europea.

¿Y el Mercosur? El Mercosur se quedó con Chile y Bolivia y desde entonces, hace ya muchos años, no ha podido avanzar con sus objetivos regionales. En términos relativos, la estrategia regional del Mercosur está paralizada. ¿Cómo puede salir de su parálisis? Como puede salir de su laberinto? Esta pregunta requiere un debate profundo porque creo que va a ser un tema importante para la Argentina durante el próximo gobierno. Para ver dónde está parado el Mercosur es de interés mencionar la declaración presidencial firmada por Lula y Duhalde, en enero o febrero de este año. Al respecto, esta declaración afirma que los objetivos del Mercosur son: (i) "Profundizar la liberalización de los flujos de comercio"; (ii) "Avanzar en una mayor institucionalización del Mercosur", y (iii) Una vez más se reitera el objetivo de crear una moneda común. Profundizar e institucionalizar son procesos que no tienen un principio y un fin. Institucionalizar y profundizar son objetivos que avanzan según sean los progresos de integración, los que a su vez dependen de decisiones políticas. Por ejemplo, la Unión Europea recién ahora, después de más de cincuenta años, está discutiendo la conveniencia de una Constitución Común.

Me parece que los actuales objetivos del Mercosur están totalmente fuera de foco de las urgencias acuciantes de la región, es decir, crear oportunida-

des de negocios y exportación. Entonces en este mundo donde fracasa el multilateralismo y donde el regionalismo está avanzando a pasos gigantescos, la Argentina y el Mercosur deben preguntarse cómo harán para proteger sus mercados de exportaciones. ¿Es posible que el Mercosur adopte objetivos regionales más agresivos? ¿Si lo hace, puede implementarlos? Éstas, a mi modo de ver, son preguntas importantes para defender los intereses de la Argentina. Si las respuestas a ambas preguntas son negativas, entonces debería considerarse seriamente la conveniencia de transformar el Mercosur en un acuerdo de libre comercio. Es más exitoso un Mercosur donde sus países miembro progresan que un Mercosur estancado, donde los miembros no se ponen de acuerdo en los temas sustanciales.

Por lo tanto, mi tercera propuesta es que el nuevo gobierno evalúe urgentemente el grado en que el Mercosur facilita o dificulta el crecimiento de las exportaciones y que proponga políticas acordes. Creo que hay que llevar un debate muy inteligente dentro del Mercosur, porque este tema afecta el futuro económico de los cuatro países.

## NEGOCIADORES Y TRANSPARENCIA

Finalmente quiero presentar una breve reflexión con respecto al profesionalismo y transparencia en la administración de las negociaciones regionales. Primero quiero recordar que los acuerdos comerciales también son el producto de los mejores abogados de las compañías más grandes del mundo. Estos abogados desarrollan letra chica que luego nuestros negociadores no leen y el resultado es que muchos acuerdos están minados y terminan explotando en las manos de nuestros productores. Por ejemplo, esto ocurrió con nuestros productores de miel.

Para hacer las cosas peores aún, algunos negociadores mediáticos pregonan sus éxitos llegando a afirmar que sus gestiones han tenido éxito en abrir mercados por miles de millones de dólares. Estos negociadores o no se dan cuenta de lo que dicen o en su objetivo de mostrar sus logros y no sus fracasos, ignoran el hecho fundamental de que cada año la Argentina enfrenta mercados más cerrados y no más abiertos. Éstos son también los negociadores que pronostican que en unos pocos años la Argentina duplicará sus exportaciones desconociendo dos hechos: (i) que la capacidad ociosa de las industrias exportadoras es baja y (ii) que debido a la falta de seguridad jurídica y otras falencias institucionales, no habrá inversiones, y lo más probable es que en ausencia de mejores políticas económicas, la Argentina no podrá exportar mucho más.

Estos hechos, al distorsionar la realidad, también afectan la urgencia con que deben introducirse remedios. En resumen, la falta de profesionalismo y transparencia en el manejo de las negociaciones son elementos que terminan aumentando los costos para la Argentina. Por eso mi cuarta y última propuesta se refiere a la urgente necesidad de profesionalizar las negociaciones comerciales.

## **PANEL II**

**De la recuperación al crecimiento**





---

BERNARDO KOSACOFF\*

## INTRODUCCIÓN

Estamos convencidos de que no existen pensamientos mágicos y fundamentalistas que permitan la recuperación de la Argentina. Sin lugar a dudas, generar un nuevo consenso de ideas a través de un ejercicio colectivo, interactivo y pluralista creo que puede dar una luz de optimismo a esta difícil tarea de recuperar la viabilidad en nuestro país. Haré algunos comentarios desde la microeconomía, que me parece que son absolutamente fundamentales. No existe la menor duda de la inestabilidad de nuestra economía y podemos llegar a esa conclusión simplemente con ver la gráfica de la evolución del Producto Bruto Interno, a precios constantes y en pesos. Podemos ver que estamos en una economía altamente inestable. Esto ha justificado plenamente la preocupación en los aspectos monetarios y fiscales, como aspectos esenciales y condición necesaria para pensar en cualquier normalidad del sistema económico. Pero simultáneamente estamos convencidos –yo en particular lo estoy– de que es necesario revisar cuáles son las microfundaciones sobre las cuales se ha armando la agenda de la política económica. En este sentido, tengo la impresión de que han ocupado un lugar secundario y de que existe un vínculo muy fuerte en términos del comportamiento de los agentes económicos y la propia consistencia de los programas macroeconómicos.

Con toda la historia de estos cuarenta años de FIEL, con nuestros treinta años de CEPAL y demás, podemos afirmar que la Argentina es un laboratorio para muchas cosas, entre otras, para decir cómo los agentes económicos pueden tomar decisiones y cómo pueden generar rutinas de aprendizaje de crecimiento y tomar estrategias en contextos de alta incertidumbre y de baja calidad institucional.

En el imaginario colectivo, permanentemente se dice que la Argentina no tiene empresarios. Yo tengo la impresión de que es espectacular que tengamos

\* Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

organizaciones empresariales bajo el contexto en el cual nos tuvimos que desenvolver. Frente a esto voy a hacer un pequeño balance de cómo quedamos al final de la convertibilidad, porque creo que hay un diagnóstico relativamente pobre sobre muchos matices, pero en particular en términos de cuál es el aparato productivo y qué empresas nos quedan al final del régimen, a principios del 2000. En segundo término quiero mencionar, con alguna sorpresa y alguna explicación, cómo las empresas están transitando este mundo de ruptura de contratos, tan caracterizado por mi colega Carlos Rodríguez. También quiero hacer algún comentario final en términos de mantener el optimismo, porque la Argentina tiene un potencial para recuperar su crecimiento y obviamente a ese crecimiento hay que ponerle reglas de juego adecuadas para que se pueda materializar y para que la Argentina recupere la capacidad de crecer, y, básicamente, la dignidad, a través de la creación de empleos formales y a través de la recuperación de la calidad institucional. Vayamos al primer aspecto que es analizar rápidamente la convertibilidad de los años noventa.

## **LAS ESTRATEGIAS EMPRESARIALES EN LA CONVERTIBILIDAD**

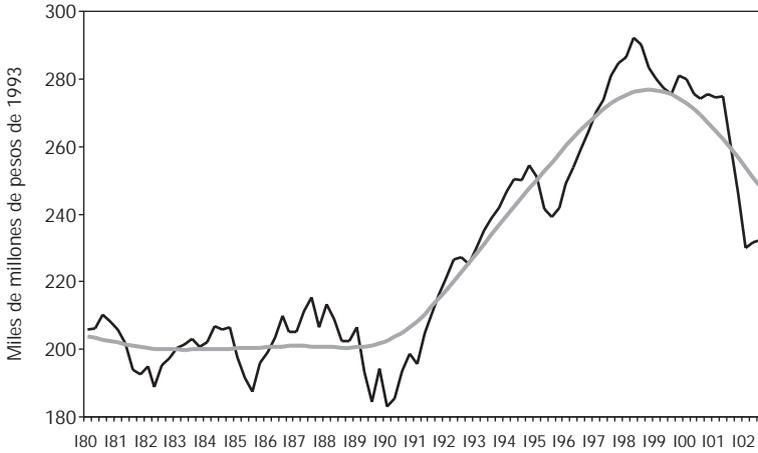
Durante la convertibilidad crecimos mucho desde 1991 hasta 1998 y luego incide el shock externo que no se pudo superar y caímos en el ciclo recesivo, hasta la pequeña recuperación que tenemos ahora. Si tenemos que analizar cómo los agentes económicos desarrollaron su base de negocios en toda esa etapa de gran crecimiento, en particular hay que mencionar tres aspectos que fueron determinantes para las conductas que observamos.

El primero tiene que ver con un proceso notable de apertura económica. No sólo de rebaja de aranceles, donde pasamos de más del 100 por ciento al 15 por ciento o al cero por ciento con Brasil y los otros países del Mercosur, sino de reconocer que hubo una apreciación cambiaria que generó una facilidad muy notable para introducir productos importados.

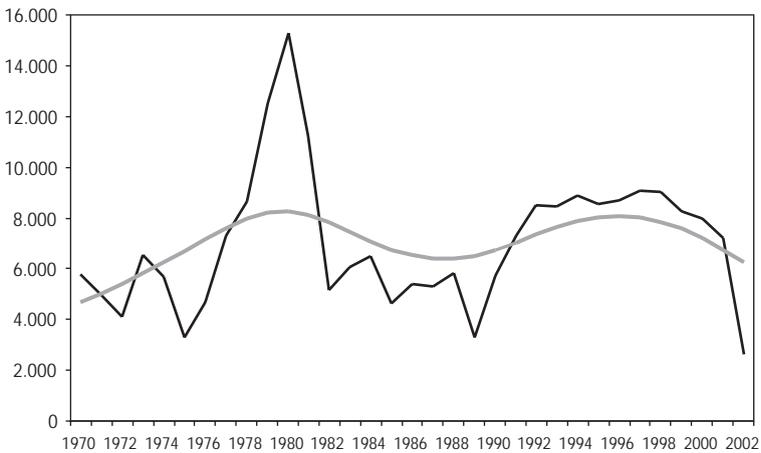
El segundo aspecto que quiero remarcar es que había que desarrollar negocios con un mercado sumamente importante, que es el mercado de capitales, que tenía altas imperfecciones, que se corrigieron con las normas de Basilea Plus, en términos de solvencia, capitalización, prudencia y otros ítem después de la crisis del tequila, pero que no generó los fondos suficientes ni la capacidad de evaluación ni las condiciones para que se puedan desarrollar los negocios en la Argentina. En esencia, se prestó al sector público, se prestó para hipotecas agrícolas e hipotecas urbanas y quedó muy poca plata para el aparato productivo, y el 90 por ciento de esa poca plata estuvo concentrado en cien empresas. El resto se prestó a tasas de interés y con sistemas de evaluación muy incompatibles con el desarrollo de los negocios.

El tercer aspecto que es esencial, es que en la transición de un modelo de economía cerrada o semicerrada a una economía abierta, nos olvidamos de algunas cosas, de las que se ocupan los países más modernos que tienen los mejores desempeños: poner las reglas de juego y las instituciones adecuadas para el fenómeno de la creación de mercados. Esta variable, que sin lugar a dudas es una de las condiciones fundamentales para desarrollar negocios,

**GRÁFICO 1**  
**PBI DESESTACIONALIZADO**  
**A precios constantes y tendencia Hodrick-Prescott**



**GRÁFICO 2**  
**PBI POR HABITANTE EN DÓLARES DE 2000 Y TENDENCIA HP**



en la Argentina tiene una serie de falencias muy fuertes. En particular, y sobre todo en relación con las empresas, durante la convertibilidad nos enfrentamos con la ausencia no sólo de algunos aspectos como mostró Julio Nogués, sino también con la necesidad de tener instituciones y jugar en términos de nuestras negociaciones internacionales.

También, en términos de las reglas de juego, aprendimos que tenemos que tener mecanismos para la innovación, para la calificación de los recursos humanos, para difundir los sistemas de gestión y de calidad, etc. En la Argentina, esas reglas de juego tuvieron políticas escasamente fondeadas, y cuando había fondos para esas actividades, fueron escasamente evaluadas, por lo cual los beneficios privados no coincidían necesariamente con los beneficios públicos.

En ese contexto, ¿las respuestas fueron únicas? No. Fueron totalmente heterogéneas. A partir de ahí apareció un elemento que es muy importante para tratar de entender estas conductas, porque va a ser el caldo de cultivo de lo que tuvimos al final de la convertibilidad. Tuvimos una etapa de respuesta altamente positiva en la cual la Argentina logró los mejores estándares de productividad internacionales, ya que nos ubicamos con modelos de organización de la producción que son similares a los mejores del mundo, básicamente, en dos áreas: recursos naturales e insumos básicos.

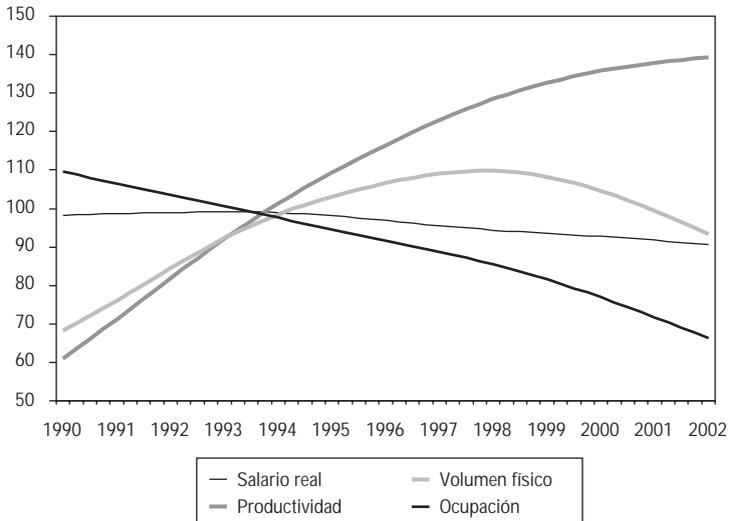
## LOS RECURSOS NATURALES Y LOS INSUMOS BÁSICOS

Para ser redundantes con la palabra “natural”, nos parecía natural que seamos eficientes en recursos naturales, aunque hacía varias décadas que la Argentina había estancado el crecimiento de los recursos naturales. De repente nos dimos cuenta de que podíamos dinamizarlos y que no solamente venían de la Pampa húmeda y de la revolución de los cultivos oleaginosos –en particular de la soja–, con métodos de producción absolutamente distintos a los del pasado, sino que los acompañaban la minería, el sector forestal, la reestructuración energética, el área de pesca y otros.

Un elemento que tenemos que tomar como punto de partida para pensar el futuro del crecimiento es tratar de asumir lo que somos. Una de las cosas que somos es un país con abundantes recursos naturales, que los podemos seguir expandiendo, que están escasamente aprovechados y que generan un terreno que es sumamente importante para discutir el modelo de desarrollo económico.

La segunda área donde hubo una respuesta muy importante fue donde ya había un punto de partida significativo al inicio de la convertibilidad. Por ese entonces ya habíamos reestructurado toda la industria siderúrgica y en particular el área de tubos de acero, habíamos desarrollado los polos petroquímicos, el aluminio, las fábricas de pasta de papel, habíamos aumentado la capacidad del cemento, habíamos reconvertido las refinerías de petróleo. En todos esos insumos básicos, los *commodities* industriales, la Argentina también tiene las mejores plantas del mundo operando a escala internacional, con condiciones de eficiencia internacional. También hubo otro sector con mucha política pública y con mucha más heterogeneidad, que fue el sector automotor. Estos tres sectores: recursos naturales, inversiones básicas y complejo automotor, fueron los que dinamizaron las exportaciones que se produjeron en la década de 1990. Teníamos una nueva especialización, con una economía mucho más primarizada.

GRÁFICO 3  
NATURALEZA DEL AJUSTE MICROECONÓMICO EN LA INDUSTRIA  
MANUFACTURERA EN LA DÉCADA DE 1990



A partir de estos elementos aparecieron islas sumamente interesantes, y que son evidencias micro de que esta sociedad puede pasar a un mundo más sofisticado. Un mundo que justamente requiere más densidad de contratos, mejor calidad institucional, mejores vínculos entre las empresas, mejores di-

CUADRO 1  
MAPA INDUSTRIAL (MATRIZ I-P, 1997)

Intensividad relativa	Ramas industriales	Total industria manufacturera (en %)		
		VBP	L	M
K e insumos importados	Automotriz, maquinaria eléctrica, químicos, fármacos, audio, envases	32,8	22,6	64,2
K e insumos locales	<i>Commodities</i> , bebidas, cosmética y limpieza, línea blanca	28,5	13,8	15,5
L e insumos importados	Bienes de capital y componentes	5,5	9,0	8,4
L e insumos locales	Bienes de consumo no durables y semidurables	33,3	54,6	12,0

fusiones de conocimientos, más calificación del recurso humano y demás. Pero éstas fueron pequeñas islas que, si las sumamos, no tuvieron un impacto macro. Nos sorprendíamos de las buenas experiencias de los vinos finos en Mendoza, de los limones en Tucumán, de las golosinas de ARCOR, de los lácteos en Santa Fe, de las cajas de cambio para automotores en Córdoba, de las válvulas en Rafaela, de la fruta en el sur, etc. Es así que nos demostramos que podíamos producir con más calidad, con más valor agregado, con más entramado de pequeñas y medianas empresas, con productos en los mercados internacionales, que podíamos vender con más márgenes.

## LAS CONDUCTAS DE SUPERVIVENCIA

¿Qué pasó con el resto? Muy sencillo. Por una parte, hubo muchas empresas que cerraron porque no pudieron sobrevivir y, por otra parte, se crearon muy pocas empresas, y éste fue uno de los elementos que más afectó el buen desempeño de la economía durante ese período. El resto tuvo una actitud defensiva, con una notable modernización generalizada, incorporación de nuevas técnicas organizativas, un poco de incorporación de maquinarias, donde la gente claramente fue mucho más eficiente de lo que era durante la sustitución de importaciones, pero sin cambiar radicalmente su modelo de organización.

Cuando comparábamos esas unidades productivas con lo que estaba pasando en la frontera técnica internacional, las brechas de productividad eran tan altas como las teníamos en el modelo de la economía cerrada. La pregunta esencial que nos hacemos es, en ese contexto de apertura, cómo podían esas firmas sobrevivir y cómo desarrollaban su estrategia de negocio sin ser eficientes. Básicamente, lo hacían a través de tres esquemas: 1) fabricando un poco, aprovechando los activos específicos que habían ido acumulando; 2) ensamblando mucho, viendo que a través de la incorporación masiva de insumos, partes y componentes por la vía de las importaciones lograban reducir los costos de manufacturas y de esa forma podían competir; 3) las propias empresas eran las que importaban los productos y potenciaban sus cadenas de comercialización en el mercado interno para desarrollar sus capacidades. En ese contexto, en la micro, mucha gente sobrevivió.

Cuando sumábamos estos compartimientos microdefensivos teníamos los problemas macro que todos conocemos, en particular la distorsión que se creó en el mercado del trabajo, donde la demanda directa e indirecta de empleo fue mucho menor, en particular en el sector manufacturero, que durante la convertibilidad expulsó el 40 por ciento de la mano de obra. Básicamente, la política económica generó el fenómeno de un extraordinario crecimiento del Producto Bruto, un fenomenal crecimiento de la productividad, pero con expulsión de mano de obra.

El segundo elemento que apareció es que de este lado defensivo los saldos del comercio exterior eran altamente negativos: importábamos mucho pero no había ningún patrón de especialización, ni nada con lo cual podíamos competir con lo que estábamos haciendo desde estos sectores.

El tercer elemento, más complicado, fue que pasamos a la forma más sencilla de resolver el problema tecnológico, que es esencial para el crecimiento. Todos sabemos que, en las nuevas teorías del crecimiento económico, no solamente es la dotación de los factores lo que nos explica el desempeño, sino nuestra capacidad de innovación, de generar conocimiento técnico y nuestra calidad institucional. Estos factores son determinantes de ese desempeño, pero pasamos a la forma más sencilla de ir a las mejores tecnologías de producto, que fue ensamblando. Pero al mismo tiempo desarrollamos muy poco en tecnología de proceso, esto es, la capacidad de generar conocimiento endógeno en la planta.

¿Al final de esto qué tuvimos? En la convertibilidad tuvimos claramente un nivel de ingresos muy alto, que podíamos mantener porque nos endeudamos, porque vendimos muchas empresas públicas y también muchas empresas privadas. El proceso de fusiones y adquisiciones fue el elemento más importante de la lógica empresarial de aquel período. Se vendieron alrededor de mil empresas nacionales por un monto cercano a los 60.000 millones de dólares, y ahí viene otro elemento sobre el cual tenemos que ver qué es lo que somos para pensar el futuro. Y lo que somos ahí es básicamente una economía que ha tenido un proceso de extranjerización muy notable. Cuando vemos los datos del año 2000, de las 500 empresas más grandes del país, 325 son de capital extranjero; en términos de valor agregado, el 84 por ciento del valor agregado de ese grupo empresarial pertenece al capital extranjero. Éste es otro de los puntos sobre el cual nuestra sociedad tiene que empezar a pensar, una sociedad donde participan las principales empresas transnacionales del mundo. Lo que queremos ver es cómo esas empresas nos pueden generar más externalidades y dar un mejor alimento para nuestro crecimiento.

## **SOBREAJUSTE MAYOR A LO QUE REQUERÍA LA ECONOMÍA**

A partir de 1998 se produjo la brutal recesión. Y si los 9.000 dólares per cápita y por año de mediados de la década de 1990 fue un nivel que claramente no lo podíamos sostener, lo que aparece hoy en términos de la base productiva es que los 3.000 dólares per cápita significan un sobreajuste mucho mayor de lo que requería la economía. Básicamente, en términos de recursos naturales y de *commodities* industriales, tenemos un excelente punto de partida. Tenemos las mejores empresas transnacionales, no necesariamente generando mucho valor agregado, pero que conocen perfectamente nuestra sociedad, y que en términos de infraestructura, que es un elemento fundamental para la competitividad sistémica, podemos hablar mucho. Vamos a encontrar miles de críticas sobre el aparato regulatorio sobre el cual se hizo el proceso de privatizaciones y qué significó esto en términos de equidad y eficiencia, pero no podemos negar, comparándonos hoy con quince años atrás, que en términos de infraestructura la mejora que tuvo la Argentina fue absolutamente espectacular, en telecomunicaciones, energía, puertos, etc. Se montó una infraestructura para una sociedad de 9.000 dólares per cápita y

hoy tenemos un punto de partida muy importante para generar condiciones de competitividad sistémica.

En el tema de recursos humanos, a pesar de todos los problemas del sistema educativo y demás, la Argentina sigue teniendo un potencial y un capital muy importante. En términos de aquellos aspectos que son los esenciales para sostener la competitividad en el largo plazo –sabemos que los factores de competitividad-precio son muy poco fuertes como para poder ser la base del crecimiento, lo que es importante es la capacidad de innovación, de diseño, la interacción, etc.–, nuestro país, a pesar de todo y en particular nuestras áreas urbanas, siguen siendo el área de localización más sofisticada para producir productos con calidad, con diseño, con marca, con innovación, etc.

¿Qué pasó en la gestión micro a partir del año 2002? La verdad es que nos encontramos con algunas sorpresas. De la economía argentina que llegó a importar cerca de 32.000 millones de dólares, en los cuales había un componente muy importante de bienes de consumo final, bajamos a importar 8.900 millones de dólares, donde prácticamente desaparecieron los bienes de consumo final. Incluso tuvimos la sensación de que nos íbamos a encontrar con mucho desabastecimiento y con productos de muy baja calidad. El otro fenómeno que íbamos a encontrar, a nivel de las empresas, es que las firmas venían de cuatro años de estancamiento, habían invertido mucho en todo el período de 1996-1998, y esperaban retornos que no tuvieron, con lo cual se sobreendeudaron. A esto se agregaron los bajos retornos que tuvieron entre 1998 y 2002, donde básicamente las empresas tenían una situación muy complicada de endeudamiento, con deudas en una moneda que era el dólar y un flujo de ingresos en otra moneda que era el peso, lo cual generaba un problema adicional muy complicado, a lo que se sumó la ruptura generalizada de contratos. Cuando uno hablaba con cualquier empresa a fines de 2001 y principios de 2002, se daba cuenta de que la mayor parte de ellas pensaban que no pasaban la tormenta y que iban a cerrar.

En la realidad, por suerte, prácticamente no hubo cierres de empresas. Otra de las sorpresas fue que el producto que colocaron en el mercado era de mejor calidad que lo que se esperaba, y además los desabastecimientos que tuvimos fueron mucho menores de lo que se pensaba. Esto nos está demostrando que después de todos estos cambios de las décadas del setenta, ochenta y noventa, hubo aprendizajes, conocimiento de lo que pasaba en el mundo, y en realidad tuvo una mejor respuesta de la base productiva porque de alguna forma hubo un conocimiento mucho más profundo y procesos de aprendizaje que permitieron dar una mejor respuesta a lo que estaba pasando.

## RECOMPOSICIÓN DE MÁRGENES

Obviamente, lo que pasó en 2002 fue una situación en que las empresas vendieron menos de lo que vendían en momentos normales, pero hubo una recomposición de márgenes absolutamente notable. Y esto da un ajuste que no es el más adecuado para el desarrollo económico. Todos sabemos que lo

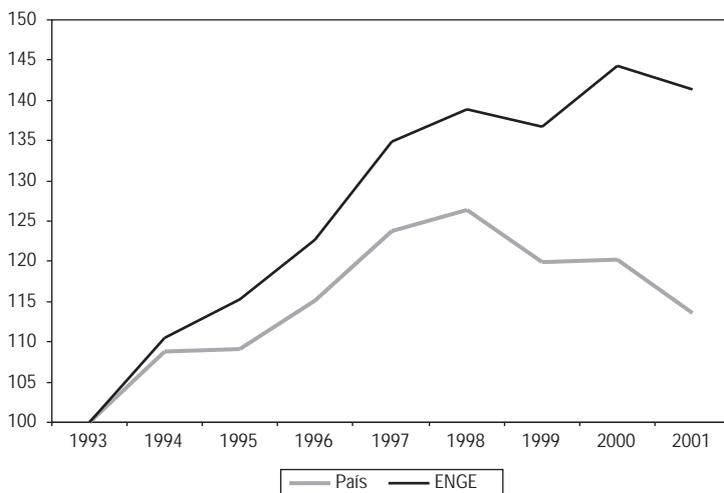
importante es vender mucho con márgenes normales y acá hubo un ajuste de cantidad con márgenes muy buenos por parte de las firmas. ¿Por qué hubo márgenes muy buenos? Por todos los temas de cambio de precios relativos que ustedes vieron anteriormente. Básicamente, las firmas pasaron a vender al contado; no tenían que vender como en la convertibilidad a 120, 150 días, pagando tasas de interés del 25 o 30 por ciento reales para mantener una cadena de pagos que no tenía ningún tipo de interés. Las empresas, no es el caso de servicios privatizados, mejoraron los precios en torno al 100 por ciento en un contexto en que sus costos –los salarios, los servicios, los alquileres– están prácticamente congelados. También, es innegable que se paga la menor cantidad de impuestos posible. Esto da que con un ajuste de cantidades y con costos operativos y financieros que están congelados o disminuyendo, ha habido una recomposición de márgenes importantes.

¿Es ésta una solución de largo plazo? No, evidentemente no. Lo que ha sucedido es que las empresas encontraron un refugio. Esto es una muy buena noticia porque el aparato productivo sigue latente y las empresas no cerraron. Esta recomposición de márgenes les permite sobrevivir. Obviamente, para el crecimiento de largo plazo lo que importa, lo que es necesario es invertir, y básicamente invertir en sectores transables, que son los que más se necesitan, porque en el sector de los bienes no transables hay una sobreinversión importante por algunos años. También es importante crear empleos formales, tener estrategias de negociaciones internacionales y crear estrategias para acceder a terceros mercados. Una serie de cosas que significa invertir plata en el presente que compromete el futuro y que uno hunde capital, y obviamente lo que se requiere es tener mayor certidumbre, y estas decisiones no se están tomando.

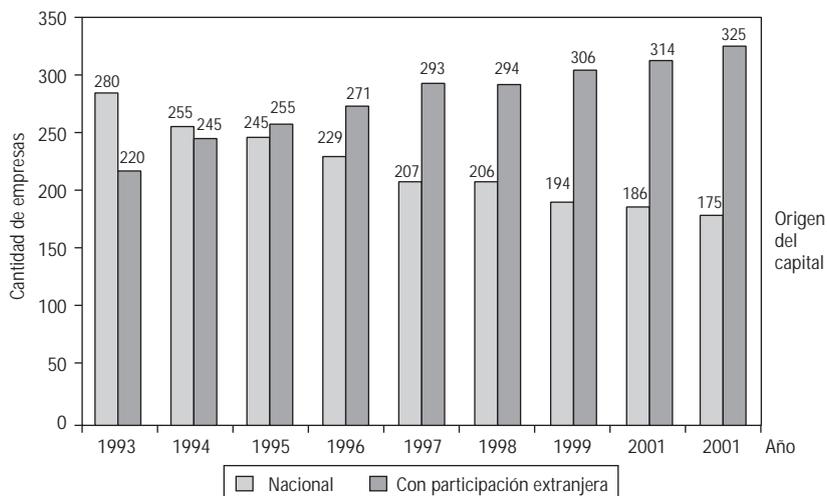
Uno observa un aparato productivo que tiene una capacidad de producción muy importante, que no se ha destruido en esta transición, y que tiene toda la posibilidad para recuperar el crecimiento. Pero esto va a depender de las decisiones de disminuir la incertidumbre y de mejorar la calidad institucional. Es fundamental pensar que la Argentina tiene la capacidad de salir adelante rompiendo todos los falsos dilemas que nos estuvieron atando desde hace mucho tiempo. Particularmente el falso dilema entre empresas grandes y empresas chicas, lo que importan son todas las tramas productivas; el falso dilema entre políticas y mercado, lo que importa es poner buenas instituciones y regulaciones para crear los mercados y vivir en economías abiertas y competitivas. También el falso dilema que existe entre salarios bajos y productividad. Lo que la Argentina necesita es producir con alto valor agregado. Nuestra competitividad no está dada por los salarios bajos, lo que tenemos que generar son cadenas de valor en donde produzcamos con calidad, con diseño, con tecnología; y básicamente recuperar la dignidad. ¿Cómo? Creando empleos formales, rompiendo esta tendencia de la exclusión, ya que es absolutamente imposible poder desarrollar un proceso de crecimiento si no tenemos una mayor equidad social.

**ENCUESTA NACIONAL A GRANDES EMPRESAS**  
**Datos básicos 1993-2000, preliminares 2001**  
**INDEC-CEPAL**

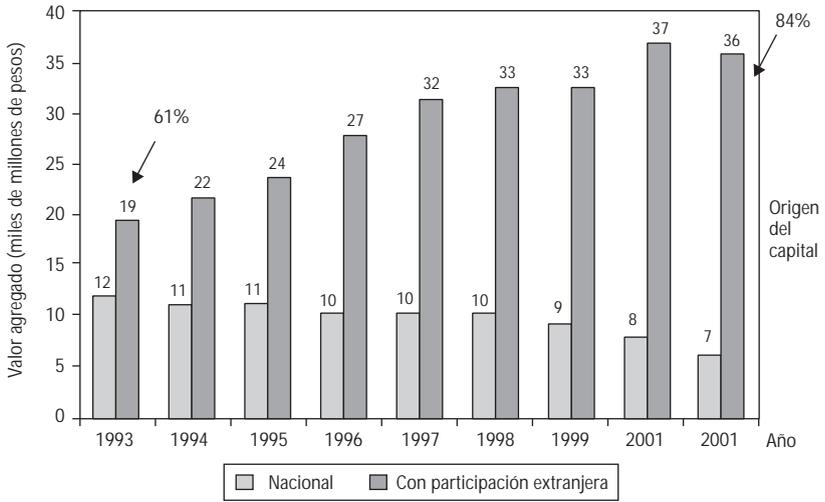
**GRÁFICO 4**  
**EVOLUCIÓN DEL VALOR AGREGADO DE LAS GRANDES EMPRESAS**  
**Y DEL TOTAL DEL PAÍS**  
**NI 1993=100**



**GRÁFICO 5**  
**CANTIDAD DE EMPRESAS POR ORIGEN DEL CAPITAL**



**GRÁFICO 6**  
**VALOR AGREGADO POR ORIGEN DEL CAPITAL**



**GRÁFICO 7**  
**EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE EXPORTACIÓN DE LAS GRANDES EMPRESAS**

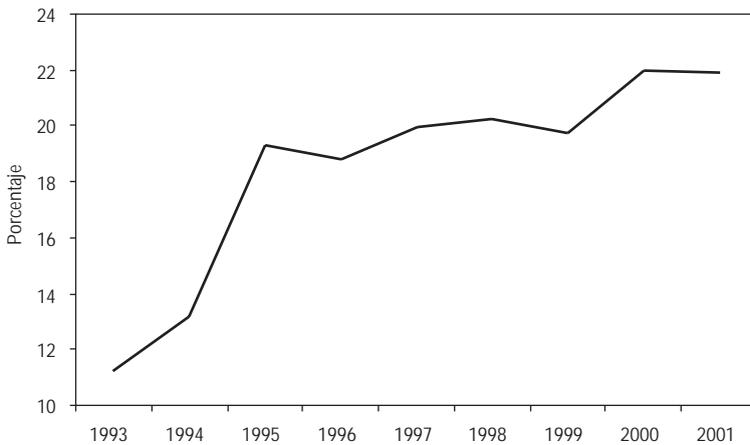


GRÁFICO 8

LA IBF ACUMULADA Y LA OCUPACIÓN DE LAS GRANDES EMPRESAS 1993-2001

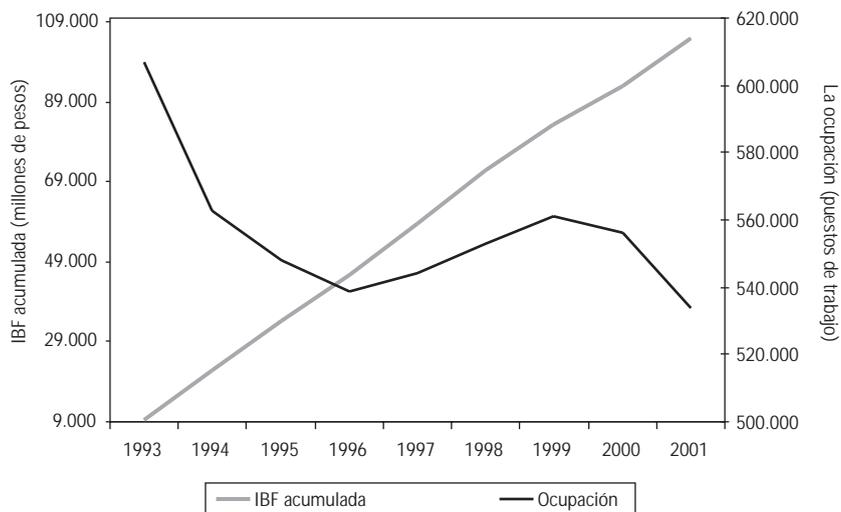
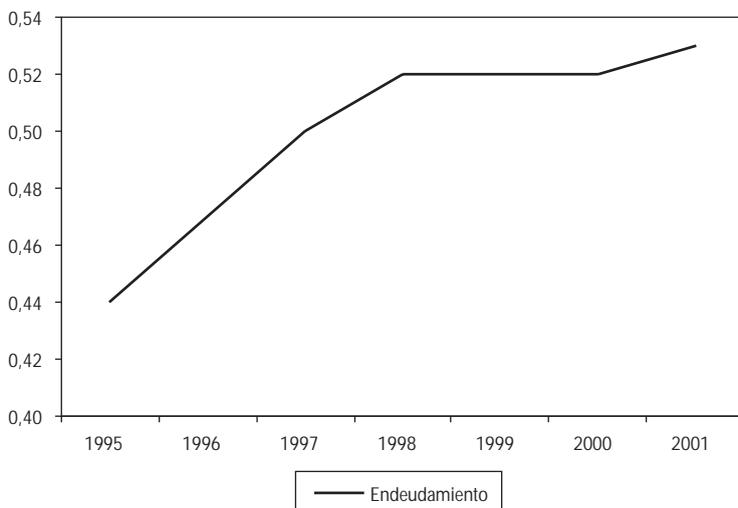
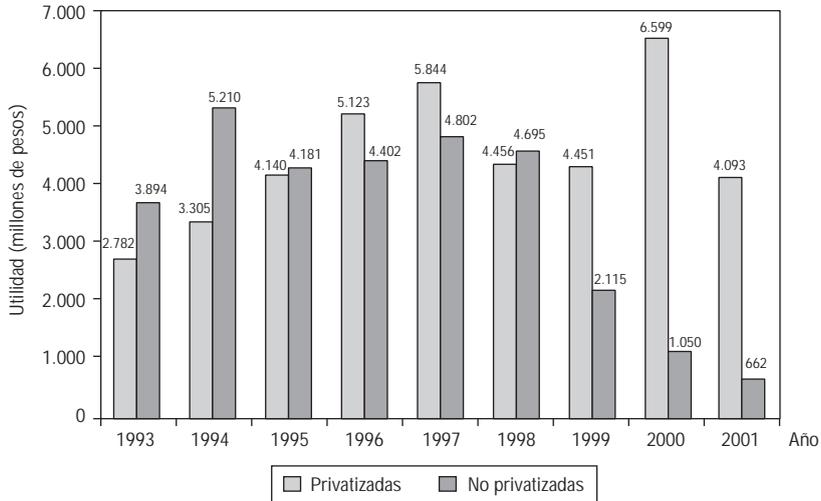


GRÁFICO 9

ENDEUDAMIENTO (PASIVO TOTAL/ACTIVO TOTAL)



**GRÁFICO 10**  
**UTILIDAD DE EMPRESAS PRIVATIZADAS Y CONCESIONADAS**



**ENCUESTA DE COYUNTURA PRIMER SEMESTRE DE 2002**  
**Resultados preliminares sobre las 500 grandes**  
**INDEC - CEPAL**

**CUADRO 2**  
**IMPORTANCIA Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES**  
**(En porcentajes)**

Sector	Exportaciones/ ventas totales (%) Junio de 2002	Tasa de variación (%) 1er. sem. de 2002/ 1er. sem. de 2001
<i>Total del panel</i>	33,8	-7,54
<i>Productores de bienes</i>	40,5	-7,56
Minas, petróleo y canteras	52,1	-8,30
Alimentos, bebidas y tabaco	39,4	-1,28
Combustibles, químicos y plásticos	35,5	-8,95
Maquinaria, equipos y vehículos	51,1	-27,98
Resto de industria manufacturera	41,9	-1,71
<i>Productores de servicios</i>	9,1	-7,09
Electricidad, gas y agua	18,2	-32,65
Comunicaciones	1,9	-26,69
Resto de actividades	17,4	5,17

**CUADRO 3**  
**EXPECTATIVAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES**  
**(En porcentajes)**

Sector	Coeficiente		Variación de exportaciones 2003/2002 (en %) (proyectado)
	Exportaciones/ ventas totales (en %)		
	1er. semestre de 2002	1er. semestre de 2003 (proyectado)	
<i>Total del panel</i>	33,8	34,3	27,7
<i>Productores de bienes</i>	40,5	41,0	28,1
Minas, petróleo y canteras	52,1	52,2	30,2
Alimentos, bebidas y tabaco	39,4	41,9	33,3
Combustibles, químicos y plásticos	35,5	35,0	16,9
Maquinaria, equipos y vehículos	51,1	50,0	32,4
Resto de industria manufacturera	41,9	42,2	24,8
<i>Productores de servicios</i>	9,1	10,0	16,7
Electricidad, gas y agua	18,1	18,1	13,2
Comunicaciones	1,9	2,3	2,3
Resto de actividades	17,4	19,1	19,9

**CUADRO 4**  
**ABASTECIMIENTOS IMPORTADOS. EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS**

Sector	Insumos importados/insumos totales (en %)		
	(calculado a costo de nacionalización)		
	1er. semestre de 2001	1er. semestre de 2002	2003 (proyectado)
<i>Total del panel</i>	26,8	25,9	25,5
<i>Productores de bienes</i>	27,7	26,9	26,6
Minas, petróleo y canteras	25,7	24,4	23,5
Alimentos, bebidas y tabaco	10,0	7,9	7,4
Combustibles, químicos y plásticos	30,3	29,3	29,3
Maquinaria, equipos y vehículos	59,3	60,2	60,5
Resto de industria manufacturera	33,5	34,9	33,5
<i>Productores de servicios</i>	23,2	21,5	21,1
Electricidad, gas y agua	18,4	20,7	19,9
Comunicaciones	33,6	15,7	15,5
Resto de actividades	28,3	25,3	23,4

**CUADRO 5**  
**REVENTA DE PRODUCTOS IMPORTADOS, EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS**

Sector	Productos importados/ventas totales (en %) (calculado a costo de nacionalización)		
	1er. semestre de 2001	1er. semestre de 2002	2003 (proyectado)
<i>Total del panel</i>	5,9	5,0	5,0
<i>Productores de bienes</i>	7,0	5,9	6,2
Minas, petróleo y canteras	0,5	0,2	0,1
Alimentos, bebidas y tabaco	2,1	2,2	2,0
Combustibles, químicos y plásticos	7,0	6,2	6,9
Maquinaria, equipos y vehículos	26,9	21,1	22,7
Resto de industria manufacturera	3,0	2,2	1,9
<i>Productores de servicios</i>	3,9	3,3	2,8
Electricidad, gas y agua	1,3	1,3	1,3
Comunicaciones	1,5	1,0	0,5
Resto de actividades	7,5	6,3	5,5

**CUADRO 6**  
**IMPORTANCIA DEL COMERCIO INTRAFIRMA**

Sector	Exportaciones intrafirma año 2001 (en %)	Importaciones intrafirma año 2001 (en %)
<i>Total del panel</i>	40,6	37,1
<i>Productores de bienes</i>	41,3	37,0
Minas, petróleo y canteras	0,3	100,0
Alimentos, bebidas y tabaco	37,9	51,4
Combustibles, químicos y plásticos	54,2	9,2
Maquinaria, equipos y vehículos	78,2	44,1
Resto de industria manufacturera	17,2	28,2
<i>Productores de servicios</i>	26,1	38,0
Electricidad, gas y agua	68,8	0,0
Comunicaciones	13,0	44,0
Resto de actividades	17,6	0,0

**CUADRO 7**  
**PRINCIPALES DIFICULTADES QUE ENFRENTA ACTUALMENTE**

Factor de dificultad	Distribución por grado de dificultad (% sobre total de empresas)		
	Fuerte	Media	Débil
Caída de la demanda interna	66,3	13,6	20,1
Costo de insumos importados	62,6	12,7	24,6
Costo de partes y piezas para equipos	45,0	17,7	37,4
Recupero de cobranzas	44,4	23,6	32,0
Condiciones de pago a proveedores	40,0	24,6	35,3
Abastecimiento de insumos importados	35,5	18,5	46,0
Costo de insumos nacionales	34,5	25,9	39,6
Insuficiente prefinanciación de exportaciones	30,8	10,5	58,7
Abastecimiento de partes y piezas para equipos	26,1	18,1	55,9
Insuficiente disponibilidad de proveedores locales	17,7	23,0	59,3
Abastecimiento de insumos nacionales	15,0	22,6	62,4
Caída de la demanda externa	9,7	7,6	82,8
Disponibilidad de servicios de mantenimiento	9,2	14,0	76,8
Disponibilidad de recursos humanos calificados	1,4	4,3	94,3
<i>Restricciones financieras</i>	9,4		
<i>Restricciones del contexto institucional</i>	4,1		
<i>Regulaciones comerciales y cambiarias</i>	3,7		

**CUADRO 8**  
**ESTRATEGIAS PROBABLES A CORTO PLAZO**

Tipo de estrategia	Distribución por grado de interés (% sobre total de empresas)		
	Fuerte	Media	Débil
Aumento de sus exportaciones tradicionales	38,0	15,8	46,2
Búsqueda de mercados alternativos al Mercosur	30,8	19,2	50,0
Desarrollo de nuevos productos para exportación	22,9	14,5	62,6
Desarrollo de proveedores locales	21,8	25,6	52,6
Incorporación de nueva tecnología	16,7	23,7	59,6
Ampliación de la capacidad instalada	16,7	13,0	70,3
Concentración de las exportaciones en el Mercosur	15,2	17,7	67,1
Diversificación del mix de producción	14,7	19,4	65,8
Aumento del personal ocupado	6,0	12,2	81,8
Venta de la empresa	5,6	4,5	90,0
Incorporación de socios a la propiedad	5,1	6,4	88,5
Instalación de nueva planta	4,9	5,6	89,5
Integración vertical	4,1	8,1	87,8
Compra o ampliación de empresas en el exterior	2,8	3,6	93,6
Compra de otras empresas en el país	3,2	6,6	90,2
<i>Reestructuración de costos y tarifas</i>	3,8		
<i>Reestructuración financiera</i>	2,7		
<i>Énfasis en el desarrollo comercial</i>	1,9		





MARCELA CRISTINI\*

¿Qué sabemos del proceso de crecimiento de la economía? En general, se reconoce que el principal factor que contribuye al crecimiento, junto con la inversión y el aumento del empleo, es la combinación cada vez más productiva del capital y el trabajo. Ese mayor rendimiento se logra a través de un proceso complejo que incluye la incorporación de tecnología y las mejoras de gestión de todo tipo. A este factor los economistas lo llaman “productividad total de factores”, y en los países de alto crecimiento este efecto contribuye a explicar entre un tercio y la mitad del crecimiento.

Sin embargo, como un todo el proceso de crecimiento es frágil ya que la inversión y la innovación requieren un horizonte creíble en un ambiente de negocios favorable. Además, el crecimiento es un proceso “desordenado”, en el sentido de estar muy concentrado en empresas o grupos de ellas, se produce en intervalos cortos de tiempo y no puede perverse.

El análisis del caso argentino muy sintéticamente presentado indica que durante los ochenta el proceso de crecimiento fracasó, perdiéndose productividad al ritmo de casi el 4 por ciento anual. En contraste, durante un período que abarcó desde el año 1991 hasta 1998, mostró un patrón de crecimiento más satisfactorio con crecimiento y aumentos significativos de productividad.

En esos años el patrón de crecimiento tendió a parecerse al de la experiencia internacional. Las empresas grandes invertían en capital y las empresas medianas y pequeñas aumentaban relativamente el empleo, pero ambas mejoraban la gestión de sus recursos aportando con esa mejora entre un cuarto y un tercio de su crecimiento.

Sin embargo, sólo el 66 por ciento de las empresas grandes crecieron y sólo el 47 por ciento aumentó su productividad, mostrando una amplia dispersión por sectores y dentro de cada sector. Las empresas exportadoras y las que enfrentaron competencia externa estuvieron entre las más productivas.

Entre el año 1999 y 2002, la caída de la inversión, el aumento del desem-

\* Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

pleo y el menor uso de la capacidad instalada por sí mismos explican el menor crecimiento, pero la productividad total de factores negativa completa la explicación que se refleja en un marcado deterioro de la productividad laboral.

¿Cómo revertir esa situación y recuperar las fuentes del crecimiento? FIEL concibió una lista de políticas básicas que presentó en varias oportunidades, orientada a corregir los problemas que observábamos en los noventa y que se acentuaron al final de la década. Hoy la lista se ha ampliado a la recuperación de mecanismos tan básicos para una economía de mercado como la capacidad de hacer contratos de todo tipo. De esa lista, hay tres sobre los que conviene insistir en virtud de que el análisis de lo ocurrido contrasta severamente con el discurso público: el sector financiero, el sector comercial externo y la preparación de la fuerza laboral.

El sector financiero creció en los noventa y su productividad, medida por su PTF aumentó significativamente, explicando el 30 por ciento de su tasa de crecimiento. Sin embargo, cuando se hace un análisis comparativo entre la banca privada y la banca pública, la primera aumentó su productividad un 9 por ciento mientras que la segunda perdió un 4 por ciento de productividad y casi no creció. El comportamiento insatisfactorio y cautivo de la mayoría de la banca pública limitó el crecimiento en el pasado y limitó las soluciones durante la crisis. Se pueden analizar distintas soluciones al problema pero sin duda habrá que encarar una reforma de la banca pública en el futuro inmediato.

En cuanto al sector externo, hacia fines de los noventa creció la obsesión por la competitividad local, como una respuesta natural a las presiones externas y a la pérdida de productividad. Con independencia de la crisis financiera que llevó a la devaluación, el tipo de cambio real más alto tiene como consecuencia aliviar el problema de la competitividad externa. Sin embargo, como nos ocurría en los ochenta, volvemos a enfrentar otro problema, tan grave como aquel. Devaluar no alcanza para exportar y diversificar las exportaciones, por el contrario, se podría generar un sesgo excesivo a la sustitución de importaciones. Es decir, el aumento de los precios de los bienes comerciables internacionalmente con respecto a los servicios que siguieron a la devaluación, podría alentar más a los sustitutos de importaciones que a los exportables. La escasa evidencia con la que contamos hasta ahora señala que para una canasta que representa el 50 por ciento de nuestro comercio exterior, la política comercial ha evolucionado a favor de los sustitutos de importaciones. Lo mismo se observa si se analiza la evolución de los precios mayoristas, donde los importados han aumentado más que los precios internos que incluyen a los exportables. Es decir, si no se abre un poco más la economía en cuanto a la política comercial, podríamos volver a un patrón con menor inserción internacional que en los noventa, donde todavía revistábamos como una de las economías en desarrollo más cerradas del mundo.

Por último, también se habla de que bajo las nuevas condiciones la Argentina está bien posicionada para exportar servicios e incorporarse a la llamada economía del conocimiento. Es bien sabido que este salto cualitativo requiere la formación de capital humano. Durante los noventa, la tasa de retorno a la educación fue tan alta como la de inversión en capital físico y las

tasas de escolaridad neta fueron en aumento. Sin embargo, cuando se mide la preparación de nuestra fuerza laboral con respecto a los países que están transitando hacia la economía del conocimiento, se observa que los grupos más jóvenes presentan brechas más amplias tanto a nivel del secundario como del ciclo universitario. Aunque nuestras familias invierten más en educación todavía no alcanza.

Son muchos los problemas que enfrentamos para volver a crecer y además para hacerlo sostenidamente, estos tres últimos que me dediqué a analizar son tan importantes como otros que no tuve tiempo de revisar. Si me detuve en ellos es porque muestran claramente, como ha ocurrido en el pasado, el contraste entre los hechos y las opiniones voluntaristas, que podrían agregar errores en una etapa crítica que se avecina para la recuperación argentina.





---

ADOLFO STURZENEGGER\*

## INTRODUCCIÓN

Comienzo destacando que en estos momentos la actividad económica está comenzando a recorrer el camino de una recuperación firme, aunque hay que advertir que es todavía despareja, tanto sectorial como individualmente por unidad de producción. Recordemos que la recesión tuvo dos etapas. La primera de ellas comenzó en el tercer trimestre de 1998 y se prolongó hasta mediados de 2001; un período muy largo de *recesión lenta*. En esos tres años la caída fue del 6 por ciento. Pero después, en el tercer trimestre de 2001, comenzó la etapa de *caída libre*, ya que en sólo tres trimestres la economía cayó más del 15 por ciento. Pero en el segundo trimestre de 2002 se detuvo ese proceso de *caída libre* y la economía retomó un sendero de suave crecimiento. El acumulado de crecimiento del segundo, tercero y cuarto trimestres de 2002 fue del 2,3 por ciento. De todas maneras los datos sobre 2002 muestran una caída del Producto Bruto Interno del 11 por ciento, pero ello principalmente refleja la caída muy pronunciada de los últimos dos trimestres de 2001. Mi pronóstico para 2003 es de una tasa de crecimiento del PBI del 5,8 por ciento, pero quiero poner énfasis en que estoy hablando del corto plazo, porque una estimación de la actividad para sólo un año no es hablar del largo plazo.

## REQUERIMIENTOS DE LARGO PLAZO

Todo indica que la gran crisis, la gran angustia, comienza a quedar atrás. Pero también, que de una etapa de recuperación debemos pasar a una etapa de crecimiento sostenido, y es por ello que tenemos que empezar a hablar del largo plazo. Para poder imaginarnos un largo plazo promisorio es necesario que el próximo gobierno encare con urgencia cuatro grandes problemas, que son los siguientes:

\* Consultor.

- Deuda pública y negociación del pago con los acreedores, tanto nacionales como extranjeros, tanto privados como con organismos multilaterales de crédito.
- Compatibilizar el superávit primario que se necesitará para pagar a los acreedores con un panorama social que es muy difícil. Esta situación implica que es imposible no prever un alto gasto social con mecanismos parecidos a los actuales de subsidios o planes a jefes y jefas de hogar.
- Reestructurar el sistema financiero y tomar medidas para que los agentes económicos recuperen la confianza en los mecanismos de ahorros y obtención de préstamos. Estas tareas son fundamentales para lograr que la economía trabaje con tasas de interés bajas, porque de lo contrario, con altas tasas de interés, no va a haber inversión ni crecimiento.
- Poner en marcha mecanismos que permitan recuperar la confianza en un sistema jurídico que asegure los derechos de propiedad y la concertación de contratos.

## LA GOBERNABILIDAD

La solución de estos puntos es lo que permitirá pasar de una recuperación como la actual, a un escenario de crecimiento sostenido y sustentable, que es lo que necesita el país.

Luego de trazar el cuadro general de situación, quiero concentrar mi charla en sólo un tema, y mis ideas deben ser interpretadas como una propuesta, o menos aún, como una sugerencia. Creo que el nuevo gobierno que asuma el 25 de mayo va a tener un débil poder de gobernabilidad por la fragmentación internista de los dos partidos políticos mayoritarios de la Argentina, que son el peronismo y el radicalismo. El peronismo aportará al proceso electoral tres candidatos diferentes, mientras que el radicalismo aportará uno, siendo otros dos importantes candidatos ex miembros de este partido. Son seis líneas distintas, y aunque si bien algunas tienen puntos de coincidencia, no por ello los líderes de cada movimiento van a dejar de luchar por sus posiciones individuales. Al día de hoy se estima que la intención de voto para los más populares es del orden del 20 por ciento, lo que es un nivel muy bajo como para asegurar una gobernabilidad plena. Todo esto indica que en la primera vuelta no va a haber un candidato dominante, lo que seguramente nos llevará a una segunda vuelta electoral.

Ante esa probabilidad de débil gobernabilidad, mi sugerencia, que quiero compartir con ustedes, es que el nuevo gobierno debe pensar en alcanzar algunos consensos, algunos acuerdos que faciliten la gobernabilidad. Los consensos van a permitir vencer la resistencia al cambio. En realidad, el tema de la débil gobernabilidad no lo tenemos que ver sólo como un problema o escollo para las nuevas autoridades, sino que también debemos plantearlo como una oportunidad. Esos consensos no deben ser exclusivamente partidarios o políticos, sino que deben buscar el compromiso más amplio de la sociedad civil, de los empresarios, de los sindicatos y de los intelectuales para apoyar los contenidos de los consensos.

El segundo componente de esta propuesta es que los consensos buscarán definir algunas políticas de gobierno con una condición: que no buscarán objetivos tan ambiciosos que no los podamos alcanzar, porque si no la frustración va a ser más grande y va a terminar atentando contra la gobernabilidad, cuya fortaleza estamos buscando.

## POCAS POLÍTICAS DE ESTADO

No sólo no deben ser exageradamente ambiciosas, sino que esas políticas deben ser muy, pero muy pocas. Estoy hablando de buscar, en una primera etapa, como máximo sólo dos grandes objetivos, y si en todo caso se tiene éxito, entonces la sociedad podrá buscar otros objetivos, siempre mediante el consenso. Es más, si pudiéramos alcanzar un solo objetivo yo me consideraría satisfecho. Estoy convencido de que es una utopía pretender consensos sobre ocho o diez objetivos, porque tenemos que pensar en las grandes dificultades de su implementación.

Para hacer la selección entre muchas posibilidades, cualquier política que se elija debe reunir tres condiciones. Primero, que sea decisiva para el futuro del país, porque no se va a buscar consenso para una política poco significativa o irrelevante. Segundo, que sea una política que no se pueda implementar sin consenso. No hay necesidad de buscar el consenso, por ejemplo, para bajar la tasa del impuesto al valor agregado porque creo que nadie se va a oponer a esa medida. La tercera condición es que el consenso sea posible, porque si vamos a buscar una política importante pero que hoy, por razones políticas del momento prácticamente sea imposible llegar a un acuerdo, como puede ser modificar alguna norma constitucional, entonces vamos a perder el tiempo y la oportunidad. Si falta una sola de estas condiciones, no vale la pena intentar el esfuerzo.

Ahora bien, según mi opinión, hay dos políticas que pueden reunir estas condiciones, y son la *reforma del Estado* y la *inserción comercial de la Argentina en el mundo*.

## LA REFORMA DEL ESTADO

Reformar el Estado implica trabajar para mejorar áreas que son fundamentales, como la Justicia, la educación, la seguridad interna, la sanidad y muchas otras. Nadie puede dudar de lo importante que esto es para el futuro del país, con lo cual se cumple la primera de las condiciones requeridas.

Por otra parte, hace décadas que se habla de la necesidad que tenemos de reformar el Estado, pero ningún gobierno lo ha encarado decididamente porque no ha tenido el consenso necesario para llevar el proyecto hacia adelante. Salvo el proceso de privatizaciones durante la década de 1990, los avances han sido nulos. Todos piensan que hay costos políticos muy altos, y nadie los quiere pagar. Una reforma del Estado implica tocar muchos intereses de diversa índole, desde trazar un marco para combatir la corrupción hasta tener

que dictar nuevos reglamentos y nuevos premios y castigos para los empleados públicos, y enfrentar a los sindicatos. O sea que el consenso es necesario para resolver el problema, cumpliéndose así la segunda condición.

Uno puede plantearse que si hasta ahora no se logró el consenso, tampoco se lo logrará para el futuro, con lo cual no se podría cumplir la tercera condición. Creo que esta conclusión es errónea, y que el problema es que hasta ahora el tema de la reforma del Estado ha sido mal planteado. Los economistas fundamentalistas creíamos que como el Estado actual funcionaba mal, la solución debía pasar necesariamente por achicarlo, o sea ajustarlo y reducirlo. Con tal planteo no fue ni será posible lograr el consenso. Tenemos que tener una nueva visión del problema para lograrlo, y la base es que para reformarlo debemos pensar en el *nuevo* Estado, que no necesariamente debe ser más chico que el actual, pero que sí debe ser mucho más eficiente y eficaz. Hay que comprender que ese nuevo Estado no debería ser corrupto ni desorganizado ni improvisado ni derrochador. Insisto que ese Estado nuevo no necesariamente debe ser más chico. El que dice que hay que achicar el Estado está mirando el Estado actual, cuando el enfoque debe ser mirar el Estado futuro. A lo mejor necesitamos más policías, más maestros, más profesores, más médicos, más enfermeras, más jueces y fiscales, pero por supuesto mejor pagos, bien organizados, honestos y eficientes. La reforma se debe hacer para tener ese Estado nuevo, que será o no más grande, pero que sí sería más profesional. Con este planteo políticamente más inteligente para lograr el consenso, la tentativa de reformar el Estado cumpliría también con la tercera condición.

### TRES ÁREAS SUBVALORIZADAS

Propongo, a su vez, que en el nuevo Estado se atiendan tres formas de capital público, que están muy subvalorizadas en este momento. Una es cuidar el *capital turístico* utilizando mucha inteligencia y poniendo los recursos necesarios. El Estado debe cuidar la conservación de ese capital; que es muy importante para el desarrollo futuro del país, y en esta tarea será muy importante el rol de regulador que desempeñe. Este rol de regulación no lo puede hacer el sector privado; no lo van a hacer ni las agencias de turismo ni los turistas ni los hoteleros ni las compañías aéreas. Hay que evitar la degradación de zonas y paisajes, como ya ha sucedido en otros países.

El segundo *capital* que debemos aumentar si queremos un crecimiento sostenido es el *científico-tecnológico*, como lo hacen los grandes países a través de diferentes medios, pero coincidiendo en un aspecto: hay que destinar recursos para la creación de este capital. Cuando uno confronta las cifras que gasta el Estado argentino en investigación y desarrollo se observa que estamos muy, pero muy lejos, de los niveles de otras naciones, y esto a pesar de que tenemos buenos recursos humanos que nos proveen las universidades y otros centros de enseñanza.

En tercer término está la necesidad de incrementar el *capital social* de nuestro país. La creatividad, el espíritu de solidaridad, la capacidad asocia-

tiva, la educación cívica y otros conceptos, son patrimonios que debemos cuidar y acrecentar porque forman parte de ese capital social. Hay que volver a difundir los conceptos del ahorro, la ética, la moral.

En fin, la idea es que el nuevo gobierno lleve adelante la posibilidad de la reforma del Estado, pero no como los economistas fundamentalistas pensábamos, que todo se reducía a un achique, sino con una nueva visión estratégica.

## LA INSERCIÓN COMERCIAL EN EL MUNDO

La otra política que reúne las tres condiciones de las que ya hablé, es la *inserción comercial de la Argentina en el mundo*. Ciertamente es muy importante aumentar el intercambio comercial, tanto por el lado de las importaciones como por el de las exportaciones, y tanto de bienes como de servicios, con lo que se está cumpliendo con la primera condición establecida para la selección de políticas para consensuar.

A su vez, de hecho no hemos logrado grandes avances en el proceso de concretar acuerdos de integración comercial regional. Incluso cuando analizamos el caso del Mercosur, creado en 1991, observamos que desde su creación, como organismo regional, no fue capaz de cerrar un acuerdo importante con ninguna otra zona comercial, y además sigue lleno de conflictos sectoriales que lo tienen semiparalizado. Como decía Julio Nogués antes, desde 1995 hasta ahora, o sea durante ocho años, la Organización Mundial del Comercio recibió más de 100 notificaciones de nuevos acuerdos de integración regional, un número mayor que los que se concretaron en los cuarenta y seis años anteriores. Esto refleja lo vertiginoso de la marcha del mundo hacia la integración regional. Cada uno de esos acuerdos genera desvíos de comercio en perjuicio del Mercosur, mientras que éste sólo ha logrado avances mínimos con los acuerdos de complementación con Chile y Bolivia. Un caso notable es el de México, que forma parte del NAFTA, pero a su vez en forma individual como país tiene una gran cantidad de acuerdos con otros países o con otros bloques. Todo esto indica que no ha sido fácil hasta ahora para nosotros lograr grandes avances en esta área, y que se necesita más consenso para obtenerlo, con lo cual se está cumpliendo la segunda condición.

Por último, creo que para esta política de Estado el consenso es posible, con lo cual también quedaría cumplida la tercera condición necesaria.





VÍCTOR ELÍAS\*

## INTRODUCCIÓN: LA “*GUITAR STRING THEORY*”

Las preguntas a las cuales uno quiere referirse en este panel no son fáciles de enfrentar directamente: ¿cómo crecer?, ¿cómo recuperarse? Intentaré hacer al comienzo un “*bypass*” donde me siento más tranquilo, para poder decir cómo fueron en la Argentina estos problemas y cómo serán de acuerdo con la evidencia estadística que les voy a presentar. Para eso utilizaré algo muy interesante que se llama “*guitar string theory*” (cuánto vuelve la cuerda cuando uno la pulsa cada vez más fuerte). Vamos a comparar, el tamaño de cada recesión que tuvo la Argentina, medido por la caída del PBI con el aumento del PBI que se registra en el primer año de la recuperación que sigue a esa recesión. Cuando uno analiza casos de países como Estados Unidos, funciona bastante bien. A recesiones suaves le siguen recuperaciones suaves y a recesiones fuertes, recuperaciones fuertes. ¿Esto qué quiere decir? Nosotros vamos a utilizarlo en todas las recesiones que tuvo la Argentina para observar cuánto volvimos a recuperar. Si uno espera una relación muy estrecha es porque, en realidad, ciertas cosas que trabajan en el movimiento de la actividad económica están funcionando, ya lo veremos más adelante. Pero en la Argentina, como muchas otras cosas, deja bastantes dudas sobre lo que uno puede esperar independientemente del tamaño de la recesión.

## EL TAMAÑO DE LA RECESIÓN

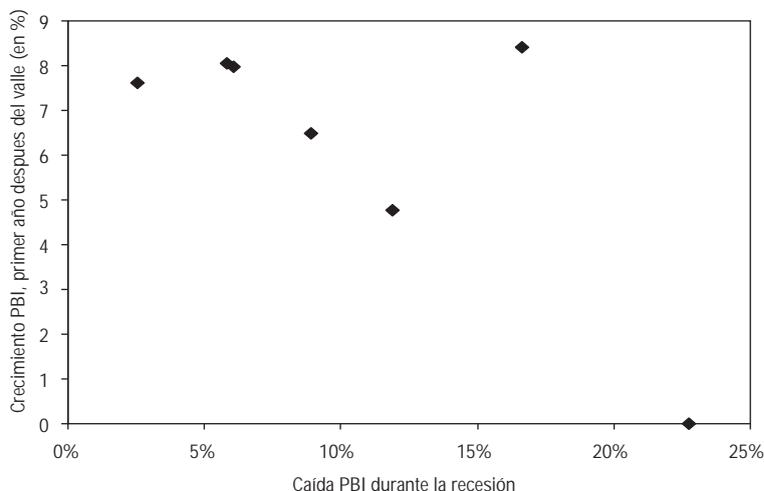
En la parte de la abscisa del gráfico 1 se encuentra la caída de toda la recesión, desde la punta que fue el máximo hasta la punta del mínimo. Ustedes ven el caso actual que puse último en la abscisa porque todavía no sabemos sobre la recuperación. En la parte de la ordenada está la recuperación del PBI en el primer año, luego de la salida de la recesión. Ustedes ven que la

\* Universidad Nacional de Tucumán.

última es la caída más pronunciada, está casi en 23 o 24 por ciento cuando uno toma toda la recesión.

¿Qué conclusión extraemos de este gráfico? Lo que les estaba anticipando, no hay una relación casi uno a uno entre lo que esperaría esta teoría. Cuando se ha caído mucho es de esperar que se recupere mucho, cuando se ha caído poco es de esperar que se recupere poco; y eso no se da. ¿Qué es lo que podemos ver? Que como máximo nos recuperamos un 5 por ciento. Eso es lo esperable de toda la experiencia argentina, lo cual es interesante sin importar el tamaño de la recesión. La evidencia empírica no me dice que si hoy hemos caído mucho nos vamos a recuperar mucho; podemos recuperar 5, menos de 5 o más. Es decir que no me está dando evidencias claras. Hay una famosa teoría de Lucas que dice que el ciclo tiene causas reales, y básicamente sobre la base de shocks tecnológicos. En la Argentina hay algo más: o los datos no son buenos, es decir que lo que yo estoy mostrando acá es ficticio, o no sé qué está pasando.

GRÁFICO 1  
"GUITAR STRING THEORY": EL CASO ARGENTINO  
PBI-RECUPERACIÓN PRIMER AÑO



Fuente: Juan M. Jorrat: "Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina", Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: "Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000", UNT, 2000.

Los economistas siempre tenemos el famoso "*ceteris paribus*" para defendernos, pero esto es lo que estamos viviendo y tenemos dificultades para explicarlo.

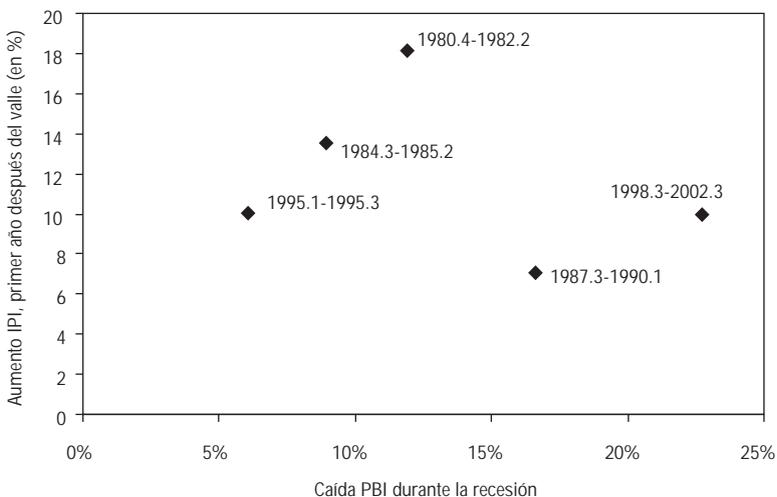
Otro tema interesante que se planteó Lucas, y que no es fácil aplicarlo en la Argentina, es cuánto es el costo de tener fluctuaciones cíclicas para la

sociedad. Llegó a calcularlo en 0,24 por ciento del PBI, o sea, casi un quinto del uno por ciento. ¿Será esa cifra para la Argentina? Si fuera así hoy no estaríamos acá, tan preocupados. Tan grandes son, ¿cómo llegar a medirlas?

En el gráfico 2 lo aplico ya no para la recuperación de toda la economía, sino para el PBI industrial. En la abscisa sigue estando el tamaño de la recesión global y en la ordenada el tamaño de la recuperación en el primer año del PBI industrial, y vemos que la parte industrial responde más a la teoría de la guitarra. Eso también nos dice que no nos podemos guiar, como ya se enfatizó aquí varias veces, sólo por la industria para saber qué le ocurrirá a toda la economía. En los gráficos 6 y 7, lo que he tratado de hacer es tomar un período mucho más largo, toda la historia argentina que va desde 1875, y dadas las recesiones observar cuál es el tamaño de la recuperación que uno espera. De allí se extraen enseñanzas interesantes:

- 1) Que el tamaño de la recuperación en el primer trimestre es muy bajo con respecto a todo el año, o sea que lo que ocurre en el primer trimestre no es un buen indicador; uno puede esperar mucho más en el año.
- 2) Otra conclusión, que es preocupante y para la cual no tengo mucha explicación, es que históricamente, el tamaño de las recesiones no se han achicado en la Argentina. Lo que se achicó a través del tiempo fue el ta-

**GRÁFICO 2**  
**ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI):**  
**RECUPERACIÓN PRIMER AÑO DESPUÉS DE LA RECESIÓN**



Fuente: Juan M. Jorrot: "Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina", Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: "Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000", UNT, 2000.

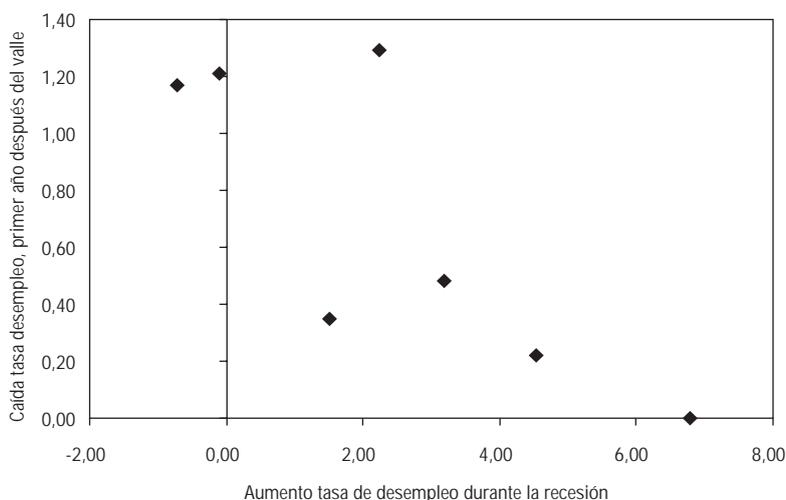
maño de la recuperación en el primer año. Entonces, ¿qué ha estado ocurriendo en todo este período en la Argentina? Quizá pueda ser lo que se estuvo discutiendo acá acerca de grandes cambios institucionales.

## RECUPERACIÓN DEL EMPLEO

Ahora aplicamos el mismo razonamiento pero para analizar otro tipo de datos. ¿Qué le va a pasar al empleo?, que es una de las preocupaciones. En el gráfico 3 observamos que con el empleo ocurre al revés de lo que uno podría esperar. Ya no mido el tamaño de la recesión en términos del PBI, sino en términos de suba de la tasa de empleo. Es la misma unidad de la tasa, no porcentaje, y en la ordenada se fija la caída en la tasa de desempleo; es decir que trabaja al revés, me está diciendo que no sé qué ocurrirá con la tasa de desempleo, puede subir o bajar. En la experiencia anterior no lo estaba diciendo.

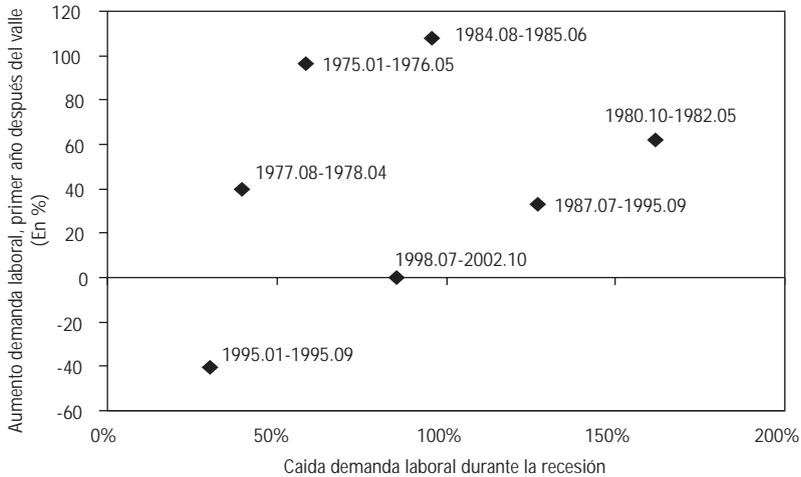
El gráfico 4 da algo favorable. Está sobre la base del índice de la demanda laboral. Hemos tratado de empalmar algunas series para obtener una más extensa, entonces tenemos las recesiones y vemos que la demanda laboral se reactiva bastante el primer año. Con alguna variabilidad, pero es de esperar que la demanda laboral se recupere bastante en este primer año.

GRÁFICO 3  
TASA DE DESEMPLEO: RECESIÓN-RECUPERACIÓN PRIMER AÑO



Fuente: Juan M. Jorrot: "Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina", Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: "Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000", UNT, 2000.

GRÁFICO 4  
 ÍNDICE DE DEMANDA LABORAL: RECESIÓN-RECUPERACIÓN PRIMER AÑO



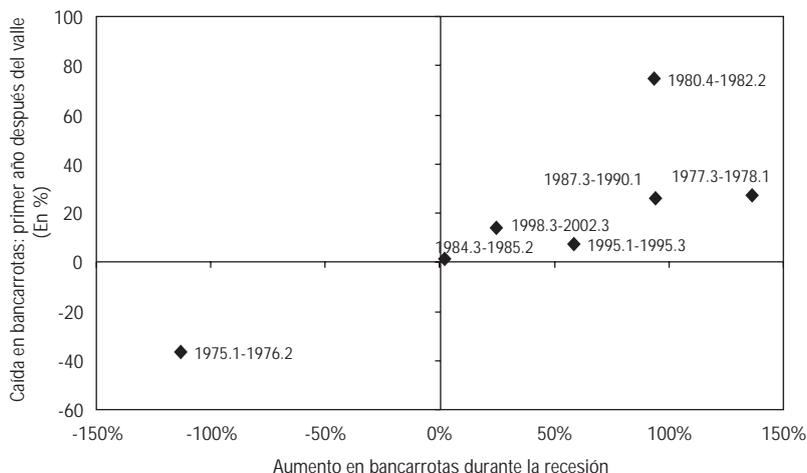
Fuente: Juan M. Jorrot: "Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina", Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: "Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000", UNT, 2000.

### ¿QUÉ PASÓ CON LAS EMPRESAS?

Por último vamos a ver qué les pasa a las empresas. Tenemos medido en el gráfico 5 el aumento de tasas y recuperación en caídas de quiebras. También tenemos algún tipo de relación, uno esperaría –a pesar de que en el caso particular de esta última recesión no la podemos utilizar totalmente porque se suspendieron las declaraciones– que haya una vía de reactivación.

Sobre cómo fue y será la recuperación algo respondo diciendo que de esta forma se ha comportado la economía argentina, sin tener ninguna teoría, simplemente la mencionada; y a pesar de que acá no nos estamos refiriendo al crecimiento sostenido, esto es muy importante para poder pensar qué ocurrirá. Es decir que no hay que apartarse de la visión de lo que ocurre cíclicamente porque, por lo menos, son las bases para pensar lo que puede venir posteriormente.

GRÁFICO 5  
BANCARROTAS: RECESIÓN-RECUPERACIÓN PRIMER AÑO



Fuente: Juan M. Jorrat: "Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina", Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: "Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000", UNT, 2000.

### ¿QUÉ PODEMOS ESPERAR DEL CRECIMIENTO SOSTENIDO?

Por último, en cuanto a evidencia, puntualizaré algo que está más cerca de los temas que trabajo. En el cuadro 1 he juntado muchas mediciones sobre fuentes de crecimiento económico, estoy volviendo un poco a mi tarea natural. Lo que les presento es el caso de la Argentina y de Chile en la década del noventa. El crecimiento del PBI per cápita fue casi del 4 por ciento, y de la tecnología, el 2,4 por ciento, es decir, un poco más de la mitad del crecimiento del PBI per cápita está explicado por cambios tecnológicos. La pregunta que yo trato de contestar acá –por eso le llamo fuente de crecimiento latente–, es que en la década del noventa teníamos 2,4 por ciento de crecimiento tecnológico: ¿va a seguir en los próximos años?, ¿lo hemos perdido? Yo pienso que eso está latente. Ahora lo que trato de observar es cuáles son los determinantes del cambio tecnológico, y aquí tenemos algunos componentes. Uno de ellos es la tarea de investigación. Ustedes ven que las tareas de investigación aportan sólo el 0,24 de este 2,4, es decir sólo un 10 por ciento. Eso no es algo negativo para los que se dedican a inventar. Cuando uno pasa ese 0,24 a términos de pesos es mucha plata. Lo que pasa es que no todo es sólo inventar; hay muchas otras tareas que la economía o la organización de una sociedad hace para aumentar la productividad.

El otro componente viene por el aumento del tamaño del mercado. En la década del noventa, con la apertura, la Argentina experimentó lo que dice la

**CUADRO 1**  
**FUENTES DEL CRECIMIENTO LATENTES**  
**Crecimiento anual del PBI per cápita y determinantes del crecimiento**  
**tecnológico tomando las etapas definidas para Chile:**  
**subperíodo: década de 1990**

	Argentina	Chile
Crecimiento anual del PBI pc	3.970	5.183
Crecimiento anual de la tecnología	2.382	3.110
Determinantes		
1. Inversión en I&D	0,240	0,810
2. Aumento del tamaño del mercado	0,199	0,300
3. Calidad laboral	0,528	0,650
4. Calidad del capital	-	0,400
5. "Destrucción constructiva"	0,140	0,250
Subtotal	1,107	2,410
Porcentaje "explicado"	46%	77%

Fuente: Víctor J. Elías: "El Crecimiento de corto y largo plazo de la Argentina", UNT, mimeo, 2001.

teoría del famoso Adam Smith, que la división del trabajo está limitada por el tamaño del mercado. Para él, mejorar la tecnología es mejorar la división del trabajo dentro de una empresa. Claro, en lugar de que una persona haga todo un auto, debe tratarse que haya muchas etapas de fabricación de ese auto. Ésa es la forma, y está limitada por el tamaño del mercado. Yo he medido que eso aporta también un poco menos del 10 por ciento del cambio tecnológico. La calidad laboral es la que más aporta, 0,53 por ciento, es decir casi un cuarto del total. Pienso que eso también está latente, a pesar de la migración.

Lo que está muy mal en la Argentina es el mercado de capital. La calidad del capital en la Argentina aportó muy poco y todo lo que yo he tratado de medir me está diciendo que el mercado de capital no asigna el capital a los mejores lugares, a los lugares con mayor rendimiento. Algo funciona mal. En cambio, ustedes ven que en Chile la calidad del capital aporta un 0,4, o sea mucho más del 10 por ciento del crecimiento tecnológico.

Por último, hay una versión moderna del crecimiento de destrucción constructiva, aunque tiene base teórica antigua, y es la famosa idea de Schumpeter que dice que la forma en que crece la economía es mediante el ingreso de los ganadores y la salida de los perdedores. Es un ritmo un poco complicado; crecer no es fácil. Algunos van a estar alegres, otros van a estar tristes, pero es la forma en que se va manejando la economía. Eso quiere decir que van entrando empresas con mayor productividad y saliendo, o manteniéndose apenas, otras con menor productividad. Eso lo he medido, en

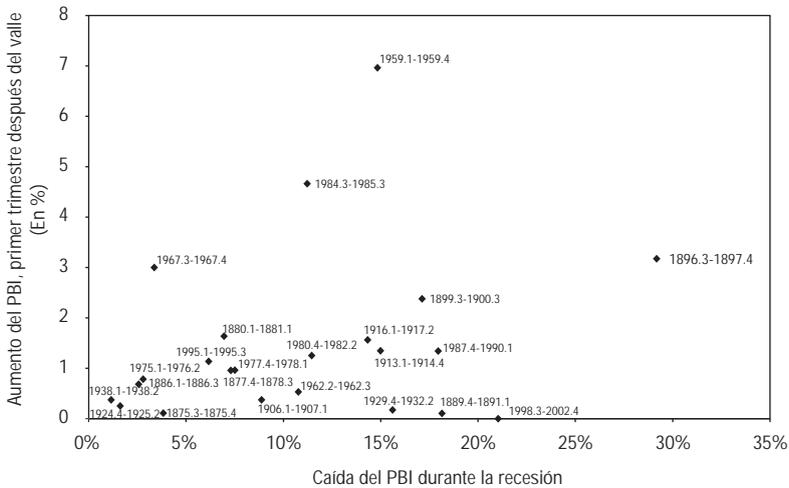
0,14, es decir, un poco más del 5 por ciento del total. Del total he logrado explicar sólo el 46 por ciento, o sea que queda un 54 por ciento que no sé de dónde proviene, debemos mejorar la medición de las fuentes.

En el caso de Chile ustedes ven que el crecimiento sostenido era de 5,2 por ciento, y de ese porcentaje la tecnología explicaba un 3,1. Pero pasarlo al 2000 es complicado, ustedes mismos saben que en Chile hace ya dos o tres años que están preocupados porque para ellos crecer al 8 por ciento total era un dato y hoy hay una incógnita. Creo que este último año apenas han crecido 2 o 3 por ciento. Crecer a tasa alta y sostenida no es fácil, pero eso no es lo complicado. Creo que lo importante en la Argentina es no retroceder. Ése ha sido el mensaje de algunas exposiciones.

**NO SE PUEDE CRECER SIN ESTABILIDAD**

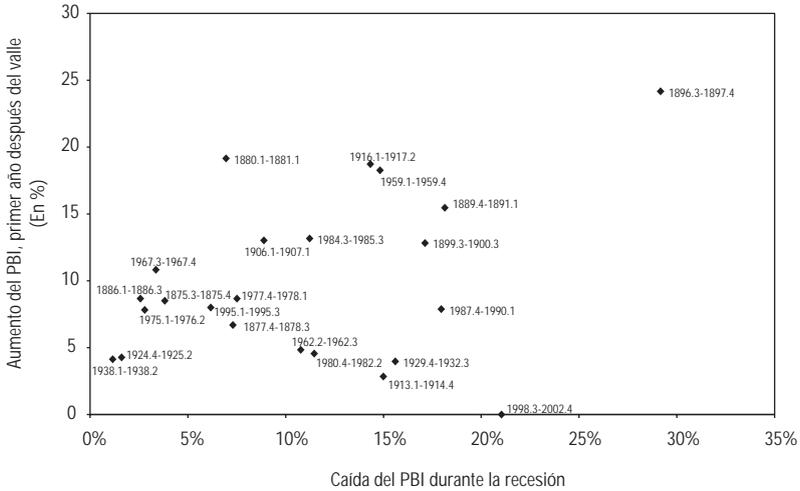
Para terminar, me llevo la pregunta sobre cómo hacerlo. Simplemente les menciono las cosas que creo que son importantes, pero que no son fáciles de mantener. Una es la estabilidad. No podemos pensar que vamos a crecer sin estabilidad. La otra, a pesar de lo que dice Adolfo Sturzenegger, es que yo creo en un Estado chico, es decir, si yo no le creo mucho al Estado, ¿por qué le voy a dar muchos recursos? Empecemos con un Estado chico y el día que

**GRÁFICO 6**  
**PBI: PERÍODO 1875.1-2002.4**  
**RECESIÓN-RECUPERACIÓN (PRIMER TRIMESTRE)**



Fuente: Juan M. Jorrat: “Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina”, Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: “Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000”, UNT, 2000.

GRÁFICO 7  
PBI: PERÍODO 1875.1 – 2002.4  
RECESIÓN – RECUPERACIÓN PRIMER AÑO



Fuente: Juan M. Jorrat: “Programa de Mediciones del Ciclo Económico en Argentina”, Tucumán, 2003; y Ana M. Cerro: “Tesis de Magister en Economía sobre los Ciclos Económicos de Argentina, 1875-2000”, UNT, 2000.

mejore el rendimiento podemos aumentarlo. Pero lo que sí he aprendido es que no es suficiente el Estado chico. Hemos bajado la empresa pública a privada y no hemos evitado el problema de la corrupción. Entonces, aquí en la Argentina hay sustituciones tremendas en el sector público sobre cómo operar, y creo que la clave está en el costo que se le impone a la persona que opera mal. La apertura es importante pero lo que sí es clave para mí es el mercado laboral. Un buen funcionamiento del mercado laboral sigue siendo una asignatura pendiente en la Argentina, va a ser clave no sólo para el mercado laboral en sí, sino para tener una buena política social. El funcionamiento del mercado laboral es clave para tener una verdadera política social que, a veces, se diseña sin tenerlo en cuenta.





---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS DE LOS EXPOSITORES

**Moderador:** Bernardo Kosacoff, junto con Adolfo Sturzenegger, usted ha sido de los más optimistas en términos de la viabilidad del crecimiento de largo plazo, pero rápidamente mencionó a los sectores que hoy tienen en la Argentina lo que antiguamente se llamaban “ventajas competitivas”; habló de los recursos naturales y también de la renovación de la producción de insumos básicos. Pero una de las preguntas que uno se hace, en este contexto, es si dada la intensidad laboral que tienen esos sectores estamos pensando en una Argentina que pueda satisfacer la dignidad del crecimiento, en términos de tener más gente empleada y en empleos de calidad. ¿Cuál es la respuesta a esa observación? Digo esto porque en general los precios relativos que favorecieron a los servicios fueron los que permitieron justificar un ingreso per cápita y un empleo más alto, como mostraba Marcela Cristini.

**Bernardo Kosacoff:** Trato de no perder nunca el optimismo, creo que hay que mantener la esperanza aunque los diagnósticos sean críticos. Sin duda que lo que usted rescata son los elementos que quedaron de los años noventa y, obviamente, la Argentina está demostrando que tiene también una muy buena capacidad de dar respuesta a los servicios. Adolfo Sturzenegger comentó el caso del turismo, tenemos otras evidencias en áreas de desarrollo de software, de medicina, etc., donde la Argentina tiene capacidad de producir eficientemente tanto para nuestro mercado doméstico como para exportar. Sin duda, la magnitud del problema del empleo en la Argentina nos está dando una respuesta muy clara, y es que en el corto plazo no vamos a encontrar aparato productivo y proceso de recuperación que pueda resolverlo inmediatamente. Es decir que vamos a tener que convivir muchísimos años con una muy buena calidad de políticas públicas que traten de alguna forma de compensar lo que el aparato productivo no va a poder hacer.

El camino de la recuperación del empleo creo que tiene que ver con aprovechar todo el potencial que tenemos en nuestros recursos naturales, insumos básicos, en la capacidad de servicio, etc., para recomponer producciones con más valor agregado. Es decir, en lugar de exportar productos de base petroquímica, ver cómo avanzamos hacia los plásticos; en vez de expor-

tar aluminio, analizar cómo hacemos inyección de aluminio para hacer productos mecanizados; en lugar de exportar productos de la minería sin valor agregado ver cómo avanzamos en la integración de las cadenas de valor, etc. Creo que allí hay mucho terreno para recorrer. Pero sin duda eso no viene sólo a través del tiempo y allí justamente lo que se requiere es que todas las políticas públicas estén muy bien evaluadas, tratando de generar los bienes públicos que permitan la recomposición de las tramas productivas, en donde el tema de los contratos y el derecho de propiedad ocupa un lugar central.

**Moderador:** Marcela Cristini, usted presentó otra vez el problema de los ochenta, el famoso tema del sesgo antiexportador derivado de un tipo de cambio real extremadamente alto, que incentiva más la sustitución de importaciones que la exportación. Eso se suma a lo que presentó Julio Nogués: un panorama extremadamente pesimista frente a la posibilidad de inserción internacional de la Argentina y, por lo menos, frente a la posibilidad de inserción en el modelo que hasta ahora hemos manejado. ¿Cómo ve usted la salida?

**Marcela Cristini:** Efectivamente es así, su percepción es correcta. Es muy complicado movernos en el mundo de la competencia internacional que viene porque el multilateralismo está debilitado y todos los países buscan posicionamientos estratégicos a través de acuerdos comerciales. El caso de México es paradigmático: ha mantenido sus aranceles relativamente altos con relación al resto del mundo, se ha incorporado al NAFTA y desde allí ha hecho muchos acuerdos comerciales con países de América latina y uno muy importante con la Unión Europea -no tiene tantos problemas de incompatibilidad con la Unión Europea en el sector agrícola como tenemos nosotros- y trata de erigirse dentro del esquema del ALCA como un nodo a partir del cual se imponen condiciones comerciales. La Argentina ha perdido ese camino estratégico hace mucho y ha elegido el camino del Mercosur, que es muy difícil. Es muy difícil avanzar en el Mercosur en las condiciones que estamos. Me parece muy difícil, también, establecerlo como una política de Estado. En estos acuerdos lo que más importa es la flexibilidad, tener un equipo apropiado para tomar decisiones rápidas en cada una de las negociaciones y mantener las negociaciones abiertas. Sin embargo, mantener las negociaciones abiertas no es negociar cualquier cosa; y en eso sí vuelvo a coincidir con Julio Nogués en que no podemos abrir mercados a través de cuotas o del sistema generalizado de preferencias y pensar que eso es tener acceso a los mercados internacionales. Eso no es una política de crecimiento de largo plazo para la Argentina y, por lo tanto, me parece que desde ese punto de vista estamos cerrando el camino que estamos llevando ahora.

**Moderador:** La pregunta es para el político Adolfo Sturzenegger. En ese camino que ha venido recorriendo desde las matemáticas hacia la sociología, usted planteó algo que hasta hoy parece utópico en la Argentina, porque el tema del Pacto de la Moncloa se viene hablando desde hace mucho tiempo, e incluso no hace mucho (sobre el final del gobierno de Fernando de la Rúa y

principio del gobierno de Eduardo Duhalde). El famoso tema de los catorce puntos y la forma de armar un esquema de consensos realmente fue otra prueba de los fracasos. El Diálogo Argentino, que encabezó la Iglesia, que es la institución más respetada de la Argentina, tampoco logró nada importante. ¿Por qué cree que el número es más exitoso?, ¿por qué dos es mejor que catorce?, aunque seguramente va a ser más fácil en dos que en catorce.

**Adolfo Sturzenegger:** Tal vez soy demasiado optimista. Creo que la Argentina comete los grandes errores y los grandes desencuentros en la abundancia. Lo dijo hoy Daniel Heymann: "Cuidado cuando hay exceso de condiciones internacionales favorables". Cuando hay crisis nosotros no actuamos tan mal, no cometemos tantos errores. Por eso quise plantear la idea de que el próximo gobierno se va a encontrar con un problema de crisis de gobernabilidad, y consecuentemente ése va a ser el incentivo para tratar de lograr algunos acuerdos y consensos básicos sobre algunas políticas de Estado básicas. ¿Por qué dos en vez de catorce? Para mí es elemental. Primero, que el país, el periodismo y los intelectuales no van a discutir a fondo catorce puntos; ninguno va a tomar entidad. Entonces, acá tenemos que darle una gran entidad sociológica y política a este consenso. Me conformaría con uno solo. Si logramos una sola política de Estado, cualquiera de esas dos, estaría conforme. ¿Por qué? Porque el resultado siempre ha sido cero en lo que sucedió en el pasado.

**Moderador:** Víctor Elías, usted presentó aquí un cuadro que explica el 46 por ciento y dejó afuera el 54. ¿Qué imagina que es el 54 por ciento que no explica ese 46?

**Víctor Elías:** Cuando uno hace las cuentas sobre los posibles determinantes, encuentra que son múltiples. Algunos lo atribuyen, por ejemplo, al rol de los empresarios. No es fácil identificar qué es un insumo empresario y cuánto contribuye el hecho de que vaya mejorando la calidad empresarial como factor.

Hay aspectos institucionales, pero yo diría que son múltiples causas. El mensaje del 46 por ciento es que las otras no deben tener un porcentaje muy grande cada una. A veces puede haber problemas de medición, en lo que he detectado, pero uno trata de hacer algunos supuestos para ver casos extremos. Pero quizás el mensaje sea la cuestión institucional; aunque todos los estudios que he visto de instituciones que tratan de medir la contribución muestran que ésta no es tan grande. Contribuye mucho más la educación, es mucho mayor la contribución del capital, la investigación y el desarrollo. Puede ser que en el caso argentino esto sea distinto. Cuando veo estos gráficos, pienso que si lo hubieran tenido que evaluar a Lucas no le hubieran dado el Premio Nobel. Con el gráfico de Estados Unidos su teoría funciona bien; si tomamos el caso de la Argentina, habría que discutir; salvo que, como ellos siempre dicen, tratemos de no analizar la Argentina por el temor a los datos. Es decir que aunque se ha realizado un gran esfuerzo en mejorar los datos, a muchos grandes pensadores les da miedo analizar cambios del

20 por ciento de un año a otro. Cuando uno observa la industria argentina mes a mes, se pregunta cómo es posible que un sector aumente 15 y el otro baje 15, y que al otro mes suba 18 y después baje 10. Creo que a pesar de todo el mensaje sería: son muchos factores pero no creo que haya uno que sea identificable que tenga un rol muy importante.

## **SESIÓN ESPECIAL**

### **El Consenso de Washington**





---

JOHN WILLIAMSON\*

## INTRODUCCIÓN

En primer lugar quiero hablar sobre un tema que podemos discutir. Quiero comenzar recordándoles que Lula, en su campaña política electoral en Brasil, prometió reiteradamente que terminaría con el Consenso de Washington y alterar el modelo económico desde el primer día, cuando llegara al poder. Al mismo tiempo prometía que iba a evitar el retorno de la inflación, que no iba a haber vuelta atrás en la liberalización del comercio que Brasil había tenido en los últimos años y que estaba más entusiasmado con el Mercosur que con el ALCA. Pero claramente el énfasis estaría en una mayor liberalización, más que en una marcha atrás hacia el proteccionismo, y también le aseguraba al sector privado que tendría un papel importante. Esto era algo extraño para mí, porque cuando creé el término del “Consenso de Washington”, hace trece años, las ideas que tenía en ese momento eran de disciplina macroeconómica, la apertura del comercio al mundo exterior y la necesidad de moverse hacia una economía de mercado. En otras palabras, era el mismo conjunto de ideas que Lula prometía mantener, al mismo tiempo que decía que daría marcha atrás con el Consenso. Está claro, entonces, que él y yo queremos decir cosas muy diferentes con “Consenso de Washington”.

Voy a remontarlos a los primeros días cuando yo creé este término y explicaré qué significaba en 1989. El término fue creado para dar algún tipo de marco a una conferencia que organizamos hacia fines de ese año, cuando el Muro de Berlín había caído y la crisis de la deuda estaba llegando a su fin. La idea era examinar la reforma de la política de progreso en América latina.

En ese momento, en Washington había muchas personas que se mostraban escépticas sobre lo que podía pasar en América latina, y sin embargo a mí me parecía que estaba pasando mucho. Entonces decidimos

\* Institute for International Economics (IIE).

realizar una conferencia para que la gente nos contara qué estaba sucediendo en sus respectivos países.

## LA IDEA DEL CONSENSO DE WASHINGTON

Por supuesto teníamos un representante de la Argentina, que era el señor Juan Carlos de Pablo, que está aquí presente hoy. También teníamos nueve documentos sobre lo que estaba ocurriendo en los países individualmente o sobre grupos de países para el caso de los más pequeños. Como teníamos tantos documentos diciendo lo que estaba ocurriendo, pensé que sería una buena idea escribir un informe o documento de referencia explicando qué queríamos decir por reforma. Entonces pensamos que había diez temas en los que la gente estaba de acuerdo en Washington sobre lo que debe reformarse en América latina, y ésa fue la idea de consenso. Los diez puntos eran los siguientes. Comenzábamos con la disciplina fiscal, muy obvio después de la crisis de la deuda porque esto era algo que se necesitaba cambiar. Había que cambiar las prioridades del gasto público y hacer que el gobierno gastara más en servicios sociales públicos, educación, salud pública, infraestructura, y por otra parte, debía gastar menos en subsidios tan costosos que no lograban llegar a la gente que los necesitaba. También apareció la necesidad de encarar la reforma tributaria mediante alícuotas más modestas o moderadas que las que se aplicaban, pero con una cobertura de contribuyentes más amplia. Cuando se obtiene la misma cantidad de ingresos, pero con menos distorsiones en el sistema, se puede hacer más.

Otro punto fue la liberalización de las tasas de interés. En perspectiva tendría que haber dicho liberalización financiera, pero en ese momento dije liberalización de la tasa de interés. También hubo consenso sobre un tipo de cambio competitivo y unificado y la liberalización comercial. Otro punto fue la liberalización de la inversión extranjera directa. De hecho no dije la abolición de todos los controles de capital porque no pensaba, en ese momento, que eso era algo sobre lo cual se iba a lograr un acuerdo en Washington. No pensé que fuera una prioridad que los países liberalizaran todo.

Hubo consenso con la privatización, algo que estuvo en el temario en la década del ochenta.

Con respecto a la desregulación quise decir apertura y abolición de las barreras para la entrada y egreso de productos, es decir favorecer el comercio internacional, pero no quise decir abolición de todos los controles o de la calidad de los estándares ambientales y demás. Era desregulación de ingresos y egresos; y finalmente, defensa del derecho de propiedad.

Creo que hubo bastante acuerdo en Washington de que éstas eran las reformas necesarias en América latina, en ese momento (1989).

El tema fue bastante controvertido desde el comienzo. Alguien dijo que yo tendría que haber llamado a esto convergencia universal, porque el acuerdo que se logró era mucho más amplio que el de Washington. En-

tonces no había una convergencia, una uniformidad sobre el nombre y se hicieron muchas críticas, pero era muy tarde para cambiar los términos.

La reacción de los reformistas de América latina fue interesante. Muchos tenían como una banda de honor que representaba la ideología de la victoria de la guerra fría. Había situaciones geopolíticas muy diferentes de las que existen hoy. Algunos reformistas estaban contentos con esto, pero otros no. La razón fue que vieron en estas sugerencias que la reforma era impuesta por Washington, más que adoptada por ellos. Los que se oponían a la reforma vieron que se les daba una oportunidad de explotar el resentimiento reinterprelando el término, como que implicaba algún tipo de agenda neoliberal, a pesar de que admitieron que no había una política de este tipo y se hablaba de la compatibilidad de las cuentas de capitales, Estado minimalista y economía de apertura. Después, los que se opusieron a la reforma, denunciaron el Consenso de Washington como la causa de las enfermedades de América latina, como que era el responsable de todos los males de los países en desarrollo en general. Incluso en la Argentina, mucha gente que se oponía a la reforma sostenía que el Consenso de Washington era responsable de la tragedia que acaeció en el país.

## LA CONVERTIBILIDAD

Con el debido respeto, no puedo creer realmente que este colapso fuera causado por algo que yo haya escrito. Bueno, no estoy muy contento con la versión neoliberal del Consenso de Washington, pero no creo que esta versión fuera la causa de colapso en la Argentina. Me parece que había dos políticas que fueron responsables de ese colapso, una fue la convertibilidad. Creo que la convertibilidad, en la mejor de las circunstancias, era una estrategia de alto riesgo y sucedió que los dados no cayeron a favor de la Argentina. Creo que la gente podría haber previsto la devaluación del real brasileño o el alza del dólar estadounidense, monedas a las cuales se suponía que el peso argentino estaba ligado. Entonces este nivel de mala suerte contribuyó al colapso.

Creo que hay que reconocer que era una estrategia de alto riesgo y que fue parte del problema. Cuando se examina el rendimiento de la balanza comercial argentina desde la devaluación, es muy claro que el peso estaba sobrevaluado y eso era un gran problema.

Sin embargo, me parece que lo principal fue que la Argentina tardó mucho en reconocer la debilidad de las políticas fiscales. En los años en los cuales la Argentina era la querida de Wall Street es cuando hubiera sido posible adoptar políticas fiscales más duras sin afectar la economía. Mi Consenso de Washington tenía establecido que primero se necesitaba disciplina fiscal y después un cambio competitivo. Decir que el Consenso fue responsable del colapso argentino me parece que no es lógico.

Sin embargo, incluso previo a los dos años de ingreso per cápita negativo en América latina, creo que uno debe decir que el rendimiento de la región fue desalentador para las esperanzas de los reformistas de hace

trece años; y originó que el Instituto de Economía Internacional tratara de reformular la agenda de políticas apropiadas para ayudar a recomenzar el proceso de reforma y crecimiento en América latina. Eso fue lo que hizo el Instituto. Reunimos a un grupo de latinoamericanos que no estaba compuesto por gente de Washington y les pedimos que escribieran sobre la agenda de política en sus áreas de especialización. Tenemos que admitir que el resultado no ha sido de completo consenso entre nosotros. De hecho, no tratamos de reflejar ningún consenso como lo hicimos en 1989. Me parece que el concepto de “consenso” de esa época ya ha superado su utilidad intelectual. Creo que la agenda de ahora no se puede conocer como el Consenso de Washington, pero buscamos otro nombre sin éxito. No lo tenemos, pero no pensamos en esta nueva agenda como el Consenso de Washington. Por otra parte, no es la opinión de Washington y no es un consenso porque este concepto ha sido degradado por el tiempo y por lo tanto el trabajo resultante es un volumen que acabamos de publicar hace unos días en Milán, en la Asamblea Anual del Banco Interamericano de Desarrollo. Mi tarea al escribir, mejor dicho al compilar este libro, fue sintetizar la contribución de los otros autores.

Les voy a contar los cuatro temas principales que he identificado y voy a dar algunos indicios de lo que se incluye en esos títulos. Dijimos que el primer tema tiene que ser la resistencia a la crisis de las economías de la región. La razón por la cual el rendimiento ha sido tan desalentador en los últimos años fue la serie de crisis en las que entraron los países, y por lo tanto, el primer tema, la primera prioridad, tiene que ser tratar de salir del ciclo de las crisis repetidas. No creo que esto sea imposible. Es verdad que América latina ha sido proclive a la crisis desde la independencia, pero yo crecí en el Reino Unido, donde solíamos tener crisis cada dos años, y no ha habido una crisis macroeconómica desde hace una década. Ello se debió a cambios de políticas. Las políticas se ajustaron y entonces Gran Bretaña pudo salir del ciclo de crisis. Si Gran Bretaña lo pudo hacer, América latina y la Argentina también pueden hacerlo.

## LA POLÍTICA FISCAL DEBE SER ANTICÍCLICA

¿Qué tipo de sugerencias ofrecemos para evitar las crisis? En primer lugar la política fiscal debe ser anticíclica. Sobre este tema tenemos un capítulo espléndido –es el capítulo 4– en el libro de autores de FIEL, como Ricardo López Murphy, Daniel Artana, y Fernando Navajas, que han desarrollado varios temas. Repito, uno de los principales capítulos del libro es sobre la necesidad de que la política fiscal sea anticíclica. Ustedes deben reconocer que para hacer una política fiscal anticíclica hay que comenzar en el auge. No se puede hacer lo que decía Joe Stiglitz para la Argentina el año pasado, que era tener una política fiscal anticíclica en medio de la crisis, cuando nadie va a comprar los papeles de la Argentina por el alto grado de endeudamiento del país. Entonces la forma de financiar el gasto fiscal adicional sería emitir más dinero y hacer que la

inflación vuelva a subir. Esto no tiene sentido. Uno tiene que comenzar con la política anticíclica en el momento de auge.

El segundo tema es la flexibilidad del tipo de cambio. Éste es uno de los temas en que tengo que admitir que no logramos unanimidad. Mi propio punto de vista es que se necesita flexibilidad del tipo de cambio, y si bien a veces no estoy de acuerdo con lo que ha ocurrido en el pasado, uno debe admitir que la posibilidad de que vuelva a ocurrir no es alta. La idea es que el gobierno tiene que pensar sobre cómo se ve un tipo de cambio en equilibrio a largo plazo y debe evitar que el tipo de cambio se desvíe mucho de esa banda. El peso argentino estaba sobrevaluado en el año 2001 y subvaluado en el 2002. Su valor tiene que estar en el medio, tiene que haber una banda en el medio que tenga mucho más sentido y que se ajuste más a lo real. Creo que el gobierno tiene que pensar qué tipo de cambio tiene sentido, y tiene que hacer esfuerzos para evitar malas alineaciones o desequilibrios muy pronunciados. No creo que sea sensato tratar de mantenerlo cercano a un *target*, pero sí evitar fuertes desviaciones. Creo que es sensato evitar que el tipo de cambio caiga mucho cuando hay un gran influjo o ingreso de capital.

El tercer tema que discutimos es el fortalecimiento de los ahorros nacionales. La idea es que los países no tendrían que depender tanto de los flujos de capital para que sus economías marchen bien. Tendrían que poder ahorrar mucho localmente para financiar el crecimiento y los flujos de capital tendrían que ser como un extra, más que algo crucial.

Otra idea que también surge en el capítulo de López Murphy y Navajas es establecer algún tipo de compromiso del tipo del acuerdo de Maastricht con la estabilidad fiscal. No decimos que Maastricht sea el modelo, sólo sugerimos la idea de que debe haber un compromiso internacional de esa naturaleza, y creo que esto fue un punto de vista en común del grupo. Este punto es importante para poder construir las políticas fiscales anticíclicas. Esto es casi obvio en economía, pero políticamente es desafiante, y es necesario limitar el gasto cuando los mercados de capitales están llevando dinero a la región. Para darles una idea del desafío político que significa esto quiero imaginar que el ministro de Finanzas visitara al Presidente y le dijera que hay que subir los impuestos y recortar los gastos. La respuesta sería muy breve: no, porque los extranjeros están tratando de darnos dinero. Es un desafío político importante tomar esa decisión si uno quiere escapar de las crisis constantes.

## EL MERCADO LABORAL

El segundo capítulo es completar la reforma de liberalización de primera generación en América latina. Analizamos las pruebas del BID y de la CEPAL sobre el impacto de estas reformas de primera generación y las evidencias muestran que las reformas ayudaron a acelerar el cambio más que a detenerlo. Está claro que hubo algunas reformas que todavía necesitan implementarse, especialmente en el mercado laboral. Tenemos

todo un capítulo sobre el mercado laboral y una de las cuestiones que se debaten allí es la importancia de flexibilizarlo. La idea es que en muchos países latinoamericanos la mitad de la fuerza laboral no está en el sector formal y está condenada al sector informal, donde no tiene ni siquiera lo básico del salario social o mínimo. Los trabajadores no tienen ningún tipo de jubilación, seguro o seguridad social. Por lo tanto tendríamos que reducir este nivel y hacer que más gente ingrese al mercado laboral. No estamos diciendo que ésta sea la principal causa de que el desempleo sea tan alto en un país como la Argentina, pero sí sostenemos que es una reforma deseable y sostenemos que se puede lograr de manera cooperativa. Por ejemplo, Holanda ha llegado a implementar este tipo de reforma de liberalización en los últimos años y lo ha hecho sin mucho enfrentamiento de los empresarios con el sector del trabajo.

Otra dimensión de la cual hablamos en cuanto a la reforma de primera generación son las políticas comerciales. Tenemos un capítulo por autores argentinos, en este caso son Roberto Bouzas y Saúl Keifman, quienes reconocieron que América latina ha hecho mucho en función de la liberalización de importaciones en la última década, pero todavía hay muchos puntos que tratar en el temario. La mayoría de los países ha avanzado en la dimensión de acceso a los mercados en la última década, y por lo tanto el acuerdo de Doha y la posibilidad del ALCA son iniciativas importantes. También hablamos de la necesidad de tener tipos de cambio competitivos y las políticas de apoyo, como el sistema de innovación nacional. Éste es el segundo tema general, completar la reforma de liberalización de primera generación.

## **LAS REFORMAS INSTITUCIONALES O DE SEGUNDA GENERACIÓN**

El tercer tema son las reformas de segunda generación, conocidas como agresivas, que son institucionales. Ésta es una distinción semántica que no es cómoda, porque se puede decir que en algunos casos las reformas de segunda generación tienen que preceder a las de primera generación. Las reformas institucionales, en algunos casos, son necesarias para que las reformas de primera generación puedan funcionar bien. Incluso tenemos un capítulo sobre el sistema político y también hablamos de la reforma de la administración pública y del sistema judicial. Este último es un tema muy importante en América latina. Parece que en muchos países el sistema judicial no está al tanto del sistema básico de la economía, o de la contabilidad. Entonces la limitación del presupuesto quizá sea algo extraño para el Poder Judicial de algunos países. Esto hace que la vida sea muy difícil para las autoridades.

En lo que hace al sector financiero, sostenemos que muchas de las cosas que se necesitan son reformas institucionales, como mejorar la condición de los accionistas minoritarios, las supervisiones bancarias, establecer registros crediticios, mejorar los acuerdos o arreglos judiciales para la recuperación de garantías y demás derechos de acreedores y deudores.

Cuando se dice que los países deberían tener una política industrial, pensamos que no es una idea muy inteligente. Queremos que los funcionarios públicos vuelvan a tomar las decisiones de los negocios públicos, pero es importante que el gobierno acepte que tiene una responsabilidad importante en la función de crear un entorno amigable para los negocios. Esto incluye el establecimiento de un sistema nacional de innovación y la configuración de acuerdos institucionales que faciliten a los empresarios adoptar innovaciones para traer las mejores prácticas comerciales a América latina.

## LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y LA AGENDA SOCIAL

El último punto importante que se discute tiene que ver con la distribución de ingresos y la agenda social. Sostenemos que los gobiernos no tienen solamente que preocuparse del crecimiento, sino que la distribución de los ingresos también es una preocupación legítima. En la mayoría de los casos, la mejor forma de mejorar la distribución de ingresos va a ser a través de la agenda social, más que a través de la forma tradicional, es decir, a través del sistema fiscal de imponer impuestos progresivos y después redistribuir el ingreso a los segmentos más pobres de la población. Incluso en el sistema fiscal sostenemos que hay posibilidades de hacer avances, y pensamos que los gobiernos subnacionales tendrían que ser financiados por los impuestos a la propiedad mucho más de lo que lo son actualmente. Éste es un impuesto relativamente fácil de recaudar y es relativamente progresivo. Uno no puede evadir el impuesto a la propiedad porque no se la puede llevar a Miami. Por lo tanto es un buen impuesto, desde varios puntos de vista y sostenemos, especialmente dado que los gobiernos subnacionales están adquiriendo tanta importancia en América latina, que tiene que haber una contribución mayor para esa fuente que la que hubo en el pasado.

También sostenemos que es necesario tratar de mejorar la distribución de los ingresos habilitando a los pobres, dándoles activos para que puedan trabajar y salir de la pobreza, que es lo que la mayoría de ellos quiere; y la razón por la que siguen siendo pobres es que no tienen activos que les permitan vender cosas que tengan valor en una economía de mercado. En primer lugar esto quiere decir educación. Tierra: la reforma agraria, algo que está ocurriendo en Brasil, creemos que es útil, quizá no en todos los países, pero sí en algunos de ellos.

Hay que facilitar el crédito a microemprendimientos y a pequeñas empresas, es una tarea importante que va a depender de tasas de interés más bajas. Finalmente está la cuestión de los títulos de propiedad y la importancia de permitir que el sector informal tenga una propiedad formal sobre sus bienes para que pueda tener un papel en el mundo moderno de la economía.

Claramente ésta es una agenda que tiene que ver con el crecimiento a mediano plazo. Estábamos discutiendo este tema también en el contexto

de crisis y me complace muchísimo que las últimas evidencias parecen demostrar que la recuperación ya está ocurriendo, especialmente aquí en la Argentina. Debido a esto espero que este tipo de agenda que hemos elaborado para el crecimiento a mediano plazo sea altamente relevante.

El objetivo de todo esto es evitar otra recaída, con su efecto desastroso en la tasa de crecimiento y también para acelerarla, hacerla más equitativa y sustentable.



---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS

**Moderador:** Cuando se escribió el primer documento del Consenso de Washington en 1989, la Argentina estaba atravesando una tremenda crisis de hiperinflación que destruía su moneda. En ese contexto muchas de las recomendaciones provenientes del Consenso de Washington fueron adoptadas por la Argentina –no por virtud, sino por necesidad–, entre ellas la convertibilidad, el tipo de cambio fijo, el diseño del sistema financiero –como nadie quería tener pesos sino dólares, se forzó el uso de este sistema–. En el nuevo consenso aparecen otros elementos, como la discusión sobre un tipo de cambio flexible, mecanismos menos rígidos que la convertibilidad, en un contexto donde la Argentina parece no haber superado la necesidad de ahorrar en dólares a largo plazo. ¿Se ha discutido el problema de la influencia de la política cambiaria cuando no existe un buen sistema financiero o una moneda local?

**John Williamson:** Es claro que pensamos que es necesario tratar de establecer un sistema financiero nacional y no confiar tanto en el dólar. Nosotros estaríamos a favor de desdolarizar, pero no de algo que sea obligado por un decreto del gobierno, porque en ese caso la gente sería escéptica. Quizás en los países pequeños de América Central o el Caribe, la dolarización tiene mucho sentido en la economía. Pero pensando en países como la Argentina, realmente el dólar es una moneda muy poco natural a la cual atarse. Un colega solía bromear y decir que el error de la Argentina no fue dolarizar, sino atarse al dólar de Estados Unidos; y agregaba que si se hubiese atado al dólar australiano hubiera estado todo bien porque cuando el dólar australiano se hizo más débil y bajó hasta no más de 50 centavos de dólar estadounidense, el peso argentino hubiese bajado al mismo tiempo y restablecido la competitividad que la Argentina necesitaba. Pero no se puede confiar en eso, aun si quisieran atarse al dólar australiano. Quiero decir que esto fue así en una particular situación histórica, pero creo que no hay garantía de que siempre sea así. Por lo tanto uno debe tener un sistema nacional financiero. ¿Cómo restablecerlo? A corto plazo seguramente el asunto dominante tiene que ser la reestructuración de la deuda. La deuda debe ser algo que la gente

acepte como razonablemente justa, que esté de acuerdo con lo jurídico, pero que sea pagable. No hay sentido dar niveles de deuda tan altos que no se puedan pagar porque eso no sirve a nadie. No sé si hay una regla general sobre cómo hacer este proceso de reestructuración de la deuda, pero si sé que va a ser un proceso muy difícil para la Argentina en los próximos dos años. También creo que es un asunto crucial para que el sistema financiero funcione una vez más.

**Moderador:** Como usted sabe el dinero recaudado de las exportaciones es una importante parte del presupuesto nacional. ¿Tiene alguna opinión sobre los impuestos a las exportaciones?

**John Williamson:** Creo que los impuestos a las exportaciones fueron una respuesta racional ante la situación de emergencia, pero creo que es totalmente irracional mantenerlos a largo plazo. Entonces es cuestión de diseñar una estrategia de transición para librarse de los impuestos a las exportaciones. Esperamos que este proceso vaya en paralelo con el restablecimiento del tipo de cambio a un nivel más normal. Creo que debe mantenerse a un nivel competitivo durante los próximos años y es muy importante que sea así; y a medida que el tipo de cambio se aprecie, hay que tratar de dejar de lado los impuestos a las exportaciones. Esto debe ser parte de un proceso más amplio de reforma fiscal, porque abolir los impuestos a las exportaciones y dejar al gobierno sin ingresos no es bueno, deberá ir acompañado de una reforma fiscal para establecer otras fuentes de ingreso –y no estoy suficientemente familiarizado con los detalles como para decirles qué impuestos, aparte de la idea del impuesto a la propiedad para los gobiernos provinciales que desarrollamos en el libro-. Pero más allá de esto, no me gustaría dar consejos sobre cómo debería el gobierno argentino hacer para obtener ingresos que compensen la pérdida de estos impuestos a la exportación.

**Moderador:** En el consenso número uno había poco espacio para la reforma política, o en un sentido más amplio, para la reforma institucional. Usted mencionó una de las grandes dificultades que es cómo convencer a un político de que implemente una política anticíclica en el momento de auge, cuando la tentación es usar los fondos en una forma más productiva y no dejárselos al próximo político. En ese contexto, ¿le están dando importancia a la reforma política? ¿Se le atribuye al fracaso del Consenso de Washington el énfasis que puso sobre la reforma política?

**John Williamson:** Creo que es cierto que el Consenso de Washington, de la forma en que estaba escrito, no tenía nada acerca de la reforma del sistema político y, por supuesto, como es un programa de reforma depende de los políticos. No hay duda sobre eso. Ahora, en este nuevo libro, tenemos un capítulo acerca de economía política, y allí se discute el tipo de instituciones políticas que son necesarias para apoyar un programa de reforma. Por ejemplo, se discute mucho sobre la necesidad de gente en el Congreso. Los legisladores son socios esenciales en el proceso de reforma y es necesari-

rio tener gente en el Congreso que responda a su electorado, en vez de obedecer en forma sumisa a la jerarquía del partido al que pertenecen. Buena parte de la discusión es cómo reorientar el sistema político en esa vía. La mayoría en el grupo de discusión éramos economistas y politólogos, por lo tanto teníamos algunas dudas sobre la intensidad con que debíamos apoyar este programa. Personalmente no estoy de acuerdo con enfatizar el hecho de que los sistemas de elecciones primarias que designan electores sean mucho mejores que los sistemas proporcionales. Pero ciertamente, cuando se piensa en un sistema proporcional en términos de un sistema de lista de partido (listas sábana) entonces estoy de acuerdo con esa crítica. Pero hay otros sistemas proporcionales que le dan al electorado la posibilidad de elegir a los políticos. Éste es el tipo de temas que se discuten en el libro. Obviamente, el sistema político es importante en términos de hasta qué punto se hace la reforma. No creo que nadie, en ningún país, esté contento con el funcionamiento de su sistema político pero, quizás, algunos de los países latinoamericanos son más críticos todavía. El público, en la mayoría de los países de América latina, es más crítico que los demás. Sin embargo, en este momento los brasileños están bastante contentos con ellos mismos, pero los otros países parecen bastante infelices por el funcionamiento de sus sistemas políticos. Espero que nuestras sugerencias ayuden a construir un entorno más hospitalario, porque no hay duda de que la reforma depende del contexto político.

**Moderador:** Uno de los temas que se discutían en FIEL tenía que ver con la oportunidad y secuencia de la reforma. Especialmente porque en la Argentina tenemos la tendencia a enamorarnos de los títulos. Miramos los títulos y pensamos que hicimos todo; pero, quizá, no lo hicimos en el debido momento o con la debida secuencia. ¿Qué se debe hacer en primer lugar?

**John Williamson:** Realmente no hablamos del tema de secuencia a fondo. Reconocemos que no es posible hacer todas las reformas al mismo tiempo, pero también decimos que la secuencia necesita ser específica por país y no creemos que se puedan establecer reglas generales. Hace mucho que ese tipo de reglas generales se discutieron en la literatura pero, en general, pensamos que la secuencia tiene que ver con cada país y no se pueden establecer reglas generales para eso. Por supuesto no hay que hacer todo al mismo tiempo. Hay momentos u oportunidades para tratar de hacer distintas cosas simultáneamente. Esto es probablemente menos cierto ahora que antes. Antes, por ejemplo, los cronogramas eran a menudo muy útiles. Ahora, la mayoría de las reformas críticas son mucho más difíciles de implementar, como la reforma del sistema de seguridad social o acabar con el control de precios. Eso no puede hacerse por un simple decreto y requiere largos procesos parlamentarios. No se pueden hacer muchas cosas a la vez.

**Moderador:** Básicamente es una crítica a la idea de los impuestos a la propiedad que mencionó en su presentación, porque ese impuesto se puede convertir en confiscatorio y abusivo. Por supuesto, la gente no puede llevarse

su casa a Miami pero puede venderla y llevarse el dinero a Miami. ¿Podría ampliar sobre el impuesto a la propiedad como mecanismo?

**John Williamson:** Por supuesto que todo impuesto puede llegar a ser confiscatorio. Eso puede pasar con los impuestos a los ingresos, a las ventas o a lo que sea. Pero no creo que haya ninguna razón para que los impuestos a la propiedad se conviertan en confiscatorios. Tenemos un miembro de nuestro grupo que dio un ejemplo sobre su casa en la playa en un país de América latina. Dijo que costaba alrededor de 100.000 dólares y que paga un impuesto a la propiedad de 20 dólares por año. En Estados Unidos una propiedad de ese valor pagaría un impuesto de varios cientos de dólares por año. No creo que haya ninguna razón especial para temer al impuesto sobre la propiedad.

## **PANEL III**

**Elecciones y economía:  
análisis del contexto político**





---

ROSENDO FRAGA\*

## INTRODUCCIÓN

En primer lugar opino que a pesar de que el peronismo y el radicalismo tienen tres candidatos cada uno, no es cierto que estalló el sistema tradicional. Casi forzando un poco el análisis, ambos partidos tienen su centro izquierda, centro derecha y su populismo. En el peronismo, Menem es el centro derecha, Kirchner el centro izquierda y Rodríguez Saá el populismo. López Murphy es el centro derecha del radicalismo, Carrió el centro izquierda y Moreau el populismo. Esto significa que hay tres tendencias dentro de cada uno de los partidos tradicionales y que se pueden establecer tres líneas ideológicas relativamente transversales desde esta perspectiva, pero eso no implica que se hayan terminado los partidos tradicionales. Eso sí, los partidos están en crisis, pero son necesarios para generar los consensos y las coaliciones porque no hay otra forma de gobernar. Los partidos están en crisis porque la clase política está en crisis, y esto es muy claro, pero a pesar de ello el gran desafío hacia adelante va a ser la gobernabilidad. Argentina es un país acostumbrado a los liderazgos mayoritarios, a los gobiernos de un solo partido que ganan las elecciones con por lo menos la mitad de los votos y que suelen dominar el Congreso. Pero cuando uno revisa la historia, cada vez que tuvimos este escenario, por lo general nos fue mal.

El tema de fondo es cómo articular, ligar o unir partidos diferentes para poder armar coaliciones de gobierno. Tuvimos experiencias al enfrentar este tipo de desafío, como fue el fraccionamiento electoral en el tiempo de Illia, en 1963, y la cultura de coalición en el año 2000 en el tiempo de la Alianza, y ambos terminaron en el fracaso. Esto subraya la necesidad de poner este punto en el centro de la problemática.

Se puede analizar a cada uno de los candidatos y conjeturar un poco. Una primera conjetura es que en esta situación sólo va a poder gobernar un

\* Centro de Estudios Unión para la Nueva Mayoría.

justicialista. Éste es un razonamiento que como todos, tiene algo de verdad, aunque no es tan así. En su momento Rodríguez Saa, que es justicialista, sólo duró diez días en el gobierno. Es decir que no es tan automático que un justicialista pueda gobernar y que un candidato de otro partido no lo pueda hacer. Mi sensación es que tanto Rodríguez Saa como Carrió van a tener más dificultad de gobernabilidad que los otros candidatos. Tengo la impresión de que Kirchner es un candidato que si gana, para gobernar y sostenerse en el poder, va a tener que someterse a Duhalde. En caso contrario le va a ser muy difícil hacerlo. Quizá Menem, en términos de experiencia, de manejo político con los gobernadores, con el Congreso y con los sindicalistas, tenga más experiencia y aptitud. Quizá los problemas de Menem estén más en otro punto, y éste es el riesgo de creer que la “marca registrada” alcanza para cambiar las expectativas. No hay que olvidar lo que llamo el riesgo Cavallo 2001. Muchos creyeron, incluso el gobierno de esa época, que si Cavallo llegaba al poder, con su solo nombre cambiaba todo. Otro riesgo es la ilusión de los noventa, y consiste en que en el año 2003 se pueda repetir lo que sucedió a partir de 1990. Los sectores populares que van a votar por Menem, en alguna medida añoran los niveles de consumo de los noventa, pero en el corto y mediano plazo no van a ver satisfechas sus aspiraciones. Si llegase a ganar López Murphy, que es un escenario menos probable pero no imposible, si no arma una coalición con un sector relevante del peronismo, le va a ser muy difícil ejercer el poder en términos de gobierno operativo.

Detrás de todas esas consideraciones subrayo que me parece que esta crisis 2002 nos ha dejado un sistema institucional extremadamente frágil, y tal es así que éste sería el primer punto de la agenda de la reconstrucción: darle solidez al sistema institucional.

## DUDAS SOBRE LAS ELECCIONES

Quiero marcar un dato puramente anecdótico, y es que en la Argentina la gente duda si se va a poder hacer un escrutinio electoral y si se va a entregar el poder el 25 de mayo.

Eso es porque hay dos problemas que pueden entorpecer el proceso. Uno es que el candidato que llegue segundo saque tantos votos que haga que la diferencia sea muy pequeña con respecto al primero. Pero por otro lado, un segundo problema es que el tercero esté muy cerca del segundo.

La última elección presidencial de América latina fue la de Ecuador, donde en la primera vuelta el primer candidato tuvo 21,9 por ciento de los votos y el segundo el 19,6 por ciento. Sin embargo no hubo ningún problema de escrutinio. En Bolivia, en la última elección presidencial, el primero tuvo el 24 por ciento, el segundo tuvo el 22 por ciento y no hubo ningún problema de escrutinio. ¿Qué quiero marcar con esto? El solo hecho de que exista gran escepticismo en la gente, está demostrando la extrema fragilidad del sistema institucional con la que nos estamos moviendo. Por otra parte, hay algo que se nos plantea y que es un problema de fondo o la clave de lo que sucede.

Tengo la impresión de que en el año 2002 hemos tenido un fortísimo retroceso en materia de cultura política, de por lo menos dos décadas. Mucho de lo que habíamos avanzado lo hemos retrocedido. Hay dos hechos que lo marcan. El primero es que a fines de 2001 teníamos el 1 por ciento de la población económicamente activa viviendo de subsidios del gobierno, mientras que el día en que Duhalde se vaya ese nivel va a estar entre el 20 y el 22 por ciento. Se anunció que ahora el subsidio de 150 pesos se extenderá a mayores de setenta años sin cobertura, y a jóvenes desempleados. Si bien es cierto que se trata de una medida de contención social, porque la crisis es tan grave que hace que ese subsidio sea necesario o imprescindible, en forma simultánea el efecto en materia de cultura política es demoledor, porque el aumento del clientelismo que genera esta situación en el manejo político es fenomenal. El 90 por ciento del subsidio pasa por las manos de los intendentes, de los cuales el 80 por ciento son justicialistas y el restante 10 por ciento se distribuye a través de las organizaciones piqueteras. Esto en parte va a explicar que el voto peronista en la próxima elección probablemente salte del 38 por ciento de la anterior elección a un estimado del 60 por ciento, y que el voto no peronista caiga del 60 al 40 por ciento. ¿Qué quiere decir esto? Si recordamos la última elección, el peronismo sacó el 38 por ciento, el radicalismo con De la Rúa obtuvo el 48 por ciento y Cavallo el 10 por ciento. O sea que en una suma gruesa, el voto no peronista fue del 60 por ciento y el peronista del 40 por ciento. En la elección que viene estos términos se van a invertir. El voto peronista va a terminar dando -más o menos- 60 por ciento por la suma de los votos de Menem, Rodríguez Saá y Kirchner. El voto llamémoslo no peronista lo podemos encontrar por la suma de los votos de Carrió, Moreau y López Murphy; y va a dar el 40 por ciento. Es decir que en 2003 se van a invertir los números de 1999. La gente que se siente peronista es menos que en 1999, pero, sin embargo, el voto por el peronismo va a crecer aproximadamente el 50 por ciento de una elección presidencial a la otra. Esto tiene una estrecha vinculación con el hecho de que hemos pasado del 1 al 22 por ciento de la población económicamente activa viviendo del subsidio del gobierno.

## **HAY QUE SABER CONTROLAR LA CALLE**

A mi juicio una segunda evidencia del retroceso de la cultura política es que a partir de 2001 se estableció la idea de que para gobernar la Argentina, hay que saber controlar la calle. El que sabe controlar la calle, gobierna. Es un hecho real. No controlaron la calle ni De la Rúa ni Rodríguez Saá y ambos cayeron. El 26 de junio del año pasado, cuando se produjo el incidente de los piqueteros con la policía en el Puente Avellaneda, Duhalde perdió el control de la calle. Ese día, además, perdió seis meses de mandato, porque se sintió obligado a adelantar la fecha de finalización del mandato. Mi opinión es que si no hubiesen existido los disturbios del 26 de junio, Duhalde se hubiera quedado hasta el 10 de diciembre de 2003, como fue previsto por la Asamblea Legislativa que lo nombró presidente.

El episodio de Catamarca nos muestra que el presidente que no sea capaz de manejar los Barrionuevo va a ser muy difícil que pueda gobernar. ¿Por qué es esto? Es porque ha habido un retroceso en la cultura política muy fuerte en el año 2002.

Esto me lleva a pensar que, nos guste o no, en términos de gobernabilidad las figuras de Menem y Duhalde no van a poder ser soslayadas. O por lo menos, para poder gobernar gane quien gane, va a hacer falta tener a uno de los dos, porque si se tiene a los dos enfrente, va a ser muy difícil gobernar sea quien sea el que esté en el gobierno. Finalmente tengo la impresión de que acá se terminó un ciclo político. Este estallido en tres del peronismo y en tres del radicalismo implica el fin del ciclo político que se inició en 1946. Pero es posible que el período presidencial que venga sea una mezcla entre el epílogo del ciclo que terminó y el prólogo o el inicio del ciclo que viene. Probablemente se está articulando un nuevo ciclo político, pero me parece que todavía en este próximo período presidencial vamos a vivir con los estertores del ciclo que termina y los inicios del ciclo que viene. El gran tema que viene es la gobernabilidad en un país que está poco preparado para hacer pactos de gobernabilidad. Éste es el gran desafío por resolver.



---

MARIANO GRONDONA\*

## INTRODUCCIÓN

Tengo bastantes coincidencias con Rosendo Fraga, aunque quizá con un enfoque desde un ángulo un poco diferente. La función normal de la política es construir consenso, construir poder. Eso es lo que la política tiene que hacer. Somos 37 millones de personas, y pensemos en la elección de 1999, para no irnos tan lejos en el tiempo, como un proceso de acumulación, de suma, de construcción. Eso determina que un día la gente votara entre Duhalde y De la Rúa. Es un proceso de simplificación fenomenal y podríamos llamarlo la ley centripeta de la política. La política es una gran simplificadora que va acumulando consensos, hasta que, en un sistema democrático, logra reducirlos a dos alternativas, con lo cual la opción electoral es relativamente sencilla. Un ejemplo de esta función centripeta de la política es Lula en Brasil. Durante años fue acumulando poder desde el Partido de los Trabajadores, y luego, para el proceso electoral sumó a un empresario como vicepresidente, con lo cual sumó más empresarios. Acumuló poder hasta que tuvo una masa crítica que le permitió la gobernabilidad, de la cual habla Fraga. La acumulación se puede hacer de dos maneras. Puede haber una función centripeta absolutista, según la cual todo se acumula en una persona, como Saddam, en Irak. Hay un solo referente que excluye toda alternativa y concentra, con una porción grande de autoritarismo. En la última elección Saddam tuvo casi el 100 por ciento de los votos, y éste es el ejemplo perfecto de la función centripeta absoluta de estos momentos.

Ésa no es la función normal de la democracia. La función centripeta en las democracias bien ordenadas es en favor de un liderazgo predominante, pero con la formación simultánea de una alternativa ulterior. Así es como funciona la democracia. Para tomar un caso concreto, cuando la señora Thatcher dominaba el escenario político inglés, los laboristas no daban pie

\* Analista político.

con bola, y tanto es así que cuando llegó Major al poder los conservadores siguieron ganando, aunque ya se habían quedado sin su líder. Major fue el no líder por excelencia. Estuvo en el poder hasta que apareció Tony Blair, y recién entonces, de golpe, hubo sustitución del liderazgo de un partido al otro. Ahora hasta que los conservadores no tengan alguien atractivo que pueda anunciarse como la próxima etapa, Tony Blair va a dominar la situación.

En el fondo la democracia puede ser definida como la civilización del desencanto. Nos vamos encantando y desencantando de una manera ordenada y rítmica, y cada gobierno consigue sumarle algo a la sociedad. A veces los gobiernos se desgastan porque no cumplen las promesas, pero otros porque las cumplen. Cuando la etapa está cumplida, y no tiene más cosas que ofrecer, entonces aparece el nuevo efecto centrípeto. Esto es lo normal.

¿Cómo fue en la Argentina? Es interesante ver cómo hemos llegado de ese predominio centrípeto de la política a lo que acaba de describir Rosendo Fraga, que evidentemente es, por lo contrario, centrífuga. Es decir, en la Argentina se está desarrollando un proceso en el cual en lugar de sumar grandes movimientos y millones de personas en fórmulas cada vez más simples, las fórmulas se van destruyendo y multiplicando. Para ilustrar lo que decía Fraga de la multiplicación de tres y tres de los candidatos, tres peronistas y tres radicales, lo más gracioso que encontré para dar un ejemplo con un poco de humor, es el caso Terragno. Cuando Terragno comenzó a disentir con el bloque radical del Senado, dividió el bloque y formó uno nuevo integrado por él y otros senadores radicales. Salió caminando, creo que era por el pasillo de los Pasos Perdidos del Congreso, y cuando habían terminado la caminata, en la otra punta del pasillo, ya eran dos bloques de dos.

## PERÓN ERA UN GRAN BROMISTA

Es decir, esta fuerza centrífuga es avasalladora. En la Argentina hay una cantidad enorme de bloques unipersonales y no se pueden dividir más por razones biológicas.

Quizá sea verdad lo que dice Fraga, que hay un ciclo que nació en 1946, un ciclo de casi sesenta años, y que comenzó con el peronismo cuando la Argentina era otro país. Perón es un ejemplo de efecto centrípeto fuertemente autoritario. Los que no estábamos con Perón nos definíamos como antiperonistas. Es decir había peronistas y antiperonistas. Monopolizó esta situación y produjo un efecto centrípeto muy grande, pero también muy unipersonal. Como Perón era un gran bromista, la dejó a Isabel de presidenta cuando él se murió, como diciendo: “Lo siento mucho, el centripetismo ha terminado”.

Ahora tenemos al peronismo en crisis por la falta de liderazgo dentro del partido. La toma del poder por parte del radicalismo en 1983 no fue una alternativa de alguien que finalmente venció a Perón, sino que fue el llenado de un vacío. El peronismo había desaparecido de escena porque Luder era el no líder, y alguien, en este caso Alfonsín, llegó. Fue muy bueno para la democracia porque demostró que la rotación era posible, pero el liderazgo de Alfonsín no tenía el mismo vigor, y la prueba es que no pudo terminar su

mandato. Por esto cobró fuerza el dicho popular según el cual “los radicales nunca terminan y los peronistas nunca se van”. Bueno, fue así. Una situación similar se volvió a dar con De la Rúa. Estos políticos son como sustitutos, son como “muletos” de la lucha por el poder. La lucha por el poder corre por otro lado, en mi opinión. Corre por el peronismo, porque en definitiva Perón se fue y dejó el peronismo. Yo una vez le dije al Viejo que el problema que él tuvo es que fue una grosería tener el 60 por ciento de los votos, porque no se puede manejar una democracia con ese porcentaje. Si ustedes hubieran tenido el 40 por ciento, agregué, se hubieran manejado bastante bien. El problema del peronismo es éste: son muchos. Ante esta observación, Perón se sonrió.

Fíjense que ahora, como dicen ellos, cuando se pelean son como las riñas de gatos. Cuando se están peleando se están multiplicando. Existe la posibilidad de que el 60 por ciento de la gente vaya a votar por ellos en las próximas elecciones, y se va a llegar al extremo de lograr lo que no pudo Perón: que hasta los antiperonistas históricos, el 18 de mayo vayan a tener que votar por algún peronista, y el peronismo puede tener el 100 por ciento de los votos en definitiva. Repito: el peronismo puede tener el 60 por ciento el 27 de abril y probablemente el 100 por ciento el 18 de mayo, sencillamente porque es posible que los dos candidatos finales sean peronistas.

Entonces hay que seguir la historia del partido dominante. Allí está el tema de la gobernabilidad o de la pérdida de poder. ¿Cómo viene la cosa? En 1989 los peronistas encuentran finalmente un líder, aunque en realidad lo encontraron en 1988, en las elecciones primarias del peronismo. Como sea, el hecho concreto es que Menem asumió como sucesor real de Perón, pero no ya como un líder centripeto absoluto sino como un líder centripeto más democrático. No es que sea muy democrático, pero las circunstancias lo moderaban.

## **MENEM LLEGÓ AL PODER GRACIAS A DUHALDE**

¿Qué pasó entonces? Menem llegó al poder gracias a Duhalde. Hay que tener en cuenta que el problema que tienen todos los gobernantes no bonaerenses, como fue el acto con Kirchner en River Plate, es que no saben dónde queda la cancha. Entonces hay que ayudarlos con algunos colectivos llenos de muchachos para que llenen los estadios. Bueno, a Menem le pasó lo mismo, y encontró en Lomas de Zamora a Duhalde, y así hicieron la fórmula Menem-Duhalde, que trasuntaba una realidad política profunda. Menem reconstruyó el liderazgo peronista derrotando a Cafiero, que es provincia de Buenos Aires, con Duhalde, que es provincia de Buenos Aires. Divide en dos la provincia y se lleva la presidencia.

Creo que Duhalde apoyó a Menem con el entendimiento de que él venía después, porque pensó que se había creado una fórmula de sucesión que obligaba moralmente a Menem a ese gesto. Pero resulta que Menem nunca entendió la idea de sucesión. Como Perón, que tampoco entendía que debía tener un sucesor. El razonamiento de los líderes es más o menos de la si-

guiente manera: ¿quién va a venir después de mí? Después de mí no hay nada más. Entonces allí pasó algo que creo que no se explica bien en nuestra historia, que fue el Pacto de Olivos de 1994 y la reforma de la Constitución. Allí empezó la tragedia para Duhalde, porque Menem y Alfonsín pactaron en Olivos que los diputados de Alfonsín le dieran los votos al menemismo para que pudiera reunirse la Comisión Reformadora y Menem pudiera ser candidato y ganar la reelección, y cumplieron.

Cuando Duhalde quiso hacer lo mismo en La Plata, o sea, concretar la misma reforma para su reelección como gobernador, los mismos radicales que votaron por Menem votaron contra Duhalde, y éste no logró que la Legislatura provincial repitiera lo que hacía la nacional. Allí se le creó un gran problema a Duhalde, porque entonces se le generó un problema como el de Boca y River. Boca lo tiene de hijo a River, y River le tiene miedo a la camiseta de Boca. De la misma forma, Duhalde le tiene miedo a Menem. Pero además le tiene bronca, porque Duhalde se imaginó que todo fue una encerrona. Entonces Duhalde dio un rodeo político y, por ejemplo, se dio con Rico para conseguir los votos de sus seguidores. De esa forma ganó el plebiscito por muerte en la provincia. Sacó el 60 por ciento de los votos. Le habían hecho una trampa, pero él la rompió. También a partir de entonces supo que su enemigo era Menem. A su vez creo que Menem no lo considera ni siquiera su enemigo, porque tiene un problema de menosprecio absoluto. Lo cual es equivocado, porque yo diría que Duhalde es un hombre que disimula muy bien su inteligencia.

Allí nació el drama que se vive hoy. Porque en 1999 Duhalde consiguió la candidatura del partido pero, previamente, le frena la reelección a Menem. La Argentina ha sido gobernada por plebiscitos que nunca se hicieron. Es decir, ésta es nuestra fuerza principal porque el sistema funciona sobre amenazas de plebiscitos. Cuando Menem ganó en 1993 la elección parlamentaria, amenazó a Alfonsín con un plebiscito si no le permitían la reforma constitucional, y Alfonsín fue al pie, como se dice, con el Pacto de Olivos. Entonces Duhalde, en 1998, amenazó a Menem con un plebiscito en la provincia de Buenos Aires que hubiera sido abrumador, porque hubieran sido los votos de la Alianza, más los de Duhalde, contra la reelección. Entonces Menem se bajó del caballo. Ahora, ¿qué hizo una vez que se bajó del caballo? Empezó a boicotear por todos lados la candidatura de Duhalde y apoyó a otro candidato, es decir, su no candidato, que era De la Rúa. Porque De la Rúa nunca tuvo el poder. De la Rúa era un "muleto" que se le ponía en el camino a Duhalde.

## LA UNIDAD DEL MANDO POLÍTICO

Luego se produjo el golpe a De la Rúa y Duhalde, finalmente, quedó con el poder. Así llegamos a la situación actual con la fractura del peronismo por la ley centrífuga. La madre de todo lo centrífugo que hay en la política actual es Menem-Duhalde. Por eso Rosendo Fraga decía muy bien al final de su disertación que el tema va a ser cómo se recompone la unidad del mando polí-

tico en la Argentina con motivo de estas elecciones. El tema de fondo es si estas elecciones van a servir para construir consenso y poder político como para que alguien pueda gobernar. Éste es el dilema, y va necesitar tener por efecto algún tipo de superación de la tragedia Menem-Duhalde, que es la tragedia que está parando al país. Todo lo demás es secundario. El país tiene una dualidad de mando. El país está bicéfalo: una persona con dos cabezas. Todo lo demás viene de allí.

¿Cómo se puede resolver? Yo tengo algunos elementos de esperanza, a pesar de que hay que analizar la existencia de otros personajes. Duhalde no puede insinuar siquiera un entendimiento, porque está Chiche, su esposa. Después de tantos años de matrimonio, el hombre ni siquiera tiene ya la pretensión de gobernar; la podía tener hace unos años, pero después, en los últimos tiempos, gobierna Chiche. Porque las mujeres nos cuidan tanto, están tan pendientes de nosotros que no dejan acercarse a quienes consideran peligrosos. Al final, Chiche lo está cuidando a Duhalde de Menem. Lo blinda. Entonces es muy difícil que entre ellos dos haya algún tipo de acuerdo. En verdad, si fuesen seres racionales el acuerdo sería fácil, y consistiría en repetir el intento de 1989. Duhalde le podía haber abierto el campo a Menem, que ya tiene setenta y dos años, y éste es su último intento para ocupar la presidencia. El esquema de 1989 hubiera sido la lógica biológica, pero no se produjo.

Lo que me da cierta esperanza es que en las segundas líneas los muchachos siguen amigos. No hay ningún odio entre menemistas y duhaldistas, y si no fijense en Barrionuevo, como dice Fraga, cuya ley es que hay que dominar la calle y a Barrionuevo. Es decir, Barrionuevo y la calle. Todos los peronistas, menemistas o duhaldistas, salvaron juntos a Barrionuevo en el Senado. Es decir que apenas uno baja un escalón de Menem y Duhalde, los "muchachos" son los "muchachos". Tienen un sentido del poder y quieren quedarse, quieren gobernar, tener gobernaciones, intendencias, bancas. Quieren todo. De modo que digo que ahora estamos como en el extremo centrífugo de la tensión preelectoral.

Pero pueden pasar muchas cosas, pero una, como la insinuó Fraga, sería terrible: no tanto por el empate entre el primero y el segundo, sino entre el segundo y el tercero. Ese empate me tiene aterrado, porque si el 27 de abril las cifras son iguales entre el segundo y el tercero, vamos a enfrentar problemas de escrutinio, lo que puede ser mortal. Si casi acabó con la república norteamericana en la elección Bush-Gore, imagínense entonces lo que sucedería con nuestra endeble institucionalidad. Eso sería una posibilidad extrema muy centrífuga, por llamarlo así.

## LOS MUCHACHOS SE VAN A PISAR UNOS A OTROS

En el otro extremo, lo bueno sería que alguno de los dos principales candidatos del peronismo, es decir, Menem o el delegado de Duhalde, Kirchner, obtengan una luz importante sobre el segundo. Vamos a imaginar un escenario. Digamos que Menem obtiene el 25 por ciento de los votos y Kirchner

el 15 por ciento. Si en la realidad sucede algo como esto, los “muchachos” se van a pisar unos a otros para encolumnarse y puede quedar el tendal.

Se encolumnarán todos detrás del ganador y de esto no tengan duda. Intendentes, gobernadores, diputados, senadores, concejales, afiliados, todos. Porque ellos no tienen el problema de los principios. Ése es un problema que lo dejaron en la pubertad.

Entonces, si alguien del peronismo obtiene una luz importante, cuando el segundo mire para atrás, no va a tener a nadie. Se van a ir todos con el ganador, que es lo que pasó en 1989. En el gabinete de Menem estaban todos los renovadores de Cafiero. Yo recuerdo que en esa campaña nadie hablaba peor de Menem que los que después fueron sus ministros. Ésa es la realidad. Ése es el peronismo. Creo que el peronismo es como lo que fue el partido conservador del siglo XIX, o sea la política criolla en su máxima expresión.

En este escenario también están los “puros”, los que siempre hacen las grandes denuncias como Juan B. Justo, Lisandro de la Torre, últimamente Chacho Álvarez o Elisa Carrió. Siempre hay un partido de puros en la Argentina, pero nunca la ciudadanía cometió la insensatez de probar su pureza; y si alguna vez la probó, comprobó que se prefiere al mañero viejo porque ya tiene ciertos límites, frente al puro, fascinado con su nuevo rol.

De manera que éste es el panorama político. Me parece que podemos haber encontrado un pequeño rincón para el debate, y es si éste es otro ciclo que nace. Entonces tal vez veríamos el espectáculo maravilloso de que cuatro senadores saldrían de un bloque y al fin del pasillo serían ocho en lugar de dos.



---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS DE LOS EXPOSITORES

**Moderador:** ¿Usted sugirió que el bromista Menem nos dejó a De la Rúa?

**Mariano Grondona:** Creo que es una broma recurrente en la Argentina. Por ejemplo el bromista Roca nos dejó a Juárez Celman. No es normal que los caudillos dejen a otro de fuerte personalidad porque son posesivos, “*serás mía o no serás de naidés*”. Ésta es la ley común de los caudillos. Alfonsín no ha dejado a nadie en el radicalismo. Es una ley bastante general, lo que pasa es que en un país con instituciones muy fuertes se los limita. Ahora, si no hay instituciones fuertes, ahí se derraman en una ley centrípeta demasiado fuerte, que es la que generalmente hemos tenido en la Argentina.

**Moderador:** Perón galvanizó las elecciones de 1946 cuando lanzó el lema “Braden o Perón”. El concepto Barrionuevo o López Murphy, ¿podría producir una galvanización similar en el 2003?

**Rosendo Fraga:** Creo que López Murphy tiene que pensar muy bien los últimos quince días de campaña. Además va a haber quince días de campaña porque con el conflicto de Irak el tiempo será muy reducido. Creo, claramente, que el espacio que ha quedado vacante en la política argentina es el que debe ocupar el partido que represente a la clase media argentina.

**Mariano Grondona:** Digamos, para completar los conceptos, que una vez que consideramos la ley centrípeta del liderazgo, hay que construir la ley centrípeta de la opción.

**Rosendo Fraga:** En el año 1946 desaparecieron los conservadores y siguieron en el escenario los radicales y peronistas. El gran espacio hoy vacío es el del partido de la clase media argentina. Pero, como dijo Grondona, los sectores más populares, de una u otra forma, van a seguir representados por el peronismo. Es decir que ha desaparecido el radicalismo como el partido que históricamente representó a la clase media argentina desde fines del siglo XIX. Creo que el punto es que si López Murphy saca más votos que Ca-

rió y es el no justicialista más votado, tiene una posibilidad de pasar a ocupar ese espacio. Puede entonces dedicarse a la construcción de la nueva fuerza no justicialista. La antinomia con Barrionuevo lo puede ayudar, pero me parece que haga falta un poco más que eso para lograrlo.

**Moderador:** La división de los candidatos del justicialismo ¿es tan grande como para impedir que se junten para derrotar a un no peronista? ¿Las diferencias entre los candidatos de centro (Menem y López Murphy) pueden superarse en la segunda vuelta para que no gane el otro candidato?

**Mariano Grondona:** El dilema que tienen los votantes de López Murphy es que si votan auténticamente de acuerdo con sus convicciones el primer domingo, le pueden quitar posibilidades a Menem el segundo domingo. Creo que López Murphy es un hombre más serio, nuevo, responsable y más honesto que Menem. Pero si usted es auténticamente de centro derecha tiene el problema de que si lo vota a López Murphy, puede dejar afuera de la segunda vuelta a Menem. Creo que ése va a ser el problema de la centro derecha. Generalmente en la primera vuelta se vota de forma más emocional. Uno se da el gusto de votar por el que tiene más cerca de su corazón. Pero en la segunda vuelta, el voto ya es racional porque vota entre un mal mayor y un mal menor, inexorablemente. Pero no va a faltar el que diga, "a ver si todavía, por hacerme el emotivo en la primera vuelta no me dejan ser racional en la segunda". Ése es el dilema que tiene el electorado de centro derecha y no sé cómo se va a resolver porque el proyecto de López Murphy va más allá de esta elección, claramente.

Es decir que López Murphy, como dice Rosendo Fraga, con una buena elección, con un buen posicionamiento, tiene un futuro político muy interesante. Lo urgente es quién gana el 18 de mayo, pero quizá lo importante sea construir una fuerza que, finalmente, represente la racionalidad en medio de la historia apasionada de los argentinos.

**Rosendo Fraga:** Coincido plenamente con Grondona. Agregaría que si la confrontación es entre un justicialista y un no justicialista, está muy claro que el voto peronista se polariza en el candidato justicialista. Una segunda vuelta entre Menem y Kirchner, me da la impresión, arrojaría el 100 por ciento de los votos al peronismo, como señalaba Grondona. El votante de López Murphy es más Menem que Kirchner, mientras que el de Carrió es más Kirchner que Menem. El de Rodríguez Saá, por extracción social, es más Menem que Kirchner. Ahora, la segunda vuelta puede ser también Menem versus Rodríguez Saá. Lo que está claro es que Moreau no llega al ballottage. Ahora, en el medio, veo un gran esfuerzo de los medios para ponerlo a Kirchner como el hecho consumado de la segunda vuelta (Menem versus Kirchner). No estoy tan convencido de eso. No descarto que termine siendo Rodríguez Saá, en última instancia, en un ballottage. No es imposible que termine siendo Carrió o López Murphy, aunque es menos probable. Porque al segundo lugar a lo mejor se llega con el 20 o el 21 por ciento de los votos. Esto es posible. Esto es lo que quería marcar. Ahora, quizás el ballottage más difícil

de calcular es el de Menem versus Rodríguez Saá. No es imposible, desde mi punto de vista son las dos fórmulas peronistas más puras. En estos términos, ciertos votantes de centro derecha, más ideológicos, pensando en la economía van a preferir a Menem antes que a Rodríguez Saá. Los votantes más “antiimperialistas” –como lo podríamos llamar– dirán que Rodríguez Saá es antiimperialista, mientras que Menem es pro Estados Unidos. Pero esto me parece que es un tema realmente abierto y, como dijo Grondona, la posibilidad de que estén dos justicialistas en el ballottage es perfectamente posible. Hasta podría darse que los tres candidatos con más votos sean justicialistas.

**Moderador:** Si gana Menem ¿cómo gobierna? La misma pregunta me formulo en caso de que gane Kirchner.

**Mariano Grondona:** Creo que el problema de Menem va a ser, como dijo muy bien Rosendo Fraga, que éste es otro país. En este otro país, no sé hasta dónde Menem ha profundizado la autocrítica de sus dos periodos de gobierno durante los noventa. Creo que es muy grande, pero como es tan soberbio, no lo va a decir nunca. Menem siempre creyó que reconocer un error es mostrar una debilidad, así que la debilidad no la va a mostrar. Está pensando algunas cosas diferentes y me parece bien. El riesgo para él sería generar una expectativa como mágica, lo que se puede llamar “el efecto Cavallo 2001”. Esa expectativa mágica es creer que sólo porque viene él, el país cambia de golpe. Algo va a suceder con el cambio de expectativas, pero ese cambio solo no alcanza. Cómo gobernaría Kirchner es muy difícil de prever. El problema de Kirchner es ser como un ahijado renuente. Evidentemente, le debe todo a Duhalde, y eso en el acto de River se vio claramente porque fue prácticamente un pase de lista de los intendentes y punteros duhaldistas del Gran Buenos Aires. Uno se pregunta cuánta gente hubiera votado a Kirchner sin el apoyo de Duhalde. Sin ese apoyo el acto se podría haber hecho en el Círculo Italiano, difícilmente en River. Kirchner por un lado tiene la necesidad de distinguirse, de ser diferente, lo cual responde a cierta racionalidad, porque hay un cierto electorado de centro izquierda al que todavía puede apelar, y así competir con Elisa Carrió en ese sector. Pero hay algo más que eso. Me parece que hay un tema de identidad, de personalidad. Le decía el otro día a un amigo que si fuera dictador por veinticuatro horas, haría dos decretos. En primer lugar, fusilaría a los geógrafos porque son los que nos hicieron creer que éste es un país grande, con una economía grande, con un mercado grande. Por el segundo decreto prohibiría el taconeo de los Granaderos en la Rosada, porque cuando los candidatos llegan a la Rosada como presidentes y les taconeán, empiezan a creer que son presidentes en serio. Pero presidentes de veras, hubo muy pocos. Hubo muchos Derquis. La historia está llena de Derquis. ¿Cuál fue el problema de Derqui? Los dos pesos pesados de ahora, es decir, Duhalde y Menem, eran en su momento Mitre y Urquiza. Eran ellos los que tenían que arreglar la unidad, y eso se le ocurrió hacerlo a él. Entonces me parece que Kirchner corre el riesgo de Derqui, de asignarse un rol que no puede cumplir. Otra cosa son los presidentes inteligentes. Por ejemplo Alvear fue inteligente en los años veinte. El poder militar

era de Justo, y el poder popular era de Yrigoyen. Entonces él supo manejar-se sabiendo que no tenía ni el poder militar ni el popular. No sé si Kirchner tendrá este grado de prudencia.

**Rosendo Fraga:** Voy a un punto que mencionó Grondona con la reforma de 1994 y el tema de los caudillos. Creo que la reforma de 1994 acentuó esto de que el presidente que se va juega al fracaso del que viene. Esto de tener una presidencia de ocho años y dejar pasar otros cuatro para volver a tener ocho es terrible. El sistema de 1953 no forzaba tanto porque el que seguía no se podía quedar. Pero éste es un sistema donde el que se va, juega inexorablemente al fracaso del que viene. Porque si al que viene no le va bien, lo van a reelegir a él, que fue básicamente lo que mencionó Grondona. ¿Cuál fue el proyecto de Menem? Fue que De la Rúa agonizara cuatro años para volver en 2003. ¿Qué es lo que salió mal? Que De la Rúa se derrumbó demasiado rápido y se cruzó Duhalde en el camino. ¿Cuál es el proyecto de Duhalde? Es que Kirchner agonice cuatro años para volver en 2007. Duhalde ha dicho públicamente que quiere ser candidato en el año 2007. El conflicto es inexorable, porque si a Kirchner le va bien, va a ser reelecto en 2007. Con respecto a Menem, públicamente dijo hace unos días que se queda hasta el año 2011. Lo dijo y no sé por qué por lo menos un diario no tituló con: “Creo que Duhalde quiere ser en esta década de la política, lo que Cavallo fue a la economía en la década pasada”. Es decir, la persona que hay que convocar cuando la situación de crisis se desborda. Más de una vez Duhalde habló de “su papel de bombero”. Utilizó ese término muy gráfico. Ahora la incógnita es si el incendio es espontáneo o se lo azuza, que es la otra parte del problema.

**Moderador:** ¿Qué sucede con la sociedad argentina hoy? ¿Cómo pasó del “que se vayan todos” a que hay a 53.000 candidatos en la provincia de Buenos Aires? La sociedad argentina, ¿está dispuesta a darle tiempo al que viene o es una sociedad que en dos meses va a estar reclamando aumentos de salario y gigantescos planes de obras públicas?

**Mariano Grondona:** Voy a hacer una alusión a algo más estructural y es lo que estudió en su momento Schumpeter. El capitalismo es el único sistema conocido que trae desarrollo económico. Es un sistema que él llamaba de destrucción creativa. El capitalismo significa la competencia llevada hasta los últimos límites. El que pierde murió, el que gana se expandió, y la sociedad, como tal, va accediendo a nuevos niveles de innovación, de producción. Pero tiene un problema: el capitalismo es el sistema más eficiente en lo económico de los conocidos y el más repudiado por los intelectuales. Éste es un tema de fondo, y tanto que Schumpeter pronosticó en el año 1940 que el capitalismo iba terminar, como decía Marx, pero no por razones de fracaso económico, sino por el fracaso entre los intelectuales.

## **PANEL IV**

**Elecciones y economía:  
las propuestas económicas  
de los partidos políticos**





---

PABLO CHALLÚ\*

## INTRODUCCIÓN

Voy a desarrollar esta charla en tres puntos principales. Les voy a decir lo que, a mi modo de ver, estamos proponiendo como esencia para el plan económico de corto plazo. Les voy a decir, en segundo lugar, cuál es la lógica económica de lo que estamos proponiendo en relación con la situación económica y algunos antecedentes significativos de la historia reciente argentina. Por último, voy a delinear los que vendrían a ser los fundamentos y el contenido de la programación macroeconómica para los primeros seis meses de gobierno de Rodríguez Saá.

Como ustedes saben, el candidato ha dado a publicidad un libro donde tiene las 120 medidas, a veces son 125, a veces son 128; las 100 medidas, así se las llama, para los primeros 100 días de gobierno. Él las publicita suficientemente, yo no me voy a referir a ellas salvo que ustedes me hagan preguntas directas sobre alguna. Son 120 medidas, algunas, creo, con mucho consenso, otras son debatibles, otras son opinables. Pero el hilo conductor de todas esas medidas, desde el punto de vista económico, hacia donde uno percibe que se dirigen esas medidas en conjunto, es hacia la reactivación, hacia el aumento de la ocupación, hacia la disminución de la pobreza. Es que en el fondo, desde el punto de vista económico, lo que están denunciando estas 120 medidas es que todos los que trabajamos en el grupo económico de Rodríguez Saá pensamos que los principales problemas de la economía argentina son la recesión, la desocupación y la distribución anómala del ingreso que se ha generado en nuestro país.

\* Partido Justicialista (Adolfo Rodríguez Saá).

## BÚSQUEDA DE EQUILIBRIOS

Nosotros pensamos que no hay ninguna posibilidad de equilibrios macroeconómicos, ya sean presupuestarios, monetarios o cambiarios, si no damos políticas que se dirijan a conseguir una rápida reactivación, una rápida baja en la tasa de desocupación y un principio de corrección de esa anómala distribución del ingreso que hemos generado.

Para nosotros, entonces, éstos son los datos esenciales de la coyuntura, éstos son los datos esenciales de la situación económica que tenemos que atacar, como condición para superar esta crisis inédita que vive el país e, incluso, para poder alcanzar de nuevo los equilibrios macroeconómicos que queremos alcanzar, el equilibrio presupuestario, el equilibrio monetario y el equilibrio del mercado de divisas.

Quizás en esto voy a ser terminante, pero me gustaría ser claro. Vuelvo a repetir que para nosotros no existe ninguna posibilidad de encontrar esos equilibrios si no es en una economía reactivada, con baja sustancial en la tasa de desocupación y con una corrección en la distribución del ingreso.

Uno podría pensar que estas tres características de la situación económica son características del ciclo. Si uno piensa que son características de un ciclo lo mejor es esperar que el ciclo se corrija a sí mismo. Uno podría pensar que estas tres características son temas coyunturales, de tal manera que también se solucionan con temas coyunturales. Nosotros creemos, estamos convencidos, que esta recesión, esta desocupación y esta anómala distribución del ingreso son cuestiones estructurales de la economía argentina. Cuando decimos cuestiones estructurales, cuando hablamos de recesión estructural, lo que queremos decir es que comprometen el esquema de política económica y de políticas importantes que se han diseñado en la década de 1990; y que la condición para poder superar esa recesión estructural, esa desocupación y esa anómala distribución del ingreso, es corregir algunas concepciones, no todas, y alguna dirección en las políticas que fueron diseñadas en esa década. Digo esto porque uno puede también decir en cuanto a los síntomas de la situación, que estamos todos de acuerdo. Hay una recesión, los salarios están bajos, entonces hagamos algo para corregirlos.

Nosotros avanzamos un paso más. Creemos que el simple ataque a los síntomas no soluciona el problema, porque las causas siguen operando. Entonces lo que hay que atacar son las causas y las causas que creemos que hay que atacar son algunas concepciones equivocadas que dieron lugar a políticas en la década de 1990. Déjenme explicar viendo la evolución de la economía; permítanme ser en esto absolutamente sintético. En 1991 la Argentina inició una etapa de expansión, de fuerte expansión. Todos la vivimos. Cuando la ley de convertibilidad se afianzó, cuando creó la confianza en la regla monetaria, se produjo el círculo virtuoso: estabilidad, recuperación de crédito, actividad económica y, la verdad, fue una fuerza muy poderosa, sobre todo después de que el país había sufrido la hiperinflación. Fue una fuerza muy poderosa y, de hecho, esa fuerza empezó a actuar a partir de ese año y con buenos resultados a nivel de expansión económica. Adicionalmente, está claro, hubo otra serie de políticas implementadas. Las inversiones

ayudaron a esa expansión económica debido a las empresas privatizadas, un ciclo de inversiones asociado a la industria automotriz por la complementación con el Mercosur. Ayudó, también, un exceso de ingresos por parte de la población desocupada; o sea que hubo una serie de factores que contribuyeron al aumento del producto y a esa expansión. Sin embargo, cuando estos factores se “amesetaron”, es decir, cuando ya las inversiones motivadas por las privatizaciones llegaron a una especie de meseta, cuando las inversiones por la complementación de la industria automotriz también lo hicieron, después de algunas crisis en los mercados emergentes que dificultaron la entrada de capitales al país, entonces empezó a surgir una poderosa fuerza depresiva que actuaba en la economía.

### TIPO DE CAMBIO FIJO Y AJUSTE DE PRECIOS

Esa poderosa fuerza depresiva es la del tipo de cambio fijo o de la ley de convertibilidad. ¿Por qué es una poderosa fuerza depresiva? Yo no digo que sea depresiva a nivel de actividad económica, digo que es una poderosa fuerza de ajuste sobre precios y si no se puede materializar sobre los precios se materializa sobre la actividad económica. Estar ligado a la economía más productiva del mundo por un tipo de cambio fijo implica que si no tenemos la misma tasa de productividad tenemos que ajustarnos en precio. Si el resto de las economías frente a la economía preponderante devalúa, entonces tenemos un problema adicional.

Este problema adicional no se vio tanto en la Argentina por el hecho del tipo de cambio fijo que seguía, o la regla, una regla muy parecida que seguía Brasil. Cuando esa regla terminó, entonces esas fuerzas recesivas que se iban acumulando empezaron a actuar, pero también acompañaron otras políticas, como las negociaciones internacionales que tuvieron lugar en la Argentina en ese período. Nosotros no estamos en contra de la globalización, pero creemos que en las negociaciones económicas internacionales debemos defender los puestos de trabajo de las actividades económicas internas.

Este supuesto no se cumplió en la mayoría de esas negociaciones económicas internacionales. Por su parte, todo el sector privado hizo un fantástico esfuerzo de mejorar la productividad para poder subsistir. Esto significó menos planteles, significó un aumento de la desocupación que no fue absorbido por el resto de la economía, entonces, ¿qué queremos decir con esto? Que ya la recesión se estaba incubando en las mismas bases de las políticas diseñadas en la década de 1990. Por supuesto que después terminamos en lo que ya sabemos, no hace falta volver atrás en el desastre del corralito, en el desastre de la salida de la convertibilidad, porque fue una salida sin políticas, pero agregaron nuevos problemas. Agregaron el problema de un sistema financiero desquiciado y un problema actual que es el desalineamiento en los precios de la economía. Un desalineamiento bastante fuerte. Las principales variables desalineadas hoy en la economía son el salario y las tarifas; entonces allí tenemos un problema serio de precios relativos que hay que corregir.

Nosotros creemos que esa recesión, esa desocupación y esa anómala dis-

tribución del ingreso implican, para poder ser reformados, un ataque frontal a todos los errores que se cometieron en la década de 1990; si no, no se podrá emerger de ellas. Pero además de ese ataque frontal a las situaciones que se dieron en la década de 1990 creemos también que se debe hacer un esfuerzo para recomponer el set de precios relativos que ha sido afectado por esta devaluación sin sentido.

También creo que hay que corregir lo siguiente: la reacción que hubo frente a esta recesión estructural creo que fue un error de diagnóstico terrible para la Argentina, porque entiendo que se sostuvo, y muchos sostuvieron, que era el sector público o el exceso de gasto del sector público lo que estaba justificando la recesión y por lo tanto había que hacer más ajuste sobre el sector público; y la verdad que lo que hicimos fue que entrara la espiral depresiva que nos llevó al punto donde estamos.

## LA PROPUESTA

¿Qué estamos proponiendo ahora nosotros? Estamos proponiendo un ataque conjunto a todas estas causas, que se va a materializar en una programación macroeconómica para los seis primeros meses de gobierno del presidente Rodríguez Saá, si es que el pueblo lo elige a él como presidente. Las bases de esta programación macroeconómica son las siguientes: vamos a establecer una política de refinanciamiento de la deuda externa, vamos a fijar un monto a pagar a los organismos multilaterales de crédito (3.000 millones de dólares, estamos pensando, las cifras finales las vamos a dar cuando cerremos todos los números). Estamos pensando en fijar de antemano una tasa de crecimiento de la economía; nosotros no vamos a decir “veamos después con todas las condiciones cuánto queda de tasa de crecimiento”, sino que vamos a decir “la economía va a crecer entre el 7,5 y el 8 por ciento anual y, por lo tanto, vamos a incluir en los programas presupuestarios, monetarios y cambiarios esa tasa de crecimiento como elemento para la construcción de esos planes”. Vamos a establecer un aumento de salarios, 500 pesos el salario básico, 300 pesos la jubilación mínima. Dentro de esto vamos a establecer un pacto productivo que va a ser también un pacto social. El pacto productivo, ya lo dijo el candidato, es un pacto de refundación de la república, va a contener los 100 puntos, etc., pero en lo concreto también vamos a establecer un pacto, un acuerdo social, donde el gobierno se va a comprometer a los planes presupuestarios, monetarios y cambiarios que van a conformar la programación macroeconómica general.

Esto se va a explicitar, se va a hacer transparente y éste va a ser el compromiso del sector público del gobierno nacional; y vamos a ver que de esos acuerdos o de esas proyecciones vamos a tener equilibrio presupuestario, equilibrio en el mercado monetario y equilibrio en el mercado de divisas, pero con una tasa de crecimiento del 7,5 al 8 por ciento. Esto va a implicar una reformulación del presupuesto. Por supuesto vamos a tener un plan de 150.000 viviendas, un plan de forestación, un plan de ataque a las inundaciones en el suelo bonaerense.

¿Cómo se financiarán estos planes desde el punto de vista presupuestario? Si dijimos que vamos a pagar 3.000 millones de dólares (9.000 millones de pesos), en el presupuesto original, después veremos cómo van a ser las cifras a mayo, se calculaban 15.000, allí tenemos 6.000 millones. Estamos calculando 1.500 millones de pesos de planes de austeridad, y les quiero decir lo siguiente: en planes de austeridad Rodríguez Saá ha demostrado claramente la manera como maneja el presupuesto en la provincia de San Luis. Yo los invitaría a que estudiemos ese fenómeno porque es muy interesante, y vamos a tener una corrección de lo que se llama “corrupción estructural”, que se calcula entre 3.000 y 6.000 millones de pesos. Éste es un ítem que también habría que observar con mucho detalle. Rodríguez Saá ya dio dos ejemplos de lo que él considera corrupción estructural y creo que él tiene bastante experiencia, después de esos dieciocho años, para saber de qué se trata. Cuando da el ejemplo de la Autopista Illia con la autopista que está inaugurando ahora, cuando hace el ejemplo de la cancha de fútbol, lo que quiere decir con corrupción estructural es ni más ni menos que dentro del sector público hay precios y gastos que no corresponden con la realidad de lo que debería pagar el sector público.

En la parte monetaria nosotros vamos a sostener que la oferta monetaria debe acompañar el aumento de la demanda monetaria. Por supuesto, estamos calculando un aumento de precios, pero más bajo de lo que actualmente calcula el presupuesto de Lavagna más la tasa de crecimiento real, de tal manera que la tasa de interés sea compatible con el total de la programación.





---

PABLO ROJO\*

## INTRODUCCIÓN

Me voy a referir a tres temas que constituyen algo así como el corazón del programa económico sobre el que se está trabajando en el marco de la candidatura del doctor Menem. Éstos son, en primer término, la reforma del régimen impositivo; en segundo término, la reforma del régimen federal, y en tercer término, la problemática de la reorganización del sistema financiero y, en particular, el régimen monetario.

Con respecto al primer tema, que es la reforma del régimen impositivo, los argentinos tenemos la clara sensación de que el sistema está virtualmente agotado, fundamentalmente por dos razones, entre muchas otras. La primera es que tenemos un sistema impositivo que, a pesar de tener tasas nominalmente exuberantes y que suponen para aquel que paga correctamente todos sus impuestos una fenomenal presión impositiva, claramente son insuficientes los recursos que este sistema tributario acerca al Estado. Ésta es la primera señal de agotamiento.

La segunda señal es que tenemos un sistema impositivo que transmite a la economía señales en cuanto a qué es lo que la sociedad quiere estimular o desestimular en materia de uso de factores, o de premios y castigos, a distintos sectores o actividades productivas, que está totalmente desalineado con lo que hoy la sociedad percibe que es lo más importante en materia de política económica. Claramente tenemos un sistema impositivo con una fenomenal presión sobre los costos laborales, en una economía que tiene un 25 por ciento de desocupados y que el 50 por ciento de los trabajadores trabaja en negro.

El sistema impositivo ejerce una fenomenal presión nominal sobre el consumo, con alícuotas exuberantes del IVA, a las que hay que sumarles, por supuesto en las provincias, distintos tipos de impuestos, como ingresos brutos, que convierten el consumo en una actividad extremadamente castigada.

\* Partido Justicialista (Carlos Menem).

Éstos son los dos elementos básicos que surgen del diagnóstico de agotamiento del sistema impositivo. Tenemos que trabajar con detenimiento en una gran reforma del sistema tributario que debiera tener a nuestro juicio los siguientes ejes: en primer lugar hay que revisar en profundidad nuestro sistema de presión impositiva sobre la nómina salarial. Nuestra propuesta, en ese sentido, es la derogación plena y definitiva de las contribuciones patronales, con el compromiso que deberá asumir el sector empresario de trasladar estas reducciones de la carga impositiva al incremento del salario de bolsillo de los trabajadores. Esto deberá hacerse, por supuesto, no por decreto sino por la vía de una amplia discusión. Se deberá implementar por medio de convenios colectivos de trabajo con los grados de descentralización que la actual legislación en esa materia nos permite.

### ASIGNACIONES FAMILIARES

Simultáneamente vamos a tener que revisar en el marco de esta política de ingresos de base profundamente impositiva, el régimen de asignaciones familiares que funciona tan mal como el sistema de cargas sociales. ¿Por qué? Porque es un sistema que ahora está protegiendo aproximadamente sólo el 15 o 20 por ciento de las familias argentinas. A éstas les está proveyendo de asignaciones específicas y no son necesariamente las familias más desprotegidas porque son las que están trabajando en el sector blanco de la economía, que no son las que tienen las peores condiciones laborales, ni, por supuesto, los peores sueldos. Nosotros pensamos que hay que reformar con detenimiento el sistema de asignaciones familiares y pasar a un sistema universal, que, en las circunstancias actuales, esté fundamentalmente focalizado en sostener el esfuerzo que las familias tienen que hacer por la crisis para que sus chicos permanezcan en el colegio. Lo más grave que nos puede pasar, como consecuencia de esta crisis, no es sólo que no podamos solucionarla rápidamente, sino que deje secuelas permanentes; y una de las secuelas permanentes que puede producir es dejar a millones de chicos fuera del sistema escolar, condenados, además, a que en cuatro, cinco o diez años queden excluidos del sistema laboral. Lo que proponemos es reformar el régimen de asignaciones familiares y pasar a una asignación familiar universal de entre 30 y 50 pesos en función de la asistencia regular al colegio, para todas las familias empobrecidas, que cubra a 5.800.000 chicos. Tenemos que sacar a los chicos de la calle, de la delincuencia y de la mendicidad.

### EL IVA Y EL IMPUESTO A LAS GANANCIAS

Éstas dos reformas son costosas. Cuestan aproximadamente 6.000 millones de pesos. Tenemos que financiar esta reforma a partir de los otros componentes de la reforma impositiva. En ese sentido creemos que es necesario reformar dos impuestos. Por un lado, el impuesto al valor agregado, que tiene que pasar a ser un impuesto con una alícuota nominal un poco más baja

que la actual pero absolutamente uniforme, sin ningún tipo de exenciones ni de alícuotas diferenciales. Por otra parte, tenemos que reformar en profundidad nuestro sistema de impuesto a las ganancias. Este impuesto, como saben los especialistas, en la Argentina es virtualmente un impuesto a la Cuarta Categoría que sólo lo pagan los profesionales y los asalariados. Tenemos que pasar a un impuesto que capte la totalidad de los ingresos del contribuyente y que el contribuyente, como se hace en Chile o en otros países, pueda hacer incidir en su monto imponible aquella porción de sus ingresos que destina a ahorros de largo plazo. De manera tal de tener un sistema que termine gravando el ingreso consumido de los contribuyentes. Es obvio que hay que encarar una reforma de igual naturaleza en el régimen de impuestos a las ganancias de las sociedades, con un tratamiento diferenciado para las ganancias que se distribuyen y para aquellas ganancias que se reinvierten en el propio negocio. También tenemos que revisar en paralelo y simultáneamente el régimen de amortización fiscal de los bienes de capital y de los inmuebles, que hoy está totalmente desajustado en relación con la realidad económica de lo que es la inversión y el avance tecnológico. Esto es, a grandes rasgos, lo que estamos pensando en materia de reforma impositiva.

## EL RÉGIMEN DE COPARTICIPACIÓN FEDERAL

El régimen federal es otra de las instituciones que en nuestro país funciona muy mal. Los signos del mal funcionamiento del régimen federal son claramente visibles, la proliferación de cuasimonedas, el total desalineamiento de las políticas fiscales y tributarias entre la Nación y las provincias y dos hechos que deben ser corregidos. En primer lugar tenemos un régimen federal que no diferencia ni separa claramente cuáles son las responsabilidades de la Nación y cuáles las de las provincias. Hay un enorme número de funciones que están superpuestas, que suponen gastos superpuestos entre la Nación y las provincias. Miremos lo que pasa en materia de política social, con confusas políticas nacionales, provinciales, municipales, un montón de plata gastada y resultados más que modestos, yo diría que son muy mediocres. Otra cuestión que también tenemos que resolver en el régimen federal es que no divide claramente cuáles son aquellos impuestos que pueden cobrar las provincias y cuáles son aquellos impuestos que puede cobrar la Nación. Entonces tenemos una fenomenal proliferación, estrafalaria en muchos casos, de impuestos que gravan los mismos hechos económicos y que se perciben por la Nación, por las provincias. Incluso hasta los municipios empezaron a inventar tasas que, en realidad, son impuestos a las ventas, o a la actividad de una empresa. La nueva Ley de Coparticipación tendrá que establecer claramente qué responsabilidades tiene la Nación. Pensamos que la Nación es claramente responsable de un estado federal, defensa de la soberanía nacional, regulaciones exteriores, regulación macroeconómica y seguridad interior.

## LA RESPONSABILIDAD DE LAS PROVINCIAS

Debemos determinar cuáles son las responsabilidades de las provincias. Pensamos que, claramente, deben ser las grandes prestadoras de servicios públicos es decir, educación, Justicia, seguridad y políticas sociales. Si las provincias van a ser como dice nuestra Constitución, las grandes prestadoras de servicios personales a la comunidad, tienen que cobrar los impuestos personales. La correspondencia fiscal consiste básicamente en que el Estado o la administración financien un cierto tipo de actividad con un cierto tipo de impuesto. Si las provincias van a prestar, como de hecho ya lo hacen en gran medida, los servicios personales, entonces los impuestos de base personal tienen que ir a las provincias. Obviamente el impuesto de base personal por excelencia es el impuesto a las ganancias de las personas y a sus patrimonios. Ese impuesto debe ir en su totalidad al ámbito de las provincias y las provincias deben seguir cobrando los impuestos que habitualmente cobran (impuestos prediales y registrables, patentes e impuesto inmobiliario); pero deben dejar de cobrar los impuestos a las transacciones, que deben ser impuestos exclusivamente nacionales. De manera tal que proponemos que el impuesto a los ingresos brutos y el impuesto de sellos se deroguen. En cambio, los impuestos transaccionales que cobrará la Nación, básicamente el IVA, deberán ser coparticipados. Incluso con índices de coparticipación algo más elevados que los actuales justamente para compensar la transferencia de funciones que implica completar el proceso de descentralización.

## CREACIÓN DE UN FONDO ANTICÍCLICO

Hay dos cuestiones muy importantes que debemos incorporar hacia adelante en la Ley de Coparticipación Federal, a la luz de las experiencias de los últimos años, y uno es que necesitamos un fondo anticíclico. Cuando la recaudación impositiva crezca, parte del incremento de la recaudación tiene que ir a un fondo y ese fondo debe estar disponible para atender aquellos ciclos económicos en los cuales la recaudación impositiva baje. La Argentina vive en una economía global. En la economía global hay momentos de alza y momentos de baja, y debemos tener instituciones económicas adecuadas a esos fines. En segundo lugar tenemos que establecer claramente en el régimen de coparticipación federal que ni la nación ni las provincias ni los municipios pueden tener déficit fiscal. Ésta debe ser una norma de la ley de coparticipación federal y constituir un nuevo fundamento del contrato federal entre la Nación y las provincias. Esto es esencialmente lo que estamos pensando en materia de régimen federal.

El tercer gran tema es el régimen monetario. A todos los argentinos nos resulta clarísimo que necesitamos, por nuestra historia y por nuestras experiencias previas, tener un régimen monetario que sea transparente, claro, que todos los argentinos lo podamos entender, que sepamos cómo funciona

y que sea susceptible en sí mismo de generar condiciones que restablezcan la confianza.

## EL BANCO CENTRAL

Creo que en las circunstancias actuales un retorno a la convertibilidad no es viable y no es razonable. Pero sí es muy razonable que algunas de las reglas que tenía nuestro régimen de convertibilidad monetaria se restituyan plenamente. Fundamentalmente hay dos: el Banco Central tiene que ser plenamente independiente y debe tener absoluta prohibición de financiar el déficit público con emisión monetaria. Yo le agregaría una tercera regla al régimen monetario: el equilibrio fiscal permanente. Bajo estas tres premisas es posible que los argentinos podamos empezar a reconstruir una relación de confianza entre nosotros y nuestra moneda y sobre esa base empezar a pensar en la recuperación de los ahorros que hoy están fuera del sistema bancario. Y a partir de la recuperación de los ahorros volver a restablecer condiciones que hagan viable el crédito.

Éste es nuestro planteo en la actualidad. Un régimen con moneda fuerte, con moneda estable, pero no con tipo de cambio fijo, es decir, manteniendo la posibilidad de que la Argentina ajuste su tipo de cambio frente a violentos o súbitos shocks que puedan darse, principalmente, en nuestro principal socio comercial, o en el contexto internacional.

Esto es el corazón de lo que nosotros estamos pensando en materia de régimen monetario. Éste es un programa que es extremadamente ambicioso porque significa, en gran medida, completar muchas de las reformas que no pudieron hacerse durante la década de 1990, y no se hicieron porque había fuertes resistencias a la realización de esas reformas. Creo que en algunos casos como, por ejemplo, la falta de equilibrio fiscal, la no realización de esas reformas en tiempo oportuno, forma parte de los problemas cuya potenciación por falta de poder político y de liderazgo, condujo a los resultados que están a la vista.

## LIDERAZGO POLÍTICO

Esta reforma requiere un enorme liderazgo político y también una gran capacidad de gestión. Necesitamos que estas reformas se hagan rápidamente, con gran liderazgo y una gran autoridad. Va a ser muy difícil poner en marcha la economía argentina si por medio de estas reformas no generamos un verdadero shock de confianza que revierta plenamente las expectativas, en general volátiles, e incluso negativas, que todavía tiene la sociedad argentina con respecto a su propio futuro. Nosotros estamos convencidos de que este conjunto de reformas que estamos planteando es realmente susceptible de recrear la base de la confianza que el país necesita para poner plenamente en marcha su economía. Para eso necesitamos un poder político muy fuerte, un gran liderazgo, y una de las mejores maneras de obtener ese liderazgo

es, claramente, obteniendo una victoria electoral contundente. Mi íntima convicción es que estamos marchando hacia un resultado electoral contundente que va a permitirnos poner en marcha este conjunto de reformas que la Argentina necesita.



---

MANUEL SOLANET\*

## INTRODUCCIÓN

Si algo tenemos claro es que quien venga el 25 de mayo no puede hacer “la plancha”, es decir que no puede asumir el rol de un gerente para hacer modificaciones y seguir caminando. Quien venga no va a tener la ventaja del actual ministro que es contar con una fecha cierta para traspasarle los problemas a otro. Hay muchos problemas importantes y urgentes que hay que resolver como el de las tarifas de los servicios públicos congeladas mientras se deterioran los servicios. Tampoco podemos mantener a la Argentina separada del resto del mundo sin iniciar la reestructuración de la deuda pública en default. Los acuerdos con los organismos multilaterales, en especial con el Fondo Monetario, tienen una fecha corta de vencimiento y habrá que renovarlos. Así podría seguir enumerando los problemas que, subterráneamente, van incrementando la gravedad de la situación. De manera que más allá de asumir el rol de un ideólogo, el próximo presidente, necesariamente, tiene que encarar su gestión sobre la base de transformaciones profundas y de desafíos que no puede eludir.

## LOS EJES DEL PROGRAMA

Hay tres ejes en nuestro programa que son básicamente los siguientes: la emergencia social, el institucional y el económico. El primero es atender la emergencia social. Como cualquier gobierno que se enfrenta a una catástrofe natural, la Argentina está pasando ahora por una verdadera catástrofe social que no se puede soslayar, tiene que actuar y tiene que hacerlo en lo inmediato. Repito, lo primero es desarrollar un programa de emergencia en lo social.

\* Movimiento Federal Recrear.

El segundo plano es el institucional. Si en algo hoy la Argentina tiene un déficit es en la confianza que los propios argentinos tienen respecto de la gestión de su gobierno y de la confianza del mundo con respecto a la Argentina. Confianza apoyada en la visión de instituciones deterioradas que hay que reconstruir, que hay que recrear, esto es una condición *sine qua non*.

El tercer frente es el económico. El marco económico podemos dividirlo en dos cursos de acción: el de las reglas que pretendemos que se impongan en el funcionamiento de la economía, y el de las reformas económicas, para resolver de una vez para siempre los problemas que nos han traído a esta situación.

El programa de emergencia apunta a dos frentes de acción. Aquí, como siempre, hay que concentrar los objetivos para no dispersarlos, porque los recursos siempre son escasos y un programa de emergencia se apoya en recursos fiscales. En nuestro caso apuntamos a dos frentes: la emergencia ocupacional y el hambre. La emergencia ocupacional tratada sobre la base de un programa que reencauzará los fondos que actualmente se destinan a jefes y jefas de hogar y otros subsidios hacia un nuevo subsidio al empleo. Se subsidiará a través de la complementación o suplementación del pago de sueldos por parte de empresas medianas o pequeñas que incrementen su planta de personal y contraten personas desocupadas. Claro está que es un programa que requiere estas dos condiciones para evitar el riesgo moral de utilizarlo para financiar el pago habitual de salarios.

También habrá un programa nutricional que se establezca sobre tecnología que impida la utilización clientelística o política y la corrupción. Hay experiencia en el mundo que puede ser aprovechada. Nosotros nos proponemos encararlo a través del mecanismo de tarjeta de débito, que no sólo permite control sino que también hace posible relacionar estos beneficios con el cumplimiento de otros objetivos sociales, como la escolaridad, la vacunación, etc. Estos programas son, necesariamente, de plazos limitados y tendrán vigencia en tanto dure la emergencia social que estamos enfrentando.

## EL MARCO INSTITUCIONAL

El marco institucional es fundamental; y aquí diría que vamos a ejercer liderazgo, fortaleza en la acción, gobernabilidad, que es un tema que nosotros no descuidamos y tenemos una estrategia para encararla, junto con el respeto a la Constitución, a la ley y a los contratos. Quien invierta en la Argentina, quien encare una actividad, quien tome relación a través de un contrato con otra persona debe saber que éste va a cumplirse; y va a ser el Estado, principalmente, el que va a respetarlo y hacer que se respete. Aquí empalma una Justicia que tiene que ser independiente, eficiente y honesta. Nosotros tenemos una propuesta de reforma judicial, que no voy a exponer acá, pero que consideramos que es un eje importante para crear estas condiciones.

Respecto a la propiedad que es un derecho básico que ha sido violado, daremos seguridad jurídica en todo el sentido del término. Debemos restituir para la Argentina esas condiciones. Esto no es sólo encarar reformas institu-

cionales. Por cierto que hay una retroalimentación con las reformas económicas. Un Estado que tiene una situación estructural de desequilibrio, que no se resuelve precariamente como hoy se está encarando la situación fiscal. En cuanto haya que ajustar salarios, en cuanto haya que abandonar el cobro de retenciones por una devaluación que se va atenuando en el tiempo y no permite su utilización fiscal, la situación del Estado puede volver a ser lo que tradicionalmente ha sido, si no se encararan reformas profundas. Así cuando hay un Estado, sea nacional o provincial, que gasta más de lo que recauda y no tiene disponible –como hoy no lo tiene la República Argentina– la posibilidad del crédito ni tampoco la de emitir para resolver el financiamiento de ese déficit, es un Estado potencialmente confiscador. De manera que la seguridad jurídica exige, a su vez, reformas en el plano económico y, particularmente, en el plano del Estado.

Tiene que haber previsibilidad y no tiene que haber modificación diaria y continua de las reglas, ya sea normas tributarias o regulatorias. Tenemos que hacer de esto una condición. Siempre hay una estructura tributaria mejor de la que tenemos hoy. Siempre hay objetivos cambiantes y vamos a encarar reformas, pero pongamos como un objetivo básico la estabilidad de las reglas. Y esto lo necesita, más que nunca un país que ha roto las reglas y que hoy enfrenta un gravísimo problema de caída de confianza.

## EL MARCO ECONÓMICO

En el marco económico hablé de reglas y de reformas. ¿Cuál es el régimen monetario que nosotros visualizamos y el régimen cambiario? Nosotros visualizamos una moneda estable, una moneda propia y hemos descartado el retorno a la convertibilidad y, por cierto, a la dolarización. Pero pretendemos reinstalar aquellas reglas que debieron acompañar la convertibilidad y no lo hicieron, como la prohibición de emitir para el Tesoro, la necesidad del equilibrio fiscal, y en estas circunstancias prohibición de endeudamiento, tanto del gobierno nacional como de los gobiernos provinciales y municipales. Propiciamos la flotación de esta moneda frente al dólar y las otras divisas. Deseamos un Banco Central independiente actuando en política monetaria. No queremos hablar de *inflation targeting* no me gusta la palabra inflación, pero sí, actuando de manera tal de preservar, y ésa es su principal función, la estabilidad de la moneda. El Banco Central cumplirá el rol de prestamista de última instancia para aquellas corridas bancarias circunstanciales sin un trasfondo estructural, rol que consideramos importante, sobre todo en un sistema financiero que ha perdido la confianza y en una población absolutamente sensibilizada. Creemos en la banca universal y desechamos la idea de una banca transaccional, de una banca *off-shore*. Ninguna de estas dos alternativas resuelve el problema del *lending*, del crédito, de la disponibilidad de crédito. El sistema financiero tiene que recuperarse en un proceso de bancarización y en un proceso que permita que los ahorros vuelvan al sistema y se conviertan en crédito para las personas y para las empresas.

Hay que potenciar los instrumentos del mercado de capitales, en un país que los ha utilizado insuficientemente aun en los buenos momentos de estabilidad. La Argentina tiene que aumentar su bancarización, pero tiene que aumentar sustancialmente la proporción del financiamiento que evita la intermediación bancaria.

## LA DEUDA PÚBLICA

La deuda pública, y esto lo encararemos de inmediato, debe reestructurarse ante una perspectiva cierta y demostrable de que se va a honrar la deuda reestructurada y ésta es la forma de lograr las mejores condiciones para esa reestructuración, muy largos plazos, muy baja tasa de interés. Esto implica una quita de gran magnitud. Si se puede lograr una quita al principal, no hacemos una cuestión religiosa de no hacerlo. La cuestión es llevar negociaciones inteligentemente hechas, en forma prudente, sin enervar a los acreedores y logrando de ellos las mejores condiciones. Para eso es necesario ofrecerle un marco institucional y un marco fiscal de credibilidad. Pensamos que logrando esas condiciones, se requerirá un superávit primario no inferior a 3,5 puntos del producto, probablemente 4 puntos del producto y creemos que es factible lograrlo. Porque acá son necesarias algunas reformas que nosotros venimos proponiendo desde hace mucho tiempo y que hoy se hacen imprescindibles. Éstas son las que no pueden obviarse, hay que hacerlas en cualquier circunstancia, pero sobre todo ahora que estamos frente a estos problemas.

## REFORMA DEL ESTADO

Habrá una profunda reforma del Estado y no me refiero a recortes y ajustes. He hablado mucho de este tema y hemos trabajado en FIEL demasiado como para que en este ámbito tenga que volver a exponer sobre lo mismo. Modernización del Estado, transparencia, introducción de reglas de eficiencia, tecnología, alineación de incentivos, reestructuración, reducción, con los mecanismos de amortiguación que en una situación de alta desocupación son necesarios. Se puede y se debe reducir el gasto del Estado. Se puede atacar la evasión a través de acciones en el plano tributario, simplificación tributaria y acciones en los órganos de administración tributaria, como la Aduana y la DGI. Tecnificación, reestructuración, transparencia son objetivos que se pueden alcanzar y para ello tenemos propuestas.

Modificación en el plano tributario. Empiezo por una que no se refiere a la estructura de tributos, sino a quién los recauda y a dónde se destinan. Es la modificación del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos. Nosotros proponemos un régimen en donde haya correspondencia fiscal plena. La Nación se reserva para sí tributos en la medida necesaria para cubrir con la recaudación su gasto, mientras que el conjunto de las provincias recuperará potestades tributarias para cubrir, también, el propio gasto. Claro

está que hay que incorporar un fondo de redistribución entre las provincias para empalmar el nuevo régimen con el actual, tal como lo dispone la Constitución de 1994. El actual régimen tiene un componente redistributivo. En principio transferencia a las provincias del impuesto a la transferencia de combustibles, impuestos internos y la mitad de la alícuota del IVA. Reducción gradual de las retenciones, o sea de los derechos de exportación en la medida que el tipo de cambio real retorna a valores promedio históricos, algo menores que el tipo de cambio real actual, eliminación, donde aún no se ha realizado, del impuesto a los sellos, eliminación gradual del impuesto al cheque y en una primera etapa su utilización nuevamente como pago a cuenta de otros impuestos. Proponemos sustituir el impuesto a los ingresos brutos, y acá hay opciones. La opción que más nos gusta es su sustitución por un IVA provincial, además del IVA que se transfiere a las provincias al sustituir el régimen de coparticipación. La simplificación tributaria debe ser absoluta, total. Reducción sustancial de la evasión. Un programa fiscal sobre estas bases, sobre la base de la reforma del Estado, para poder encarar el pago de la deuda externa.

## EL GASTO SOCIAL

Habrán importantes reformas que abarcan el gasto social, y esto es importante. Solemos recibir la acusación de que la educación no es una prioridad para nosotros y que cuando nos tocó la responsabilidad de acompañar a Ricardo López Murphy en el Ministerio de Economía hicimos ajustes a costa de la educación. Vuelvo a insistir por enésima vez que no fue así y seguramente ustedes ya lo han comprendido. Pero queremos decir que tenemos un programa de reforma educativa, de reforma del sistema de salud, un programa que abarca los planes sociales focalizados en la responsabilidad del gobierno y en la intención que estas responsabilidades recaigan fundamentalmente en los gobiernos provinciales. Pensamos crear trabajo y modificar las reglas, en favor de los trabajadores, en favor del aumento de productividad, que es lo único que, a largo plazo, permite que los salarios aumenten.





---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS DE LOS EXPOSITORES

**Moderador:** ¿Cómo imagina, Pablo Challú, el sistema financiero y el tema de los servicios públicos, que también es uno de los precios relativos que está desacomodado en el contexto que usted mencionó?

**Pablo Challú:** Pensamos en una reforma de la Carta Orgánica del Banco Central y en una reforma de la Ley de Entidades Financieras. Queremos mantener la independencia del Banco Central, queremos sostener el objetivo principal de mantener el valor de la moneda pero queremos agregar un objetivo que es el de contribuir al crecimiento de la economía. Para nosotros el Banco Central no debe ser el que compense todas las anomalías que se verifican en el resto de la economía. El Banco Central debe tener, desde nuestro punto de vista, una visión amplia de la economía y que tenga en cuenta como valores por considerar no sólo el tipo de cambio y las tasas de interés sino la tasa de crecimiento de la economía. En cuanto al sistema financiero, estamos pensando en alguna manera de recrear las cajas de crédito y las cooperativas de crédito, porque entendemos que es lo que se necesita para financiar a las pequeñas y medianas empresas. Con esta estructura del sistema financiero creemos que no hay manera de encontrar una forma de canalizar el ahorro y el crédito hacia este sector de la economía, el cual creemos va a ser uno de los elementos fundamentales de la reactivación.

**Moderador:** ¿Y en cuanto a los servicios públicos?

**Pablo Challú:** Estamos a favor de una renegociación de los contratos de las empresas privatizadas. Creemos que en muchos casos se han dado una serie de ventajas. Quiero hacer rápidamente un recordatorio del momento en que se dieron las privatizaciones. Recuerdo que allí se jugaba con dos variables importantísimas que tuvieron incidencia en los contratos. Una de las variables era que la Argentina no era en aquel momento merecedora de crédito externo. Creo que eso originó un factor de distorsión en los contratos. El segundo punto fue que se quiso obtener una gran ganancia fiscal de las ventas de los activos, y creo que allí se originó un segundo elemento de distor-

sión de los contratos. Es decir que nosotros pensamos en una renegociación de los contratos sin afectar, de ninguna manera, los derechos adquiridos, y al mismo tiempo que la renegociación haya una conversación acerca de las tarifas que efectivamente hoy, si tomamos en cuenta la evolución de los precios y del marco tarifario, están atrasadas.

**Moderador:** Otro tema que no completó es el de la negociación de la deuda externa.

**Pablo Challú:** Es un tema muy interesante. Nosotros estamos proponiendo lo siguiente. Primero, la vocación de no endeudamiento del país; o sea, el país va a hacer una declaración de no mayor endeudamiento. La Argentina va a declarar, en caso de que Rodríguez Saá fuera electo presidente, que no recurrirá más al endeudamiento externo, por supuesto hasta que no cambien las condiciones de la economía, eso lo veremos en el curso del tiempo. Ése es un punto. El segundo punto es el siguiente: vamos a establecer con los organismos multilaterales una cantidad anual de pago de la deuda, la estamos estimando en 3.000 millones de dólares; puede ser más, puede ser menos, dependiendo del final, de cómo termina la programación macroeconómica; pero a condición de que se levanten todas las restricciones que los organismos multilaterales imponen sobre la capacidad que tiene la Argentina de imponer sus propios programas económicos. Vamos a decir que vamos a pagar la deuda externa. En la deuda externa pública, con acreedores privados, vamos a pasar por un proceso de determinación de lo que es legítimo y lo que es ilegítimo, va a ser un proceso razonablemente rápido. Una vez que se determine esto vamos a establecer en un período el absoluto cumplimiento de las obligaciones externas, solicitando, a través de una negociación que va a estar en cabeza de un conjunto de notables nacionales y de asesoramiento del Banco Central y del Banco Nación (pero no de asesoramientos externos), una renegociación donde pediremos una baja sustancial de la tasa de interés y un alargamiento de los plazos. Nuestro criterio principal, en principio, sería honrar el principal de la deuda, pero también en este caso, si fuera necesario o se dieran las condiciones, estableceríamos una quita.

**Moderador:** ¿Le puedo pedir un ejemplo de deuda pública ilegítima?

**Pablo Challú:** Eso es lo que se va a determinar. Es la que está documentada o que no está documentada. Todos pensamos que va a ser fácil documentarla, pero si hay un clamor político para que se documente, documentémosla. Eso pasó también en 1983, si no me equivoco.

**Moderador:** Por razones de tiempo durante su exposición, Solanet, usted no alcanzó a hablar sobre los servicios públicos, ¿qué puede decirnos sobre el tema?

**Manuel Solanet:** Normalización de los contratos, con un objetivo claro de no reversión o reestatización, salvo cuando aquella normalización no sea po-

sible a través de una negociación equilibrada. Restitución de las ecuaciones económicas perdidas, desde ya va a ser imposible el punto de la redolarización de las tarifas en la mayor parte de los servicios públicos, pero nosotros creemos que esto se puede lograr en una negociación llevada con seriedad, con firmeza, con honestidad, evitando recesiones culposas para el Estado argentino, que van a ser una hipoteca para quienes después tengan que hacerse cargo de ellas, es decir, los contribuyentes de este país. Revisión de algunos marcos reguladores con un criterio de promoción de la competencia. En los últimos diez años, por razones incluso tecnológicas, hay muchos mercados de servicios públicos que admiten mayor grado de competencia para que la intervención del Estado en el control de precios y otras regulaciones sea limitada al máximo en ese contexto competitivo.

**Moderador:** Con Pablo Rojo también tenemos que revisar los temas de servicios públicos y del sistema financiero, que no alcanzó a mencionarlos.

**Pablo Rojo:** En el tema de servicios públicos claramente tenemos que encarar un rápido proceso de discusión sobre la evolución de las tarifas públicas. Esas tarifas están en la actualidad claramente desfasadas con respecto a la evolución que han tenido los costos de las empresas y hacen planear sobre el futuro de la prestación de estos servicios serios riesgos. Porque en algunas circunstancias las tarifas actuales no están cubriendo las mínimas necesidades del mantenimiento del capital invertido y de adecuado cuidado de la calidad y continuidad de los servicios públicos. Ésta es una negociación que debiera iniciarse muy rápidamente y que, a mi juicio, debiera tener una gran restricción que es la siguiente: no podemos ajustar los precios de las tarifas públicas, de los servicios públicos, hasta tanto no se haya puesto en marcha la política de recomposición de los ingresos de los asalariados. El proceso de recomposición de las tarifas públicas de acuerdo con criterios de respeto de los contratos y de sensatez económica tiene que ir claramente en forma paralela a la recomposición de los ingresos de los argentinos. No tiene demasiado sentido, no tiene ningún sentido, en realidad, encarar un proceso de recomposición de las tarifas públicas que es claramente necesario, si paralelamente no hay una recomposición en el ingreso de la familia. Si no lleváramos estos dos procesos paralelamente, creo que incurriríamos en un grave riesgo ya no de colapso técnico de los servicios por falta de adecuado mantenimiento, sino que incurriríamos en el riesgo de un colapso comercial de los servicios, es decir, poner a millones de familias en la imposibilidad práctica de hacer frente a las tarifas de los servicios públicos. Tengamos presente que en las circunstancias actuales más de un 50 por ciento de los asalariados en la Argentina vive con menos de 400 pesos por mes, y por debajo de 300 pesos por mes está viviendo el 30 por ciento de la población. Durante la década del noventa hubo un extraordinario crecimiento de los servicios públicos en la Argentina, no solamente en calidad sino también en cobertura. Hoy los servicios públicos, en particular los más esenciales, como la luz, por ejemplo, están llegando virtualmente a todas las familias argentinas. Por supuesto incluso a aquellas que hoy están viviendo con 150 Lecop de los

Planes Trabajar o de los Planes Jefes y Jefas de Hogar. Entonces tenemos que ser extremadamente cuidadosos de que el proceso de rediscusión de las tarifas de los servicios públicos vaya al mismo ritmo que la recomposición de los ingresos de los argentinos.

Con respecto al tema del sistema financiero. No quiero entrar en disquisiciones muy técnicas, me parece que éste no es el ámbito, pero creo que vamos a tener que tener particular cuidado a la hora de reconstruir el sistema de protección prudencial de nuestro sistema bancario, de sacar las enseñanzas de la crisis financiera de los últimos 24 o 30 meses. En particular, creo que va a haber que revisar las normas prudenciales de manera tal de hacerlas extremadamente estrictas en lo que se refiere a la banca transaccional. Una de las principales razones, a mi juicio, por la que la crisis de nuestro sistema bancario se "espiralizó" y generó un daño económico mayúsculo, infinitamente mayor que el que generaron otras crisis bancarias en otros países, pensemos que el Producto Bruto de la Argentina cayó durante el año 2002 el 11 por ciento aproximadamente y ninguna de las crisis asiáticas generaron caídas del Producto Bruto tan abruptas como la que tuvo la Argentina. Porque en la Argentina no solamente tuvimos una crisis bancaria muy complicada sino que tuvimos una virtual ruptura de toda la cadena de pagos y de todo el sistema de pagos durante varios meses, en particular los meses que fueron desde el corralito de Cavallo hasta probablemente el mes de febrero o marzo. De manera tal que vamos a tener que ser muy cuidadosos en que las normas prudenciales de la banca transaccional sean particularmente rigurosas para asegurarnos que ese segmento de la actividad financiera funcione bajo cualquier condición, incluso la peor, como la que se dio durante las anteriores crisis, y creo que, a su vez, tenemos que revisar en profundidad las normas prudenciales para la actividad plenamente bancaria. Es decir, la de transformación. Allí tenemos que, claramente en el futuro, administrar mucho mejor ciertos riesgos.

Nosotros somos favorables a que el sistema financiero vuelva a captar recursos en dólares. ¿Por qué? Por una razón puramente práctica: hay decenas de miles de millones de dólares en los colchones, como se dice, de gente que claramente ha perdido su confianza no solamente en el sistema bancario argentino sino también en la moneda. Si nosotros queremos obligar a toda esa gente a volver a ahorrar en pesos, lo más probable es que esos fondos terminen yéndose definitivamente del país. La Argentina no puede renunciar a masas de recursos tan considerables que en las circunstancias actuales tendrían un enorme impacto en lo que se refiere a la reactivación del crédito y en general de la actividad económica. Proponemos que el sistema financiero vuelva a tener capacidad para tomar recursos de ahorro en dólares por parte de los ahorristas. Ahora, claramente, vamos a tener que imponer cierto tipo de restricciones para que esos recursos en dólares del sistema bancario sean empleados en la financiación del sector de transables de la economía, es decir, que haya una cierta correspondencia para evitar ese descalce de riesgo que tuvo el sistema bancario argentino durante los años anteriores, en el sentido de estar captando recursos en moneda dura, en moneda extranjera y prestándolos al sector de los no transables de

la economía. Cuando se produce el desajuste, obviamente el sector de los no transables nunca tiene la cantidad de dólares necesaria para atender sus obligaciones crediticias.

En ese sentido creo que tenemos que pensar en una reforma regulatoria mayor, que nos permita recuperar los ahorros del público, que en gran parte están en dólares y que el público probablemente quiere que sigan en dólares, y compatibilizar ese deseo con normas regulatorias y prudenciales que permitan volcar esos recursos al sector de transables de la economía. Eso va a tener efectos macroeconómicos muy relevantes porque uno de los hechos que nos sorprende del modelo productivo de Duhalde es que devaluamos 260 por ciento y las exportaciones caen. Estaba mirando las estadísticas del primer trimestre de este año 2003, hay un crecimiento de las exportaciones pero es solamente debido al aumento del precio de los combustibles, porque las exportaciones industriales del primer trimestre de este año cayeron el 15 por ciento con respecto al primer trimestre del año pasado. Es decir que el modelo productivo genera una contracción inédita del volumen de exportaciones. En gran parte esto se debe, y todos los que están en el sector de los transables lo saben, a un *credit crunch* fenomenal, es decir, las empresas no tienen capital de trabajo. Hay que proveerles financiación, justamente a un sector que tiene la capacidad de captar divisas y evitar que haya un *mismatch* de riesgos entre activos y pasivos bancarios si restablecemos las operatorias en dólares para el ahorro. Así que éstas son las ideas y no quiero avanzar demasiado más en esto.

Hay un tema que sí me gustaría explicar, si me dan dos minutos, que es el de la reinserción externa de la Argentina. Deuda pública, Mercosur, ALCA.

En deuda pública nuestra política va a ser ir muy rápidamente a una renegociación. Nuestro mayor y más ferviente deseo es que la Argentina pueda terminar la reestructuración de su deuda bajo ley extranjera el 31 de diciembre de 2003. Se habla mucho y cosas muy confusas sobre el tema de la deuda pública externa. Hay muchos países que han *defaulteado* en la década del noventa, en general todos los arreglos sobre la deuda consistieron en establecer un compromiso de superávit primario, que si es demasiado alto el país no lo puede sostener en el tiempo y si es demasiado bajo los acreedores dicen que hay que hacer un poco más de esfuerzo. Si promediamos lo que uno observa que pasó durante los noventa, hay que tener un superávit primario del 3,5 por ciento del Producto Bruto. Ésa es la realidad, y hay que atender servicios de la deuda por el equivalente de ese 3,5 por ciento del producto. Esto implica que la Argentina tiene que ir con un planteo de compromiso con respecto a su superávit primario, eventualmente ofrecer un colateral, vinculado a la evolución de las exportaciones del país y proponer una sensible reducción de la tasa de interés, que debiera pasar, probablemente, del 9 por ciento nominal que tiene la deuda pública bajo ley extranjera a una tasa del orden del 2,5 al 3,5 por ciento, según los plazos y por supuesto con un cierto diferimiento de los vencimientos de capital, que si uno mira la evolución de las cuentas públicas y el balance de pagos debiera ser de, por lo menos, cinco años. Ésos son los parámetros sensatos en una renegociación de la deuda. Por supuesto que el principal hay que respetarlo, estas ideas

que uno va y hace quitas de capital ni a Saddam Hussein se le ocurre esto, así que, francamente, son bastante pocas serias.

En cuanto al ALCA y el Mercosur, nosotros somos partidarios fervientes del Mercosur. Durante los diez años de gobierno del doctor Menem se firmaron los grandes acuerdos del Mercosur; Ouro Preto en particular, que sentó las bases de esta zona de unión aduanera imperfecta.

Ahora hay un problema que hay que resolver sí o sí con Brasil, hacia adelante, si queremos seguir construyendo el Mercosur. Es la convergencia de las políticas macroeconómicas. No se puede tener una zona de unión aduanera si no hay una cierta regla de juego con respecto a la evolución de las paridades cambiarias de las dos monedas. Éste es el gran tema de agenda que la Argentina tiene por delante; hay muchos otros dentro del Mercosur, pero si no resolvemos el tema de crear ciertas reglas que acoten la fluctuación del real con respecto al peso no podemos ser optimistas con respecto al destino del Mercosur. Esto pasó en Europa, son negociaciones habituales. En Europa se dieron en las décadas de 1960 y 1970, de allí surgió la Serpiente Monetaria Europea, después las bandas de flotación más acotadas, y eso culminó, finalmente, muchos años después, en una convergencia macroeconómica plena y la constitución de una moneda común para la Unión Europea. Yo creo que estamos muy lejos de una moneda común con Brasil, pero tenemos que estar cerca de una serpiente monetaria, es decir, bandas de fluctuación variables entre el peso y el real.

Sobre el ALCA no hay mucho que discutir. Todos los países del mundo quieren vender en Estados Unidos porque es la economía más rica del mundo y la que mayor poder adquisitivo tiene, así que discutir si queremos o no queremos tener acceso al mercado más rico del mundo, a mi juicio, es una perfecta tontería. Por supuesto, tenemos que aprovechar la posibilidad que se ofrece en las circunstancias actuales de empezar a discutir condiciones de acceso, menos restrictivo, o más libre, al principal mercado del mundo. Y creo que eso hay que hacerlo seriamente y muy rápido. El *deadline* que tenemos sobre eso es el año 2005. ¿Por qué? Porque la Argentina hoy realmente en materia de comercio internacional está afuera de todos los grandes clubes.

En el mundo, para terminar, hay tres grandes movimientos que se están dando en materia comercial. China está creciendo al 10 por ciento por año e incorporando 100 millones de chinos que vienen de la economía no sé qué a la economía de mercado, y generan enormes flujos de comercio que están aprovechando muchísimos países del sudeste asiático y del Extremo Oriente y China es el gran motor del desarrollo económico en esa zona. Tenemos la Unión Europea que hoy está absorbiendo la mayor parte de las economías que provienen del bloque socialista, y a gran parte de las economías mediterráneas que estaban fuera de la Unión Europea hasta ahora. La Unión Europea tiene, además, un ambicioso programa de llevar las reglas del libre comercio hasta Rusia. Es decir que está integrando una gran cantidad de países.

Por último, está Estados Unidos que ya incorporó en un acuerdo de libre comercio a México, ya hay acuerdo de libre comercio en el marco del ALCA

firmado con todos los países del Caribe y todos los países de Centro América, y Chile ya tiene un acuerdo de libre comercio. ¿Dónde estamos nosotros? ¿En qué club nos estamos asociando? Si nosotros estamos fuera de esas tres grandes corrientes de integración y de dinamismo del comercio mundial no podemos ser optimistas con respecto al crecimiento futuro que la Argentina puede tener. Porque no estamos en China, sin duda que no estamos haciendo una *application* para la Unión Europea y no podemos perdernos la posibilidad que nos abre la incorporación a esta amplia zona de libre comercio que está proponiendo Estados Unidos.

**Moderador:** Ésta es una pregunta para Manuel Solanet y para Pablo Rojo, vinculada al tema de la flotación cambiaria. Esta mañana, tanto en la presentación de Daniel Artana como en la de Daniel Heymann, se habló de las ventajas pero también de los problemas que tiene la flotación, y si bien Rojo ya mencionó algo en la parte del sistema financiero que tiene que ver con el tema de aceptar dólares (porque de hecho la convertibilidad fue orientada por la demanda, en el sentido de que les guste o no les guste a los *policy-makers*, la gente quiere ahorrar en dólares en el largo plazo en la Argentina), Solanet no hizo un largo capítulo en ese tema. De paso amplió la pregunta, porque cuando uno se imagina la flotación piensa que si va a haber equilibrio fiscal y el Banco Central va a tener política independiente etc., la verdad es que hay una equivalencia. ¿Es lo mismo el tipo de cambio flotante que el tipo de cambio fijo?, porque en el fondo se van a parecer. Frente a un shock externo obviamente no es lo mismo; no se parecen en nada. ¿Cómo se compatibiliza una idea de recuperar la moneda, generar reglas claras, estabilidad, etc., con el anuncio de que cuando haya un shock externo devaluamos, estafamos a los de adentro y le pagamos a los de afuera?

**Pablo Rojo:** Habría estafa si frente a un shock externo tuviéramos un sistema de tipo de cambio fijo donde se decidiera devaluar, porque allí estaríamos violando el contrato implícito que está en la regla de tipo de cambio fijo. En realidad, si nosotros establecemos un sistema monetario, supongamos de manera extremadamente estilizada y simplista, con estos tres pilares, equilibrio presupuestario, prohibición de emitir moneda para financiar déficit público y plena independencia del Banco Central, con la posibilidad de que se desarrolle la captación de ahorro en moneda extranjera, a condición de que ese ahorro sea prestado únicamente al sector de transables de la economía, estamos ya creando condiciones de fuerte estabilidad cambiaria. Es cierto, yo no lo hice por razones de tiempo, que eso no describe la totalidad del régimen monetario; por supuesto que por arriba de esas reglas vamos a tener que discutir, y esto es función particularmente del Ejecutivo y del Congreso, metas que debe tener el Banco Central en lo que se refiere a la evolución de ciertas variables. Allí la discusión siempre es la misma, se discute sobre control de cantidad, podemos ir a políticas de base monetaria, o se discute cuestiones de precio, es decir, políticas en materia de tasas de interés.

No vamos a escapar a ese debate, lo que sí estamos creando son las condiciones para que cualquiera de esas dos opciones suponga que la Argentina

tiene un régimen monetario que es intrínsecamente estable por las condiciones macroeconómicas en las que se desenvuelve. Ésa es probablemente una de las críticas que se le podría hacer a la convertibilidad, era un régimen extremadamente estable en su diseño pero se desarrolló, sobre todo en los últimos años, en un contexto en el cual la macroeconomía no jugaba en favor de las duras reglas y las rígidas disciplinas que imponía el sistema de convertibilidad. Creo que en las circunstancias actuales me gusta más un Banco Central que, con este telón de fondo, esté mirando la evolución de la tasa de inflación más que cualquier otra variable. A mi juicio, todos los que hablan de *inflation targeting*, etc., miran modelos muy sofisticados. Hay que tener modelos macroeconómicos que funcionen muy bien para hacer *inflation targeting*. El *inflation targeting* que vamos a tener nosotros, probablemente sea mucho más rudimentario, esté más mirando la base monetaria y tengamos un cierto control de base monetaria. ¿Por qué? Porque sabemos que en los próximos dieciocho meses la economía argentina puede tener tensiones inflacionarias severas. Porque hay un tal desajuste, un tal mamarracho de precios relativos en la economía que, de alguna u otra manera, va tener que arreglarse con salarios excesivamente bajos, con tarifas públicas retrasadas, con sectores industriales que algunos ajustaron 100 por ciento sus precios en relación con la evolución de sus costos porque tenían demandas solventes, otros que no lo hicieron tanto. Miren las enormes diferencias que hay entre la tasa de inflación mayorista y la tasa de inflación minorista. ¿Quién está pagando esas diferencias? Hay alguien en el medio de la cadena que no está teniendo los márgenes que tradicionalmente tenía. Entonces hay muchos problemas de precios relativos, y en un contexto así yo creo que es bueno que el Banco Central esté particularmente atento a la cuestión de la inflación. Cuando hayamos ajustado plenamente los precios relativos y todos nos sintamos relativamente cómodos con el sistema de precios relativos, creo que podremos revisar si la política, si hay que hacerlo por ley y en el marco de un debate importante, si el Banco Central mira la variable inflación o empieza a mirar otro tipo de variable, como por ejemplo tasas de interés o, incluso, el tipo de cambio.

**Manuel Solanet:** Creo que no hay que hacer una cuestión religiosa de eso sino una cuestión de orden práctico. Siempre fui proclive a enamorarme de los modelos de tipo de cambio fijo y dinero pasivo. Realmente eran los que nos permitían reducir la tasa de interés en plazos cortos y con todas sus consecuencias positivas. El problema de la Argentina siempre fue un problema de incertidumbre, de manera que todo aquel modelo que la atenuara era muy atractivo. Pero me he convencido de que tenemos que hacer el esfuerzo por lo estructural y lograr la confianza por ese lado, y evitar la tentación de fijarla a través del tipo de cambio. Coincido con Pablo Challú en que tenemos por delante un proceso de reacomodamiento de precios relativos que necesariamente va a mantener una tasa inflacional. Tal vez más alta que la situación actual de plancha, tal vez no, con esto no quiero hacer ningún tipo de presagio. Pero creo que tenemos que aprender del pasado y tener en cuenta, también, que los argentinos están muy desengañados y va a ser muy difícil convencer-

los de que desapareció la inflación y que tenemos un tipo de cambio fijo para siempre. Creo que en estas circunstancias la estabilidad de nuestra moneda va a venir, pero lo va a hacer a través de acciones profundas.

**Moderador:** Para Pablo Challú tengo un conjunto de tres preguntas. ¿La reformulación presupuestaria a qué se refiere, es presupuesto base cero? ¿Cómo será implementada la administración presupuestaria de manera de eliminar la corrupción estructural por 6.000 millones de pesos? Por último, pensando en esa corrupción estructural y el gasto, ¿desde Economía manejará usted el gasto primario del sector público nacional, que apenas es el 45 por ciento del gasto total consolidado?, ¿cómo se arregla con el otro 55 por ciento restante?

**Pablo Challú:** Es un tema bastante complicado la relación entre Estado nacional y provincias. Vamos a insistir fuertemente para que los criterios que se utilicen para formular el presupuesto nacional también se utilicen para formular los presupuestos provinciales. Estamos pensando en un manejo directo de las partidas, donde se sospeche que puedan existir esos precios y esos gastos abultados, va a haber grupos de análisis de trabajo directamente dependientes de la administración central en ese sentido. Ya algunos progresos se han hecho en algunos grupos que están trabajando, hay algunas partidas que se están analizando; y eso es lo que se va a proponer, por supuesto, al Congreso Nacional para las reformulaciones presupuestarias que correspondan.

Quiero hablar un segundo del tipo de cambio. Yo insisto en que hay que integrar la variable nivel de actividad económica, si no podemos tener un problema grave, porque no hay manera de equilibrar los fundamentales de la economía si no tenemos en consideración cuál es el estado de la actividad económica. Por eso yo distingo dos procesos. El primer proceso actual con un alto grado de desocupación y un uso muy bajo de la capacidad instalada; luego, cuando nos acercamos a un uso pleno, el 75 u 80 por ciento, dos turnos, de la capacidad instalada. Me parece que son dos cosas bien distintas. Me parece que en la primera etapa la necesidad de un tipo de cambio flotante en rotación sucia es absolutamente necesaria. No creo que las variaciones del tipo de cambio sean estafas, puede haber apreciaciones también del tipo de cambio. O sea también las variables económicas suben, bajan, y nosotros no llamamos a eso estafa. Lo que es estafa es si efectivamente uno cambia la regla monetaria y cambiaría, porque en ese caso, uno estaba jugando un determinado partido y lo hacen jugar otro partido. Allí sí podemos hablar de esa circunstancia. Pero cuando uno anuncia un tipo de cambio flotante, de flotación sucia, anuncia los números fiscales, monetarios, cambiarios que dan sustento a la programación económica general, por ejemplo del segundo semestre, me parece que tenemos todas las condiciones para que el tipo de cambio no tenga por qué ser de alta variabilidad.

Si bien coincido en que la distorsión de precios relativos y de salarios relativos es realmente monstruosa, no coincido en que la tasa de inflación tenga que ser muy alta si atacamos ese problema.

**Moderador:** A partir de ahora cada orador tendrá un minuto para el siguiente ejercicio. Pablo Rojo, ¿qué es lo que está mal en el programa de Solanet y de Challú?

**Pablo Rojo:** Hay un tema en el cual yo tengo algunas dudas casi técnicas, digamos, que es el régimen de coparticipación federal que ellos plantean. El sistema del IVA mochila, es decir un IVA provincial yo no sé cómo funciona y ningún tributarista jamás me supo decir por qué. Como ustedes saben el IVA implica manejo de créditos y débitos. Si eso debiera hacerse a escala provincial debiéramos tener aduanas interiores que computen el paso de créditos y débitos que se generan como consecuencia del movimiento interprovincial de mercancías. Así que la idea de un IVA provincial es un mamarracho absoluto, a mi juicio, y jamás nadie de los que lo proponen me ha explicado cómo funciona. Peor, el problema que tenemos hoy es justamente que las provincias y la Nación cobran impuestos sobre las mismas bases imponibles. Lo que tenemos que separar es sobre qué base imponible cobran impuestos las provincias y sobre qué base imponible cobra los impuestos la Nación. Porque si todos grabamos los mismos hechos económicos sin tener en cuenta lo que hace la otra instancia, lo que generamos es la situación actual de absoluto caos en materia impositiva para las provincias. Nuestro planteo es mucho más serio en el tema de coparticipación porque la verdadera correspondencia fiscal es que haya relación clara entre el tipo de servicio que presta la administración provincial y el tipo de impuesto con que se lo financie. Más, nuestra vieja y sabia Constitución de 1953 y 1960 decía que los impuestos directos son impuestos comerciales porque nuestros constituyentes sabían perfectamente que eran las provincias las que prestaban los servicios a la comunidad, y que la Nación sólo tenía funciones delegadas para las relaciones exteriores, la defensa de la Nación. Entonces, hay que volver a eso, a las cosas sencillas, sensatas, que nuestro país tuvo cuando era grande. La Nación cobra los impuestos indirectos, los impuestos básicamente a las transacciones y también el impuesto de sociedades que no se podría cobrar a escala provincial porque hay muchas empresas que tienen establecimientos en distintas provincias. Las provincias cobran los impuestos directos, que son básicamente los impuestos de ganancias y de patrimonio de los residentes que están en esa provincia y, por supuesto, cobra los impuestos prediales y registrales que hacen a la gestión de los patrimonios inmobiliarios, las patentes, etc. Ése es el sentido común, y a eso hay que volver. Además, por supuesto, hay que generar mecanismos de compensación por la vía de la coparticipación de los impuestos transaccionales que cobra la Nación de manera tal reequilibrar un poco los tantos entre provincias más ricas y provincias más pobres. No hay otro modelo de coparticipación. Todo este tema de empezar a pensar cómo nos repartimos el IVA, con la mochila, con el otro, es un disparate. Tenemos que volver a lo que era nuestra Constitución sana y sensata. Además, así funcionan los verdaderos regímenes federales que en este momento son observados y analizados como regímenes federales exitosos en el mundo.

**Manuel Solanet:** El concepto de IVA que nosotros proponemos es el de IVA destino. No es complicado dados los avances que hay hoy en las técnicas de administración tributaria. La Unión Europea tiene este concepto para cada uno de sus países y no hay ningún problema en su aplicación. Hoy no podemos detenernos ante problemas de este tipo, ante el avance de la informática.

**Moderador:** ¿Eso es para ingresos brutos?

**Manuel Solanet:** No, me refiero al IVA. Ingresos brutos también tiene dificultades enormes. Pero lo sustancial, más allá de que rebato el tema de la inaplicabilidad y yo no lo creo, creo lo contrario, lo sustancial es derogar correspondencia fiscal plena. Si nos referimos a la Constitución de 1953, el Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos aparece en la década de 1930. En otras décadas las rentas de aduana eran de la Nación y las provincias tenían otras. Después fueron apareciendo, y eso fue generando una distorsión. Lo malo de este régimen es que no se puede corregir de la forma propuesta, es que se gasta con billetera ajena. Esto ha generado desincentivos, alineamientos incorrectos en la forma de gastar y en el control del gasto, y esto es una causa fundamental de lo que ha ocurrido en la República Argentina. Si nosotros no llegamos a administrar los fondos públicos de la forma que hay que hacerlo y a ordenar los presupuestos en los tres niveles de gobierno, vamos a estar frente a problemas insolubles como lo hemos estado. De manera que éste es un tema en el cual obviamente tenemos una diferencia, pero estoy convencido de la bondad de lo que nosotros proponemos; lo hemos estudiado, no estamos acá proponiendo algo que no se puede aplicar. Si algo nos preocupa –y estamos actualmente nosotros en etapa– es que las cosas que decimos se puedan hacer y rápido, aunque haya luego un proceso de implementación. Pero las leyes las queremos poner en el Congreso el primer día de gobierno y lograr todo el impacto de una elección ganada, con el poder que eso significa, el compromiso moral de un Poder Legislativo que tiene que responder a un gobierno con ese pleno poder y además con un programa plebiscitado porque ha sido expuesto antes de las elecciones, y esto tiene que ver con la gobernabilidad.



## **SEGUNDA CONFERENCIA**

### **Equilibrio fiscal, deuda y ajuste macroeconómico**

*Buenos Aires, 5 de junio de 2003*



## **PANEL I**

### **Desórdenes fiscales y performance macroeconómica**





DANIEL ARTANA\*

## **EL DESAFÍO FISCAL DE LA ARGENTINA**

### **INTRODUCCIÓN**

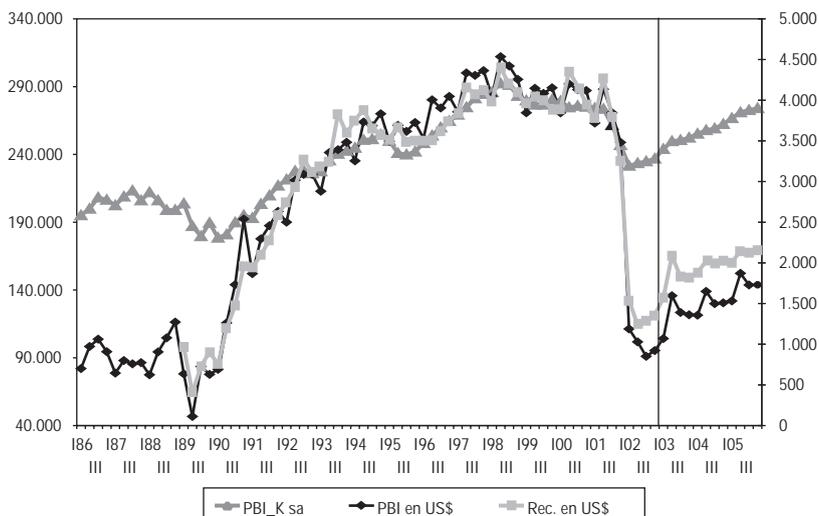
La primera cuestión que quisiera remarcar es que la Argentina tiene un desafío fiscal muy importante con el Estado Nacional en bancarrota y, por lo tanto, la pregunta que uno debe hacerse es si el contexto puede ayudar a resolver la renegociación de la deuda y hacer que los problemas que hoy lucen muy difíciles, producto de la evolución de las variables macroeconómicas, vayan mejorando. Aquí hay un elemento central: debido a que una parte importante de la deuda pública está expresada en dólares, en la medida en que el producto bruto de la economía crezca en dólares la recaudación también crecerá en esa moneda, y lo que hoy luce muy difícil puede parecer más fácil.

### **PBI Y RECAUDACIÓN NACIONAL**

En primer lugar quisiera mostrarles el gráfico 1 sobre el PBI y la recaudación nacional, en donde puede observarse la evolución del PBI a precios constantes corregido por estacionalidad. Allí vemos la recuperación de la crisis después de la hiperinflación, la crisis del tequila y la crisis actual. Hasta acá llegan los datos oficiales. Se observan también las proyecciones de un escenario relativamente optimista, donde la Argentina emprende algunas reformas que surgen de las proyecciones de mediano plazo de FIEL. Más tarde voy a mostrar un escenario apenas más optimista que éste. Es decir, estamos trabajando con un supuesto de crecimiento de alrededor del 5% en la salida de la crisis. Lo que está medido sobre el eje de la izquierda, es el producto bruto en dólares de la Argentina –obviamente, la caída es mucho más pronunciada por la devaluación–, y sobre el eje derecho la recaudación en dólares del gobierno nacional. Lo interesante para marcar es cómo la Argentina a comienzos de los noventa en un par de años no sólo duplica el PBI en dólares, pro-

\* Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

GRÁFICO 1  
PBI Y RECAUDACIÓN NACIONAL



ducto de la recuperación económica y de la apreciación cambiaria, sino que también experimenta un salto en dólares en la recaudación. La pregunta es: ¿es posible una recuperación con estas características para el futuro? Porque de ser así, lo que hoy parece una tarea muy difícil será más fácil.

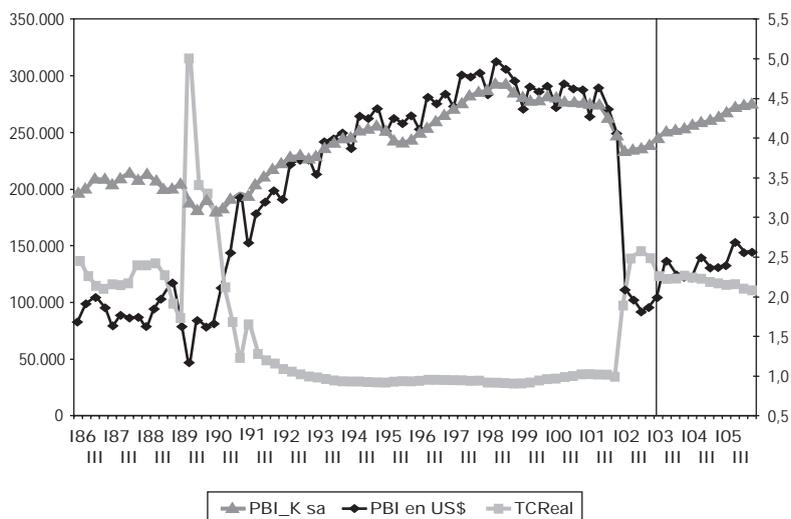
## PBI EN DÓLARES

En el gráfico 2 quitamos la recaudación y sobre el eje de la derecha colocamos el tipo de cambio real. Se ve claramente que además de la recuperación económica, que fue muy fuerte en la salida de la crisis de la hiperinflación del período 1989-1990, ese salto tan importante del PBI en dólares se debe a una apreciación muy fuerte del tipo de cambio real.

¿Qué es lo que nosotros creemos que ocurrirá de aquí en adelante? Pensamos que hay una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real pero mucho más moderada, y que la salida de esta recesión será a una tasa de recuperación importante pero mucho menor de lo que fue en aquella. ¿Por qué? En primer lugar aquella fue una recuperación donde la Argentina acometió un montón de reformas estructurales. En los años 1991 y 1992 la Argentina crecía a tasas de entre el 10 y 11 por ciento real anual, hoy el gobierno está esperando el 5 por ciento, nosotros esperamos 6 por ciento para este año, en cualquier caso son tasas del orden del 50 por ciento de aquéllas.

La segunda cuestión importante es qué sucederá con el tipo de cambio real, y eso depende de la disponibilidad de capitales que tiene el país. La im-

GRÁFICO 2  
PBI EN DÓLARES

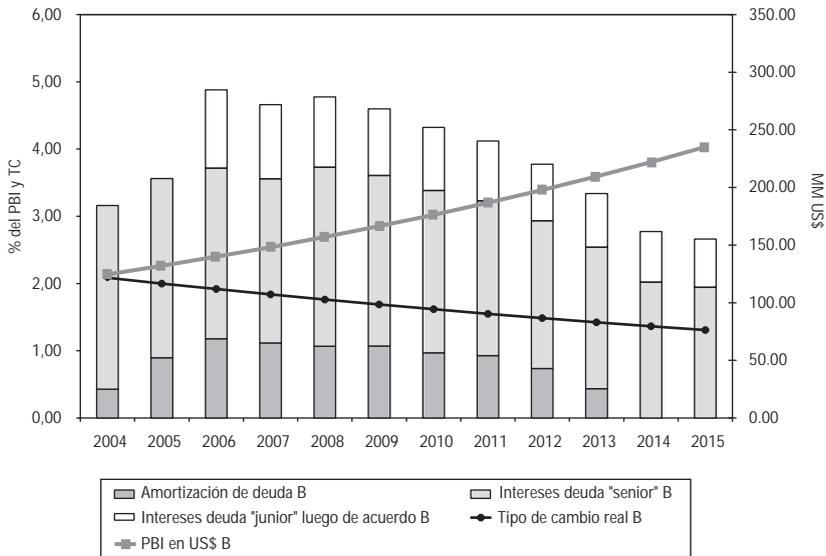


presión que tenemos es que a diferencia de lo que ocurrió en la década del noventa en la cual retornaron fuertemente capitales no sólo a la Argentina sino a toda la región y, en consecuencia, el tipo de cambio real se apreció fuertemente, esperamos una menor afluencia de fondos y una apreciación más suave del tipo de cambio real. Por lo tanto, el contexto probablemente ayude a que los números luzcan un poco mejor, pero esa mejora medida en dólares no será tan impactante como lo fue a principios de los noventa. Por consiguiente, la reestructuración de la deuda será un desafío bastante complicado.

## SUPERÁVIT FISCAL PRIMARIO

A continuación, presentaré los escenarios de requisito de superávit fiscal primario, elaborados bajo algunos supuestos. Existe un supuesto del momento en el que la Argentina reestructura la deuda, vemos en el gráfico 3 las amortizaciones de la deuda nueva que la Argentina tiene con personas radicadas en el país, para las cuales es difícil pensar que pueda haber un *rollover* automático de la deuda y esto, por lo menos en los primeros años, seguramente presionará sobre el superávit primario. Es decir, no sólo hay que pensar en intereses sino también en rescatar parte de esa deuda en términos netos. Lo que está supuesto aquí es que los organismos internacionales, los bancos, las AFJP y los tenedores grandes institucionales realizan el *rollover* del capital. También pueden observarse los intereses de la deuda senior, que es la deuda con los multilaterales y la deuda con los bancos y entidades fi-

GRÁFICO 3  
ESCENARIO BASELINE



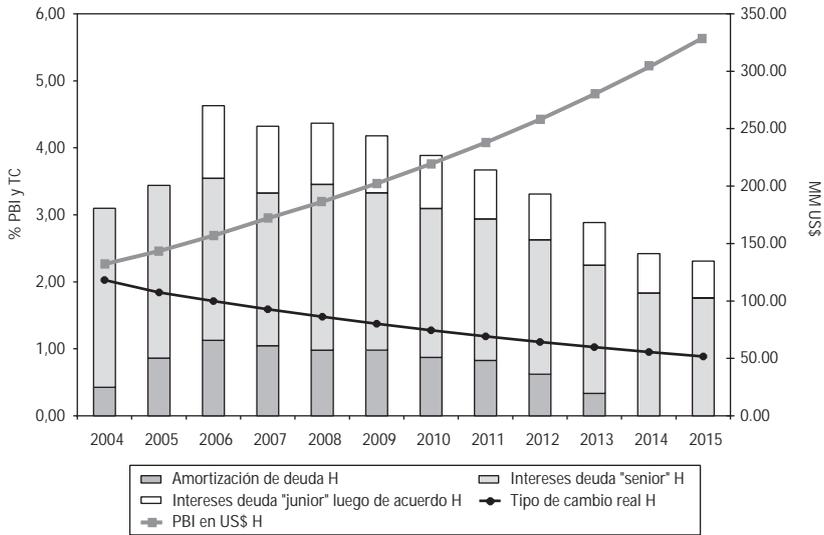
nancieras; y a partir del año 2005 está supuesta una renegociación de la deuda externa con una prórroga del capital para después de 2015 y un cupón del 2 por ciento. Es una renegociación muy agresiva, muy favorable a los intereses de la Argentina.

Hemos medido el PBI en dólares en el escenario que les mostré, y la evolución del tipo de cambio real. Fijense que en cuanto se empieza a pagar se necesitan cifras que superan los 4 puntos del producto.

¿Qué sucede si suponemos un escenario más optimista, con mayor apreciación cambiaria? Los números no cambian demasiado. ¿Por qué? Hay un dato que seguramente será discutido en el panel siguiente y es que el 30 por ciento de la deuda pública ha sido emitida ajustable por el índice de precios doméstico, con lo cual la apreciación cambiaria no la licua, no la reduce en términos de dólares. Es decir, la Argentina ha emitido deuda indexable cuando el tipo de cambio real estaba muy alto, por la tanto esa deuda no gana con la apreciación cambiaria, si ésta se produce.

Esto muestra que la Argentina tiene un desafío fiscal muy importante y aunque los números fiscales han empezado a mejorar, la pregunta que surge es cuál es la capacidad de la Argentina en el escenario optimista para ir generando ese superávit primario, y si es posible generar un superávit primario que permita atender el problema de la deuda y al mismo tiempo eliminar los malos impuestos. El problema es que esos malos impuestos son percibidos casi en su totalidad por la Nación, mientras que los llamados impuestos "buenos", ganancias, IVA, etc., se distribuyen por partes iguales

GRÁFICO 4  
ESCENARIO HIGH



con las provincias. Entonces es muy difícil, aun en este escenario relativamente optimista, que haya espacio para atender el superávit fiscal primario que se necesita, teniendo en cuenta que hay que pagar algunas amortizaciones de deuda y que quede margen para bajar impuestos. De hecho hay un faltante a partir del año 2005 que se podrá corregir, y esto está contando algún impuesto inflacionario.

### ¿SE PUEDEN ALCANZAR LAS METAS FISCALES Y ELIMINAR LOS MALOS IMPUESTOS?

La conclusión que sacamos sobre esto es que hay poco espacio para bajar impuestos distorsivos por un período largo, y otra cuestión importante es que la Argentina dependerá durante un tiempo del senioriaje que pueda recaudar el Banco Central. En consecuencia el desafío fiscal de la Argentina es muy importante y supone una gran disciplina por el gasto, pero fíjense que el gasto neto de transferencias incluso se reduce suavemente como porcentaje del producto, es decir, aun en un escenario de gran disciplina fiscal, aun en un escenario donde la recaudación va progresando, hay un desafío importante.

Ese desafío importante requiere, a nuestro juicio, instituciones que permitan proteger el resultado fiscal de la tentación de gastarlo, y eso es lo que trataré de resumir en los próximos cuadros. ¿Qué es lo que dice la teoría y la evidencia empírica sobre instituciones fiscales? Que las instituciones fiscales

CUADRO 1

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	En %					
Rec. tribut. reales	18,0	18,3	17,7	17,9	18,3	18,6
Impuestos "buenos"	12,0	12,2	11,6	11,7	12,0	12,2
Derechos de exportación	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Débitos	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
S/trabajo	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
Gasto primario real nacional	17,0	17,2	16,6	16,5	16,4	16,3
Gasto nacional neto transf. a prov.	11,3	11,4	11,2	11,0	10,8	10,6
Gasto prim. bajo decisión nación	6,0	6,0	5,9	5,8	5,7	5,6
Prestaciones Seguridad Social	5,3	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0
Transferencias varias a provincias	5,7	5,8	5,5	5,5	5,6	5,6
Superávit primario factible Tesoro+BCRA		3,2	3,0	3,2	3,5	3,8
Superávit primario necesario		3,2	3,6	4,9	4,7	4,8

ayudan a mantener un resultado fiscal prudente. Instituciones fiscales son desde reglas presupuestarias hasta fondos anticíclicos, leyes de responsabilidad fiscal que pueden establecerse mediante leyes nacionales o en acuerdos supranacionales, como el Tratado de Maastricht. En la medida que se obtienen resultados fiscales mejores la performance de la economía mejora.

#### **INSTITUCIONES PRESUPUESTARIAS Y REGLAS FISCALES: TEORÍA Y EVIDENCIA EMPÍRICA**

El primer punto tiene que ver con el presupuesto, y es que debe haber buenas reglas presupuestarias para tratar de mantener un resultado fiscal razonable, de acuerdo con los objetivos macroeconómicos a lo largo del ciclo económico. Pero no alcanza con eso, sino que además debe tratarse de evitarse que se incurra en excesivos gastos extrapresupuestarios, y en lo posible, incorporar el costo potencial de deudas contingentes, una cosa que en la Argentina ha aparecido con recurrencia a los largo de los años. Por otra parte, como veremos a continuación, es necesario recurrir a reglas que permitan no solamente confiar en el presupuesto, sino que pongan restricciones sobre los resultados fiscales.

En la literatura hay algún debate sobre si alcanza con un proceso presupuestario muy rígido o muy centralizado (muy bien controlado desde el Mi-

nisterio de Hacienda), o si es necesario tener reglas que además de restringir decisiones controlen resultados. Parte de la literatura muestra que las reglas están pero se violan, y no solamente en la Argentina. De hecho hay un debate hoy en Europa con varios países en recesión –algunos excediéndose de las reglas de Maastricht–, sobre si es razonable mantener estas reglas en un contexto como el actual. El hecho es que los países europeos están haciendo esfuerzos importantes y los que no cumplen están pagando o pagarán multas. En este sentido, lo que debemos tener en cuenta es que la Argentina ha mejorado notoriamente su proceso presupuestario en los últimos quince años y sin embargo aparecen gastos extrapresupuestarios, como los fondos fiduciarios. Es decir, las reglas presupuestarias *per se* parecen no alcanzar para resolver el problema fiscal y, en general, cuando uno hace una evaluación de lo que ha ocurrido con las reglas fiscales en el mundo, a pesar de que en algunos casos han sido violadas, han dado buen resultado.

### REGLAS FISCALES: TIPOLOGÍA

Entonces, en general, nosotros somos partidarios de que la Argentina tenga reglas pero, ¿qué tipo de reglas hay? Existen distintos tipos de reglas, algunas que restringen la deuda y los déficit del país, como por ejemplo el acuerdo de Maastricht que lo impone para países europeos pero, ¿cuál ha sido la crítica para este tipo de reglas? Que son procíclicas, porque precisamente si, como sucede en este momento en Europa, la economía está en recesión, sería conveniente aumentar el déficit y eso no sería posible porque existe un tope. En realidad, ha habido muchos casos en que la política ha sido procíclica aun sin reglas, y si uno define los límites a lo largo del ciclo lo que tiene que tener en claro es que los topes son para los peores momentos del ciclo, que es lo que acaban de definir en la segunda parte de Maastricht. Además, existe siempre la opción de combinar reglas con fondos anticíclicos que permiten hacer frente a las necesidades fiscales que aparecen cuando la recaudación se resiente como producto de la caída en la actividad económica.

Otra alternativa en cuanto a reglas es establecer límites a la expansión del gasto, hay varios países que lo hacen, entre ellos, Estados Unidos, Holanda, Finlandia y Suecia. Esto también recibe críticas debido a que en períodos de recesión aumentan los pagos de transferencias, de subsidios de desempleo y otros similares y, por lo tanto, deben recortarse gastos que muchas veces han sido definidos por consideraciones de largo plazo. Lo que también es cierto es que estas reglas tienen la ventaja de ser fácilmente auditables y se pueden extender con mucha claridad a los gobiernos subnacionales, lo cual en un país federal como la Argentina es importante.

Por último, existe la alternativa de confiar en un proceso muy transparente, con esquemas de auditoría externa, como en alguna medida tienen Nueva Zelanda y Australia.

Éstos son los tres grandes grupos, lo habitual es que se combine más de uno, e incluso se incorporen otros objetivos como se hizo en Brasil, que en

su ley de responsabilidad fiscal se incluyó un límite a la masa salarial y a los nuevos empleados públicos que pueden nombrarse en el año anterior a las elecciones, tanto en los estados como en el nivel del gobierno federal.

## LA EXPERIENCIA ARGENTINA

Pero ¿qué sucedió en la Argentina? La Argentina tenía reglas fiscales, una ley que se vota a fines de 1999 y que trata de corregir e ir logrando un equilibrio fiscal en forma gradual. Tenía un límite a la expansión del gasto primario bastante generoso ya que éste tenía que ser menor o igual al creci-

CUADRO 2  
RESTRICCIONES CONSTITUCIONALES AL ENDEUDAMIENTO

Jurisdicción	Servicios de la deuda/ recursos totales %	¿Sobrepasó el límite?						
		1992	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Formosa	25		X	X		X	X	X
Río Negro	25		X		X	X	X	X
Corrientes	25					X	X	X
Chaco	25					X	X	X
Misiones	25					X		X
Entre Ríos	25		X				X	X
La Rioja	25		X					
Neuquén	25							
Tierra del Fuego	25					X	X	
Salta	25							
Santiago del Estero	25							
Santa Fe	25							
La Pampa	25							
San Luis	25							
Jujuy	20			X	X	X	X	X
Catamarca	20						X	X
Córdoba	20		X		X			X
Tucumán	–							
San Juan	–							
Mendoza	–							
Buenos Aires	–							
Chubut	–							
Santa Cruz	–							
Ciudad de Buenos Aires	–							

Fuente: C. Moskovits (2003).

Nota: Las cruces indican incumplimiento del límite.

miento del producto bruto real, lo cual en circunstancias normales es una expansión del gasto bastante importante; y no caía el gasto si caía el PBI. Había un límite al aumento de la deuda, existía la intención de crear un fondo anticíclico fiscal, funcionaba con límites de gasto, de deuda y con un fondo anticíclico pero, por ejemplo, no aparecían límites a la masa salarial y a los nombramientos de empleados públicos en los períodos preelectorales, a pesar de que estaba el antecedente de la ley brasileña. Tampoco interactuaba con las provincias y lo más importante, no tenía penalidades serias, tenía algunas pero por incumplimiento y, sobre todo, no había una oficina encargada de seguir esta cuestión.

Las circunstancias hicieron que en 2000 se cambiara al año de creación, pero es cierto que la ley se sancionó cuando la Argentina ya había entrado en la recesión, con lo cual no fue el momento oportuno. Uno tiene que sancionar las leyes cuando la Argentina está recuperándose, por eso el debate es muy importante, hoy es el momento de tener estas normas. Además, la Argentina tiene restricciones a nivel de las provincias, hay un poco más de la mitad de las provincias que tienen restricciones constitucionales que determinan que el servicio de la deuda no puede superar un determinado porcentaje de los recursos totales –en general entre el 20 y 25 por ciento–. Como pueden ver, varias provincias ni siquiera han cumplido con restricciones (cuadro 2) –que son en general poco ambiciosas– que tienen en sus constituciones, es decir, en la Argentina, incluso antes de la crisis, ni siquiera se cumplieron restricciones constitucionales relativamente blandas.

## LRF PROVINCIALES

El siguiente elemento es que, además, hay algunas provincias que en los últimos años han sancionado leyes de responsabilidad fiscal provinciales, que pueden estar complementando a la Constitución –son doce las que cuentan con estas leyes de responsabilidad fiscal–. En general no puede encontrarse una gran diferencia entre las provincias que tienen leyes de responsabilidad fiscal y aquellas que no la tienen, podría decirse que son un poco más pequeñas y que en general venían con un comportamiento fiscal peor, pero no hay una evidencia fiscal tan contundente. Las leyes son muy variadas, algunas tienen fondos anticíclicos y otras no, algunas ponen límite al gasto, otras al déficit, ninguna tiene penalidades por incumplimiento, el cumplimiento es casi voluntario. Por lo tanto lo que tenemos en la experiencia argentina es una situación en la cual pusimos las reglas demasiado tarde, cuando la economía ya había entrado en una recesión, lo que hace las cosas más difíciles porque, ¿cuál es la lógica de las reglas? Que en la bonanza del ciclo económico se guarde para los períodos adversos y que se mantenga cierta prudencia fiscal mirando la sostenibilidad fiscal intertemporal de la cuestión.

## ¿QUÉ DEBERÍAN RESOLVER LAS LRF?

Entonces ¿qué es lo que deberían resolver nuevas reglas fiscales en la Argentina? Esto es particularmente importante porque la Argentina en realidad no solamente necesita reglas fiscales sino que además tiene que lidiar con un esquema que es totalmente contrario a la lógica anticíclica que es la Ley de Coparticipación. La Ley de Coparticipación transfiere recursos a las provincias exactamente en el momento que los va recaudando la AFIP. Entonces cuanto más sube la recaudación, cuando le va bien al ciclo, le da más espacio para gastar a las provincias. Esto debería corregirse.

Entonces hay varias cuestiones que debemos tener en cuenta: primero, debe haber un fuerte compromiso político respecto a que las instituciones fiscales están para ser cumplidas, segundo debe haber una coordinación entre las normas nacionales y provinciales –eso probablemente tenga que estar incorporado en la ley convenio que modifique la Ley de Coparticipación Federal– y controlada a través del órgano fiscal federal que se prevé que se creará según marcan las normas vigentes. Hay que tener penalidades claras por incumplimiento con penalidades financieras como ocurre en el Tratado de Maastricht.

Esto es mucho más difícil de hacer hoy porque durante el año 2002 se le quitó todo incentivo a las provincias: el gobierno nacional se hizo cargo de la deuda que tenían las provincias, y se eliminó la promediación que había en la coparticipación; por lo tanto hoy políticamente la cosa luce más difícil de lo que podía haber sido en un contexto previo. Es decir, las provincias aprovecharon un poco las circunstancias del año 2002 para conseguir ponerse en una situación de negociación mucho mejor de la que tenían. Están menos endeudadas porque le transfirieron parte de la deuda a la Nación, se las renegoció a largo plazo y había una promediación que le quitaba la prociclicidad a las transferencias que fue eliminada.

Hoy más que nunca, si miramos los cuadros fiscales que mostré al principio, la Argentina necesita tener reglas que contengan el gasto y además como las que tiene Brasil que imponen límites al nombramiento de empleados públicos en años preelectorales. Finalmente, lo que se necesita es controlar la calidad del endeudamiento. Esta propuesta ha sido realizada por otros colegas: por ejemplo, las provincias no deberían pagar una tasa mucho mayor que la nacional si es que vuelven a acceder al financiamiento. Esto hoy es poco relevante, pero puede serlo el día que la Argentina se normalice.

## CONCLUSIÓN

Entonces diría para resumir, que es necesario introducir instituciones fiscales que la Argentina hoy no tiene, de hecho tiene instituciones fiscales negativas por la prociclicidad que tiene la coparticipación que debe ser corregida, y seguramente en la Argentina hay una gran urgencia que eso pivotee sobre el gasto.

Ahora, la pregunta que uno puede hacerse es, en la crisis que vive la Argentina, en este proceso de default: ¿es razonable tener esta discusión? Y lo

que encontró Cynthia Moskovits fue esta cita de un libro de Goodrich del año 1950<sup>1</sup> sobre el episodio de los Estados Unidos ocurrido entre los años 1839 y 1842. ¿Qué sucedió ahí? Ocho estados y el territorio de La Florida entraron en default porque se habían dedicado a comprar bancos públicos y a hacer obras de infraestructura. Eso generó una parálisis –el default genera una parálisis de las obras de infraestructura–, y el resultado fue que, en ese momento muy complicado, los estados modificaron las constituciones para que esto no volviera a ocurrir, de hecho hoy todavía todos los estados norteamericanos, excepto Vermont, tienen reglas fiscales muy duras en la Constitución. Es decir, en el momento de la crisis, el más complicado, se pusieron las reglas que todavía hoy rigen.

#### NOTA

1. “The years between 1839 and 1842 were the beginning of the end for the era of asset finance.

A deep and lasting economic depression began in 1839, and by the middle of 1842, eight states and the Territory of Florida were in default on debts they had incurred to build or buy the banks, canals, and railroads emblematic of state economic activism.

The default crisis brought infrastructure investments in most states to an abrupt halt, and the recovery of state investment after the crisis was uneven.

New state constitutions and amendments to old ones placed limits on state borrowing, limited state investment in private corporations, and in some cases prohibited such investments altogether” (Goodrich, 1950).





MARTÍN ANIDJAR\*

## **SOLVENCIA SOBERANA E INSTITUCIONES FISCALES: ALGUNAS IDEAS**

### **INTRODUCCIÓN**

En primer lugar debemos preguntarnos qué es solvencia y desmitificar un poco el énfasis que hay generalmente en los mercados y en las discusiones sobre la razón deuda/PBI, ya que es un indicador bastante incompleto de solvencia ¿Qué dice la teoría económica sobre esto? ¿Tiene aplicación práctica la definición rigurosa de la teoría económica? ¿Qué han hecho otros países en el juego de la interacción de señales? ¿Generar credibilidad fiscal? En ese caso, ¿cuál es el efecto en el costo marginal y el costo promedio de la deuda?

En segundo lugar, mostraré el ejercicio inverso que hizo Daniel Artana, es decir, en lugar de analizar las dificultades fiscales y la implicancia del perfil de la deuda sobre las dificultades fiscales, comenzaré por los precios del mercado y trataré de extraer de los precios del mercado de la deuda de hoy, lo que creen los tenedores de deuda que ocurrirá con la macro y la capacidad de pago.

Finalmente, un punto muy corto sobre el contexto internacional en el cual se llevaría a cabo el proceso de reestructuración y el diseño de instituciones fiscales como mencionaba Artana.

### **NO HAY CONSENSO SOBRE UNA MEDIDA PRÁCTICA DE “SOLVENCIA”**

Básicamente no hay consenso sobre una medida práctica de solvencia, y aquí la palabra clave es “práctica”. Lo que generalmente se utiliza es la medida de deuda/producto que es muy incompleta porque no contiene ningún tipo de información sobre el costo promedio de la deuda, sobre la duración promedio, el perfil y sobre distintos parámetros que llevan a la vulnerabilidad de la deuda de un país con respecto a variables como su tasa de interés

\* J.P. Morgan.

doméstica, tasa de política económica (como el caso de SELIC en Brasil), el tipo de cambio, etc.

La teoría económica tiene una definición rigurosa que no es de fácil aplicación práctica, la famosa restricción presupuestaria intertemporal, que básicamente dice que un país o empresa respeta esta restricción o es solvente siempre que el valor presente descontado de sus ingresos sea mayor que el valor presente descontado de sus gastos, incluyendo los intereses.

## LOS MERCADOS EXTRAEN SEÑALES DE LA REACCIÓN A LOS SHOCKS

Aquí es donde entra el juego de señales de un gobierno con lo que absorbe y las señales que extrae el mercado, las decisiones que de ahí llevan al costo marginal de la deuda y cómo eso impacta en el costo promedio y la solvencia. Sobre esto presentaré algunos ejemplos, repitiendo en todos los mercados de crédito los momentos con shocks negativos, donde se testean las instituciones destinadas a preservar la capacidad de pago o la credibilidad de la capacidad de pago.

Básicamente, el caso de una caída del ingresos fiscales donde generalmente el mercado supone que la capacidad de pago se reduce, el costo marginal del endeudamiento –al cual tiene que conseguir refinanciar o fondos frescos– crece, y la dinámica de un país que mantiene la política de tomar fondos frescos o refinanciar vencimientos a tasas marginales, que en el caso de un indicador básico –la tasa marginal es lo que se llamaba en la Argentina el riesgo país, o sea el spread del índice EMBI para el país en particular–, es a la tasa a la cual podría endeudarse en el mercado en ese momento.

Mantener la política de endeudarse a tasas marginales crecientes básicamente lleva a que a lo largo del tiempo la tasa promedio de todo el endeudamiento de un gobierno crezca, y convalidar persistentemente crecimientos de la tasa promedio lleva a generar la expectativa de que se viola esa famosa restricción presupuestaria intertemporal, que está basada en expectativas sobre lo que ocurrirá con la capacidad de pago en el futuro.

Hemos visto países con perfiles de deuda bastante comprometidos que han transitado este juego de señales y reacción del mercado, y no quiero para nada presentarlos como éxitos absolutos sino como ejemplos de un paso por ese tránsito, como el que vivió la Argentina en el año 2001.

## PAÍSES CON PERFILES DE DEUDA COMPROMETIDOS QUE HAN LOGRADO ENVIAR SEÑALES DE FLEXIBILIDAD FISCAL

Un ejemplo es Venezuela. Durante el año 1998 el precio del petróleo venezolano, que es más del 25% de sus ingresos fiscales, cayó a menos de la mitad de lo que había sido el año anterior, y eso llevó a un ajuste importante del gasto primario. Venezuela superó esos años sobre la base de la capacidad de demostrar que tenía cierta flexibilidad fiscal para acomodarse a ese shock.

El caso de Rusia hoy es justamente el inverso. Es un período de bonanza petrolífera significativo, que le permite acumular superávit fiscales significativos que utiliza para recomprar y repagar deuda, generando así persistentes mejoras patrimoniales en el sector público.

Por otra parte Brasil, con la devaluación del año 1999, logró generar un ajuste del balance primario de 5 puntos porcentuales del producto bruto en menos de un año (gráfico 1), y hoy ante presiones parecidas de la dinámica de su deuda va por más que eso, y ya está en un superávit primario de más de 4,25 puntos. Nuevamente esto no es una señal de éxito. Si miramos indicadores de crecimiento etc., no podemos para nada extrapolar que esto ha sido un éxito total, pero ha evitado que problemas de dinámica de deuda lleguen a un extremo.

Ecuador hoy, después del default, ha generado una reestructuración tal que requiere superávit primarios de más de 5 puntos del producto, y los mantiene persistentemente. Está en la relación con el mercado en este juego de señales y credibilidad permanente que hasta hoy mantiene.

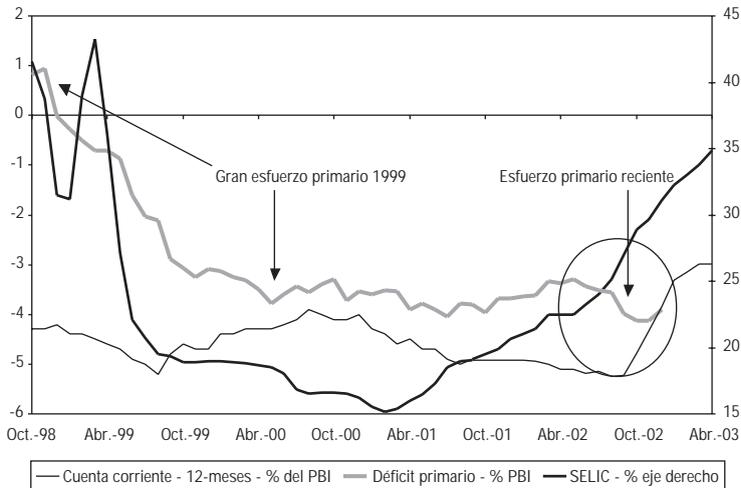
El caso de Uruguay es muy interesante. Uruguay está produciendo un *swing* de su balance primario de más de 4 puntos del producto. El año pasado quedó en cero, y hoy está intentando converger a 3,2 para llegar al 4 por ciento el año próximo. Todo para evitar el default, en un período de obvio testeo de sus instituciones fiscales y su capacidad de pago, dado lo que ha pasado en la Argentina y el impacto que eso tuvo en la economía uruguaya.

El último es el caso de Asia. Muchos atribuyeron la velocidad con la cual rebotó Asia a la capacidad de convencer a la gente de que sus instituciones fiscales mantenían la capacidad de pago de deuda y de endeudamiento que habían tenido justo antes de la crisis. Básicamente, la crisis fue un testeo muy importante de esa capacidad y flexibilidad fiscal. Durante el año posterior a la crisis muchos de estos países ya tenían superávit primarios mayores al 2 por ciento del producto y capacidad de aumentar su endeudamiento en el mercado gracias a esa interacción y a las demostraciones de instituciones fiscales.

Mostraré dos gráficos, el 1 es de Brasil en el año 1999. Brasil reporta el esfuerzo fiscal primario que es contrario, al menos para mí, al intuitivo. Lo que podemos ver ahí es que en el año 1999 a través de la devaluación lograron pasar muy rápidamente (en menos de un año) de un déficit primario del 1 por ciento del producto a un superávit del 4 por ciento. Eso llevó a la posibilidad de bajar la tasa de política económica de manera significativa; y hoy, ante la caída del flujo de capitales (la cuenta corriente está convergiendo a un balance) y ante la posibilidad de perder financiamiento externo, intenta ir por un ajuste fiscal adicional, un esfuerzo primario fiscal adicional al que había generado en el año 1999. Lo que hemos visto en los últimos doce meses en Brasil es la interacción del mercado y el gobierno enviando señales sobre su capacidad de ajustar las cuentas primarias y de mantener la credibilidad de su capacidad de pago.

En el caso de Venezuela (gráfico 2) en 1998-1999, el precio del petróleo cayó a menos de la mitad de su valor. Éste es un shock fiscal significativo para un país como Venezuela que deriva tantos ingresos fiscales del petróleo.

GRÁFICO 1  
BRASIL GENERÓ UN AJUSTE PRIMARIO DE 5 PUNTOS DEL PBI EN 1999,  
Y AHORA VA POR MÁS  
Flujo de capitales, tasa de interés SELIC y déficit primario



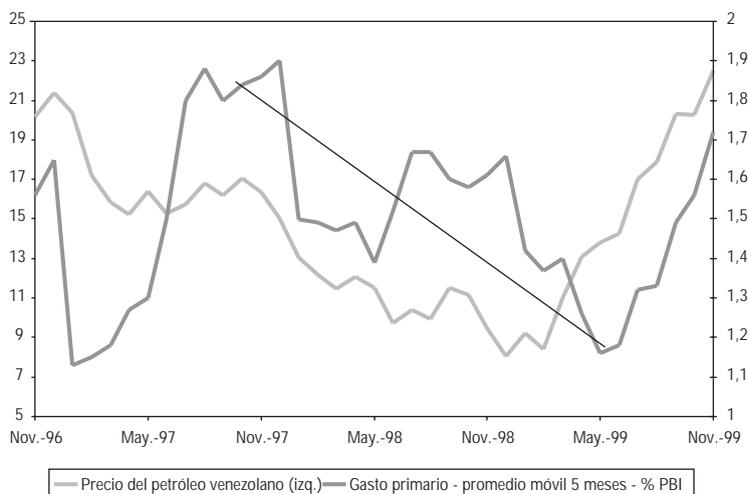
Fuente: J. P. Morgan.

En ese momento ajustó el gasto primario, no en mucho, pero lo suficiente para mantener la credibilidad de su flexibilidad fiscal. Al mismo tiempo, México actuaba exactamente igual: ante cada variación del precio del petróleo, producía ajustes del gasto primario o de impuestos que intentaban preservar la credibilidad de la capacidad de pago.

Entonces las instituciones fiscales en relación con el mercado, son mecanismos fiscales que permiten evitar señales de insolvencia, que permiten evitar perder la credibilidad de la capacidad de pago, si tomamos como solvencia esta restricción presupuestaria intertemporal que les mencionaba. En otras palabras, es flexibilidad fiscal y eso se logra en gran parte por todo lo que Artana mostraba, que es la capacidad de reacción ante cambios del costo marginal. Es decir, si en vez de pensar solamente con las cuentas fiscales se piensa en un país que tiene mucha deuda con su interacción con el mercado, es básicamente lo que les decía al principio: si el costo marginal de la deuda sube por alguna razón (un shock fiscal, generalmente), y el país en cuestión no demuestra una reacción al cambio del costo marginal, de a poco el mercado pensará que el costo promedio explotará y eso es lo que lleva a la violación de la restricción presupuestaria intertemporal.

GRÁFICO 2  
 VENEZUELA REDUJO EL GASTO PRIMARIO ANTE UNA CAÍDA  
 DEL PRECIO DEL PETRÓLEO DEL 50%

Gasto primario (% PBI) ante una caída sostenida del precio del petróleo



Fuente: J. P. Morgan.

## INSTITUCIONES FISCALES: MECANISMOS QUE PERMITAN EVITAR SEÑALES DE INSOLVENCIA

Mencionaré algunos complementos posibles a instituciones fiscales como las que señalaba Daniel Artana. El primero es un autoseguro. Un fondo de estabilización es básicamente que cada uno de nosotros se siente los domingos a la mañana en la cocina de casa y diga: "Bueno, la probabilidad de que choque el auto el próximo año es del 20 por ciento, mi auto vale 10.000 dólares, tengo que tener, si soy neutral al riesgo, cerca de 2.000 dólares en el banco por si acaso". Otro ejemplo es –si puedo hacer otra analogía de la economía individual–, tener en un plazo fijo suficiente dinero para comprar su casa y endeudarse porque prefiere mantener esa liquidez. Está pagando el costo financiero de endeudarse y mantener esa liquidez para tener la posibilidad de la flexibilidad de esa liquidez. Eso es un fondo de estabilización, básicamente. Eso suele ser más caro que un fondo de mercado, si ustedes han intentado no tener seguro contra el auto pero sí ahorrar, usualmente suele ser más barato tener un seguro en el mercado. Sobre seguros en el mercado hay pocas experiencias pasadas. La Argentina tuvo una experiencia, y las organizaciones multilaterales suelen ser una solución a esa distorsión de mercado, en el sentido de que no existe en el mercado internacional un seguro contra shocks fiscales.

Otra posibilidad son instrumentos de deuda contingente, instrumentos que les digan a los acreedores que solamente se paga cuando el crecimiento del Producto Bruto lo permita, es decir, que estén atados a alguna medida de actividad económica relevante y fácilmente observable. Esto tiene sus costos, obviamente el mercado de deuda es un mercado de renta fija y estos instrumentos son de renta variable, y por lo tanto esa opción o capacidad de ajustar lo que el acreedor recibe tiene un costo. ¿Cuál es la experiencia internacional en este tema? Muy limitada, y eso nos dice mucho sobre la recepción del mercado a instrumentos de este tipo. Es una cuestión que ha estado siempre en el debate del mercado internacional de deuda y nunca se ha logrado producir una innovación que lleve a la existencia de estos instrumentos, a excepción de muy pocos casos. No entraré en detalles, pero por ejemplo México tiene un instrumento y el mercado no valora esa opción de la manera que uno pensaría. Eso fue en detrimento de la capacidad de endeudamiento y, por lo tanto, no se repitió la experiencia.

Terminando con este punto, la señal clave es la reacción de la política fiscal a la interacción entre el costo promedio y el costo marginal, y esto ocurre en cualquier mercado de crédito, en el de empresas y también en el de deuda soberana.

### ¿QUÉ SIGNIFICA UN FONDO DE ESTABILIZACIÓN?

La lógica de tener un fondo de estabilización, como mencionaba en el caso de la economía individual de tener una hipoteca al mismo tiempo que uno tiene los fondos para comprarse una casa, es que no está el mercado cuando uno lo necesita, y por eso es que hay que tener un autoseguro. Al mismo tiempo establece un mecanismo formal a través del cual se debe llevar política fiscal y por lo tanto no permite llevar política fiscal anticíclica discrecional, sino que establece reglas muy claras sobre qué es lo que hay que hacer con el superávit primario o con alguna bonaza fiscal, como es la petrolífera en el caso de Rusia hoy. La literatura económica es bastante completa en este tema y tiene estudios en los cuales se tratan de establecer los beneficios de reglas como fondos de estabilización o políticas procíclicas para países con dificultades de establecer la credibilidad fiscal. En el debate de políticas keynesianas versus políticas procíclicas es interesante distinguir entre países que tienen credibilidad fiscal y países que no tienen o luchan por mantenerla. Entonces el fondo de estabilización es un autoseguro, y suele ser más caro que un seguro de mercado, pero puede llegar a ser la única solución para un país con dificultades de mantener su credibilidad fiscal. Por último, significa una decisión de política muy importante en el debate de reglas versus discreción, y esto es un punto importante para tener en cuenta cuando se diseñan, establecen y discuten este tipo de soluciones.

## CAMINO A RECOBRAR LA SOLVENCIA

En el caso argentino, les mostraré los números de la deuda de hoy, un par de temas del análisis de la reestructuración; y luego analizaré lo que nos dicen los precios sobre la expectativa de la situación fiscal.

Lo que ustedes tienen ahí (cuadro 1) es un total estimado para fines de este año sobre la base de incluir atrasos, e incluir en la deuda doméstica algunos aumentos en la deuda contingente que pueden ocurrir de aquí a fin de año o el año próximo por la reestructuración del sistema financiero, por compensación de distintos conflictos generados por la crisis durante el año 2002. Lo que está por ser reestructurado es solamente lo que hoy está en default más los atrasos de intereses, que como ustedes pueden ver es alrededor de un tercio de la deuda de la Argentina.

Entonces el punto importante es que de la capacidad de pago de la Argentina, que es el superávit primario, la deuda que no está en cesación de pagos absorbe un poco más de dos puntos del producto en términos del superávit primario, por la tanto, la capacidad de reestructurar dependerá de poder ir por encima de esos dos puntos del producto, y la probabilidad de éxito en una reestructuración dependerá del tamaño de ese exceso por encima de lo que ya está pagando. Lo que nosotros vemos cuando vamos en sentido inverso (de los precios a los escenarios macro), es que los escenarios macro que suponen los precios de hoy son bastante optimistas y que en muchos escenarios macro medianamente optimistas no alcanza para pagar la deuda que no está en cesación de pagos.

CUADRO 1  
PERFIL DE DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO (ESTIMACIÓN  
PARA DICIEMBRE DE 2003)

Deuda en default	US\$	56.300 millones
Atrasos intereses (12/03)	US\$	8.500 millones
FMI, BID, BM, etc.	US\$	35.100 millones
Deuda doméstica	US\$	72.600 millones
TOTAL	US\$	172.500 millones

Supuestos importantes aquí son los BODEN en dólares que tienen una tasa flotante, y por lo tanto me parece importante tener en cuenta si se utiliza LIBOR de hoy o la *curva de forward* de LIBOR. Esto es importante porque la *curva de forward* muestra que la tasa pasa de 1,3 a 4 por ciento en muy pocos años, y eso hay que incluirlo en las proyecciones del requisito del superávit primario; además, entra el tema de proyecciones de tipo de cambio nominal e inflación para entender la capacidad de pago en recursos reales en dólares.

## LOS PRECIOS DE LA DEUDA PARECEN INCLUIR EXPECTATIVAS DE ESCENARIOS MACRO MUY FAVORABLES

El ejercicio simula escenarios macro en las tres variables relevantes para la capacidad de pago, que son el crecimiento, el sendero del tipo de cambio real y el sendero del superávit primario. Computamos la capacidad de pago para la deuda por reestructurar como el remanente fiscal después de pagar la deuda doméstica y a los multilaterales, descontamos ese remanente, y si tuviese más tiempo podría mostrarles por qué el mercado hoy está descontando a tasas mucho menores de la usual 18 por ciento del período de reestructuración para Rusia y Ecuador.

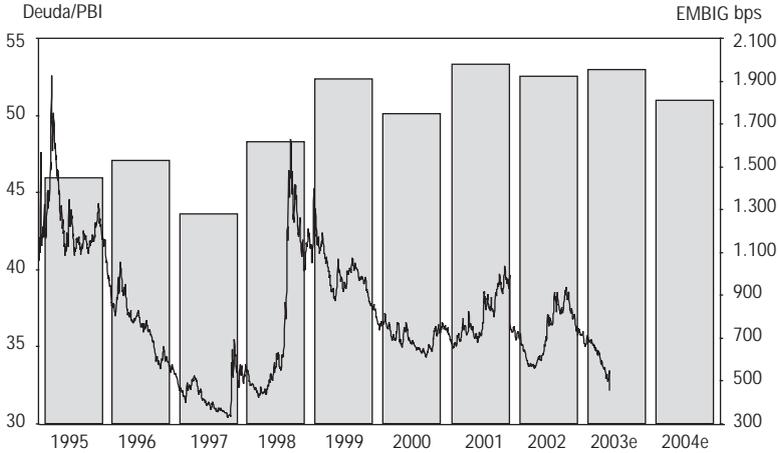
Cuando uno juega con los números y trata de llegar al valor de 30 a través de estas variables, se observa crecimiento superior al 6 por ciento por los próximos cuatro o cinco años, convergiendo a tres, y no menos de tres sin ciclos, un tipo de cambio real con el peso apreciándose y convergiendo a niveles muy cercanos al de la convertibilidad en menos de diez años y superávit primarios de al menos tres puntos del producto en los primeros años y manteniéndose positivos para siempre. No es una experiencia que uno puede ver en muchos países.

## MARCO INTERNACIONAL

Mostraré a continuación por qué el marco internacional hoy es bastante favorable a deuda soberana. Nosotros, hace unas pocas semanas, miramos los mercados emergentes como si fueran un solo país, y la forma en que los agregamos es a través de los pesos de índice EMBIG. De esa forma observamos la relación deuda/producto del país, llamada “mercados emergentes” y vemos que en los últimos ocho años no cambió, y que el costo marginal que es el riesgo país, ha tenido algunas fluctuaciones significativas ante las cuales la relación endeudamiento/producto del mercado no ha cambiado. Al mismo tiempo este país virtual ha tenido un ajuste de cuenta corriente significativo.

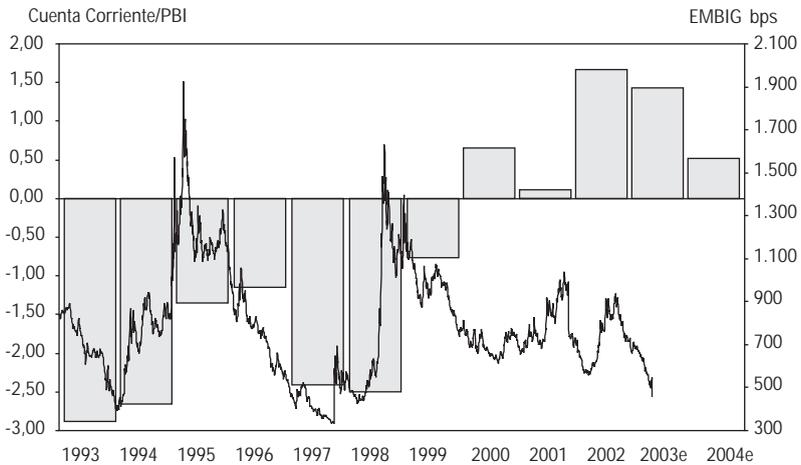
La caída de flujos de capitales a mercados emergentes es muy importante: de 3 puntos del producto en el agregado, a exportar capitales este año por 1,5 por ciento. En el caso de Rusia es repagar deuda, no necesariamente fuga de capitales, en otros casos sí lo es. Ese ajuste de cuenta corriente no fue acompañado para el mercado en su conjunto por un ajuste del sector público de este país virtual que es el mercado en su conjunto ¿Qué nos dice esto? Que la liquidez internacional de hoy es tal que genera en los fondos, además del flujo de dinero de fondos de acciones a renta fija, un apetito por riesgo y por tasa de interés tal para que estos fondos se inviertan en los mercados emergentes en conjunto, más allá de cualquier posible mejora fundamental de observación obvia, como cuenta corriente (financiamiento externo), déficit fiscal acomodando cambios de financiamiento externo y la situación patrimonial de deuda/producto.

**GRÁFICO 3**  
**LA DEUDA SOBRE PBI DE LOS MERCADOS EMERGENTES NO HA CAÍDO**  
**EN OCHO AÑOS, EL COSTO MARGINAL SÍ**  
 Deuda/PBI (barras) de países emergentes ponderados por pesos  
 en el índice EMBIG (línea)



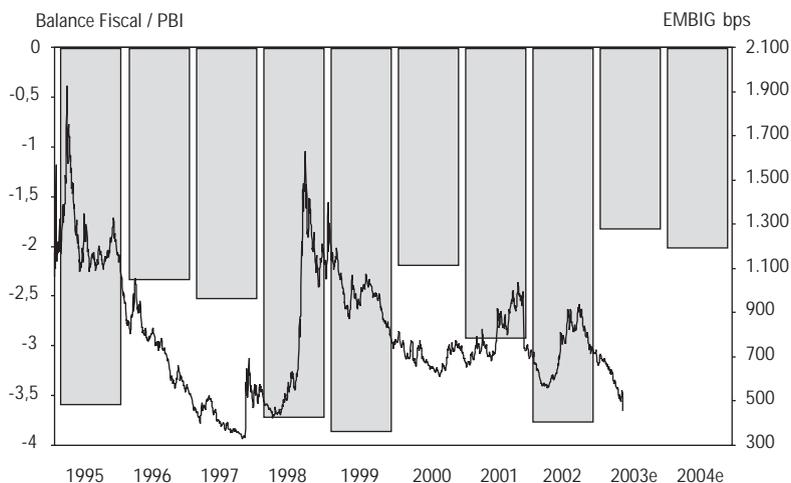
Fuente: J. P. Morgan.

**GRÁFICO 4**  
**LAS CUENTAS CORRIENTES AJUSTARON, CONTRACARA DE LA CAÍDA**  
**DE LOS FLUJOS DE CAPITALES ("SUDDEN STOPS")**  
 Cuenta corriente/PBI (barras) de países emergentes ponderados por el peso  
 en el índice EMBIG (línea)



Fuente: J. P. Morgan.

**GRÁFICO 5**  
**LOS GOBIERNOS NO PARTICIPARON**  
**DEL AJUSTE DE CUENTA CORRIENTE**  
 Balance fiscal/PBI (barras) de países emergentes ponderados  
 por peso en el índice EMBIG (líneas)



Fuente: J. P. Morgan.

## ALGUNAS CONCLUSIONES

La razón deuda/PBI no es un indicador completo de solvencia. Los mercados extraen señales sobre la flexibilidad fiscal observando el comportamiento de las instituciones fiscales, la reacción ante shocks y cómo se acomodan a éstos. La interacción entre el costo marginal y el costo promedio es fundamental en ese juego de señales, costo marginal, dinámica del costo promedio, costo de financiamiento y decisiones de inversores. En el caso de la Argentina, recobrar la solvencia requiere una combinación de esfuerzo primario sin precedentes, dados los precios de hoy, es decir, lograr que quienes hoy tienen la deuda a estos precios acepten nuevos instrumentos. Cuando uno hace el ejercicio inverso, éste muestra que se requiere alto crecimiento y una apreciación del tipo de cambio real significativa, aunque estamos en una situación de liquidez internacional y bajas tasas de interés que permiten descontar esos flujos. Esto es circular: gracias a estas tasas de interés los precios están tan altos.



---

GUSTAVO CAÑONERO\*

## INTRODUCCIÓN

Mi intención hoy es tratar de no repetir mucho lo que acaban de escuchar y la forma de hacerlo es darles una visión un poco más macro sobre la cuestión de *economic performance* y la cuestión fiscal, eso está claramente en la agenda. Quisiera además, perder unos minutos tratando de analizar lo que nos dice la teoría y lo que nos muestra la evidencia respecto a la política fiscal *per se*, para luego entrar más de lleno en el tema puramente argentino.

## LECCIONES DE LA TEORÍA

¿Por qué dedicarnos unos minutos a la teoría? La verdad, desde el punto de vista estrictamente teórico, uno no encuentra demasiada colaboración cuando trata de estudiar la acción de política fiscal en términos de controlar la *performance* económica. Sin embargo, claramente nosotros tenemos hoy una nueva discusión sobre el rol de la política fiscal, y creo que eso abre nuevamente la necesidad de una discusión más profunda sobre lo que sabemos y lo que hemos discutido. La verdad es que si uno es muy exigente en términos de lo que es la literatura teórica, no es mucho lo que puede aprender ya que se habla sobre muchísimas limitaciones sobre la política fiscal respecto al ciclo económico. Sin embargo, los macroeconomistas tenemos que hacer algo, y siempre encontramos algunas deficiencias en términos de esas exigencias de los teóricos e imperfecciones lógicas en términos de lo que es la *idiosincrasia* en los agentes o el funcionamiento de los mercados. Entonces tenemos reglas básicas sobre por qué y cómo puede funcionar la política fiscal.

Dentro de ese contexto, y después de esa aclaración, traté de mostrar algunos de los puntos que hacen al mejor contexto para el funcionamiento de

\* Deutsche Bank.

la macro. En una primera parte ustedes pueden ver los elementos del contexto favorable para que la política macro sea efectiva en términos de ciclo económico, pero lo que tenemos ahí en general son situaciones con exceso de capacidad instalada, economías cerradas o abiertas con tipo de cambio fijo, un horizonte temporal limitado o miopía de parte de los agentes, restricciones de liquidez, es decir, todo tipo de imperfecciones o de condiciones específicas que favorecen el accionar de la política fiscal. Además, se puede pensar en términos de la característica del gasto, su grado de sustitución sobre el gasto privado, cómo mejora la productividad laboral o la productividad del capital y el efecto de los impuestos sobre las distintas ofertas de los factores. También se puede pensar en una situación ideal en términos de deuda, en donde la deuda baja favorece obviamente la acción de la política, donde las restricciones financieras no son un tema importante, y se podría hasta pensar en alguna ayuda de la política monetaria al respecto. Éstas serían entonces condiciones ideales para pensar que algo podemos hacer manejando la macroeconomía.

¿Cuáles son los contextos más negativos? Donde tenemos un claro efecto de *crowding out*, donde el gobierno básicamente sustituye al sector privado, y esto se encuentra en muchas situaciones. En general lo que ocurre es que cuando la restricción financiera es muy marcada, el *crowding out* es casi un efecto natural. Lo mismo puede ocurrir en situaciones donde los agentes son realmente muy sofisticados, miran mucho hacia el futuro y reconocen que cualquier cambio en la política fiscal de hoy debe tener una compensación en el futuro. Lo mismo cabe para la situación donde la deuda es una cuestión; la sustentabilidad de la deuda es cuestionable, y por lo tanto, la prima de riesgo sobre cualquier modificación en los gastos tiene un efecto muy importante sobre el financiamiento. Por último, cuando en ese mismo contexto la política fiscal genera más incertidumbre que beneficios, eso obviamente va en contra del efecto deseado sobre el ciclo económico.

## EVIDENCIA

¿Cuál es la evidencia? La evidencia en realidad está muy relacionada con las especificaciones que tienen en gran parte los modelos económicos, en los países desarrollados en particular, donde tenemos un contexto más favorable de acuerdo con esas reglas básicas que mostramos antes. Vemos que hay multiplicadores fiscales positivos, pero son muy pequeños, y si diferencia el efecto del gasto fiscal o de la acción fiscal en términos de lo que es el instrumento de acción, cualquier modificación fiscal a través de los impuestos tiene menos efecto directo que los que son sobre la base del gasto. Lo que no se encuentra, en general, son casos de multiplicadores fiscales negativos, es decir, las expansiones fiscales no causan un efecto negativo sobre el crecimiento; pero sí se han encontrado y se han remarcado mucho en la literatura dos casos en particular: Dinamarca e Irlanda, donde han habido contracciones fiscales claramente expansivas, algo que nosotros tratamos de discutir y de pensar como posibilidad para la Argentina de hace unos dos o tres años. El otro

tema es que los ajustes por el gasto son mucho más permanentes y efectivos en lo que tiene que ver con la acción de política.

Pasamos ahora a la evidencia en los países subdesarrollados –son menos donde estas condiciones son tan ideales–, y ahí tenemos una clara conclusión: no hay política fiscal contracíclica, las políticas fiscales han sido siempre procíclicas, muy inefectivas, y lo que es peor, la prociclicidad se pronuncia más en la recesión que en el ciclo creciente.

Aquí, un dato que para mí es relevante, es el caso chileno que muestra realmente la poca capacidad que tienen países como los nuestros respecto a su autoridad fiscal. En Chile hubo superávit fiscal por más de diez años, en el período de baja del ciclo que comenzó en el período 1997-1998, hubo una necesidad de expansión y las autoridades tomaron esa libertad dada la reputación que tenían y la solvencia que tenía un país con muy baja deuda pública. Lo que se encontró *ex post* es que realmente la resistencia de la sociedad fue enorme y las dudas sobre la verdadera reputación del sector público empezaron a surgir. Entonces la reacción natural fue introducir ciertas reglas básicas, y una de ellas es que Chile pretende hacer política fiscal pero con un corsé bastante fuerte que es la idea de mantener un superávit primario estructural del 1 por ciento, quiere decir que si se modifica el producto o el nivel de actividad por lo que cree es sostenible de largo plazo y calcula la situación fiscal, esa situación fiscal debiera mostrar un superávit del 1 por ciento. Es decir, tienen un espacio para acomodar parcialmente la acción fiscal a la recesión, tratar de hacer una política contracíclica; pero está muy limitado por este corsé del déficit estructural.

En realidad, el déficit estructural ya muestra una gran limitación en la capacidad de acción política porque desde el punto de vista teórico es bastante difícil de justificar un objetivo de superávit estructural; pero creo que eso sólo remarca aún más la lección de la incapacidad que tenemos en estos países para poder ejercer una acción fiscal correctiva.

En términos de instituciones, ya hemos escuchado más en detalle los comentarios de Daniel Artana, creo que en general la teoría económica sin duda justifica la importancia de las instituciones, del uso de reglas, porque toda la acción de política fiscal tiene que ver con la economía política, y los incentivos para limitar la acción de economía política favorecen a una política fiscal mucho más eficiente. Aquí tienen algunos ejemplos de reglas que pueden ser favorables, o de situaciones que son desfavorables, como el hecho de que los sistemas proporcionales políticos son mucho menos favorables que los mayoritarios. Los distritos grandes, números grandes de partidos públicos, los partidos políticos están asociados con una dificultad en el manejo del gasto, quiere decir que realmente el tema institucional es muy importante.

## TEORÍA Y EVIDENCIA: CONCLUSIÓN

Lo más interesante que he visto en la revisión de la literatura que hice en estos días es un comentario de Cicerón hacia el final de la República Romana donde decía: “El presupuesto tiene que estar balanceado, el tesoro debe tener reservas y la deuda pública debe ser reducida”.

Esto me resultó interesante porque Cicerón, dentro de lo que era una sociedad con las manías políticas que puede tener la sociedad argentina, tenía esa cualidad no abundante de la honestidad. Creo entonces que esto sirve para resumir lo que nos dice la teoría con respecto a esta idea de hacer política económica a través del manejo de las cuentas públicas.

Con esto no quiero quitarle importancia a la acción de política económica sobre las cuentas públicas porque creo que hay un capítulo totalmente distinto de lo que es la cuestión macro, que tiene que ver con la estructura del gasto y la estructura de los ingresos, en particular, respecto a la estructura del gasto.

En general uno puede encontrar un apoyo importante a la idea de que hay ciertos gastos que por una cuestión económica, de externalidades, de imperfecciones tiene que cubrir el Estado, y es en eso donde creo que hay que concentrarse; pero desde el punto de vista macro creo que la conclusión más válida es que debemos olvidarnos de hacer milagros con la política fiscal.

## LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA

Hemos visto los números que nos mostró Daniel Artana, pero lo que tienen en el cuadro 1 es algo en términos del producto de las cuentas fiscales argentinas, gobierno nacional y provincial. El tema importante es que hoy estamos en una situación en donde el superávit primario consolidado es de 2,4, que representa un salto con respecto a este promedio desde el año 1997 de 2 puntos del producto, es decir, en mi estimación de lo que ocurrirá luce como bastante razonable que el gobierno federal tenga un superávit primario de casi 2 puntos del producto y que los gobiernos provinciales estén en el superávit de 0,4. Entonces, ésta es la situación de hoy, un gran cambio.

Como pueden ver, casi todo el milagro del ajuste se hizo en el gasto primario, obviamente es la facilidad que dio la nueva variable, el nuevo grado de libertad que implica la inflación. Acá tuvimos una caída en el gasto consolidado de más de 2 puntos del producto. Eso es un dato que debe tenerse muy en cuenta. El otro dato importante es dónde estamos hoy: después de todo este esfuerzo, tenemos un superávit primario del 2,4 en el consolidado.

Lamentablemente, la historia no termina ahí porque tenemos que hacerle frente al futuro y hay dos componentes que para mí son muy importantes. Uno es el costo de la nueva deuda, es decir, la Argentina sí hizo un default sobre la deuda existente, pero para paliar la situación que emergía en el año 2002 se incurrió en nuevas deudas, y lo que tenemos en el gráfico 1 es el costo del servicio de la nueva deuda más la deuda oficial, que es la deuda que nunca dejó de pagarse. Entonces en la línea, se observan los intereses

CUADRO 1  
LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA

%PBI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Ajuste sobre 1997-2002
<b>Gobierno Nacional</b>								
Ingresos	18,6	18,9	20,3	19,5	18,9	18,3	18,7	-0,4
Gastos Primarios	18,1	18,0	19,1	18,5	18,3	17,6	16,7	-1,6
Superávit Primario	0,5	0,9	1,2	1,0	0,5	0,8	2,0	1,2
Intereses	2,0	2,2	2,9	3,4	3,8	2,3	2,6	-0,1
Balance	-1,5	-1,4	-1,7	-2,4	-3,3	-1,5	-0,7	1,3
<b>Gobiernos Provinciales</b>								
Ingresos	11,1	11,1	11,4	11,4	11,2	10,8	11,7	0,5
Gastos Primarios	10,8	11,3	12,3	11,9	12,7	10,8	11,3	-0,3
Superávit Primario	0,3	-0,3	-1,0	-0,5	-1,5	-0,1	0,4	0,9
Intereses	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9	0,5	0,6	0,0
Balance	0,0	-0,7	-1,5	-1,2	-2,4	-0,5	-0,2	0,8
<i>Superávit Primario</i>								
<i>Consolidado</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,0</i>
Balance Consolidado	-1,5	-2,0	-3,1	-3,5	-5,6	-2,1	-0,9	2,1
<i>Memo Item:</i>								
Crecimiento %	8,1	3,9	-3,4	-0,5	-4,5	-10,9	4,5	5,7

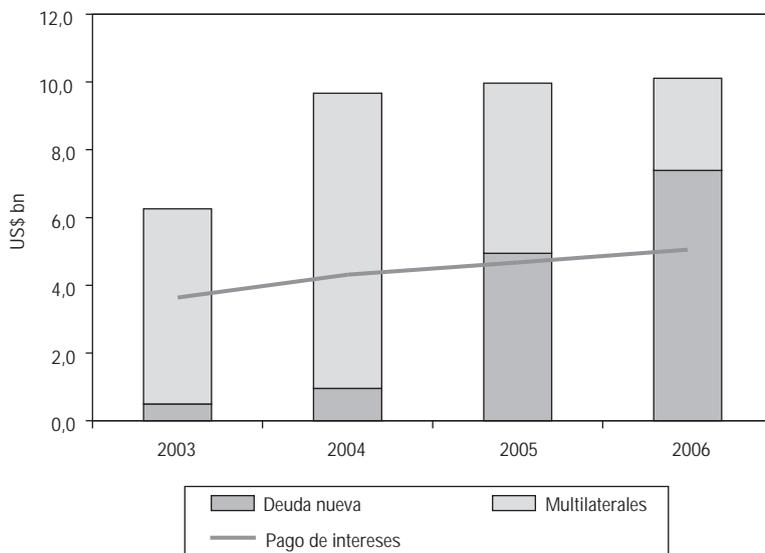
estimados en dólares de esta deuda *performing*, de la deuda que estamos pagando, y las barras son las amortizaciones esperadas.

Dos datos muy importantes: los intereses suben, en parte porque gran parte de la deuda que hoy está indexada a ciertas variables que empeorarán y tendremos un incremento en términos de los intereses. Este incremento no es mayor, en realidad es un incremento que acompañará el aumento del producto en dólares con lo que el costo total de los intereses no sería tan dramático; pero lo que sí hay que reconocer es que el comienzo hoy representa tres puntos del producto, quiere decir que hoy tenemos que pagar intereses por 3 puntos del producto cuando nuestro superávit primario es 2,4.

¿Cuál es la situación actual? Un comentario muy importante que hizo Ardana, que para mí se está olvidando en el análisis macro argentino, es el nuevo recurso de senioriaje que tiene la Argentina a partir del período de inflación. Hoy se estima que el Banco Central genera un senioriaje de 1,3 del producto, con lo que habrá financiamiento excedente. Obviamente, hay que resolver la cuestión de la transferencia entre el Banco Central y el sector público.

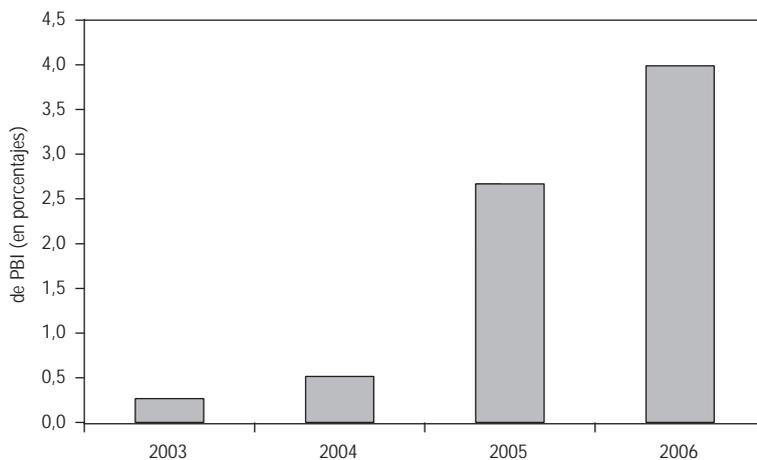
El gran problema que existe con eso es que esa recaudación se da en un momento de alta inflación y con un precedentemente alto nivel de monetización, entonces es muy posible y razonable pensar que la habilidad para ob-

**GRÁFICO 1**  
**LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA**  
 Con un servicio creciente de la deuda honrada



Fuente: DB GMR.

**GRÁFICO 2**  
**LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA**  
 Con vencimientos de deuda nueva concentrados en los bancos y AFJP



**CUADRO 2**  
**LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA**  
**El outlook se torna más preocupante, aun incluyendo un escenario**  
**de restructuración con más del 70% de haircut**

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e
Balance fiscal (en MM de US\$)	-2,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
como porcentaje del PBI	-2,0%	-0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,3%
Deuda pública neta (en MM de US\$ fin del período)	134,4	159,1	123,3	125,4	127,5
como porcentaje del PBI	144,3%	123,2%	84,6%	79,1%	75,2%
	2002	2003e	2004e	2005e	2006e
En MM de US\$					
Necesidades brutas de financiamiento		8,5	10,6	9,1	7,8
Organismos multilaterales		7,3	8,7	3,5	2,7

**Aún considerando un superávit primario del 3,5% del producto**

**SUPUESTOS**

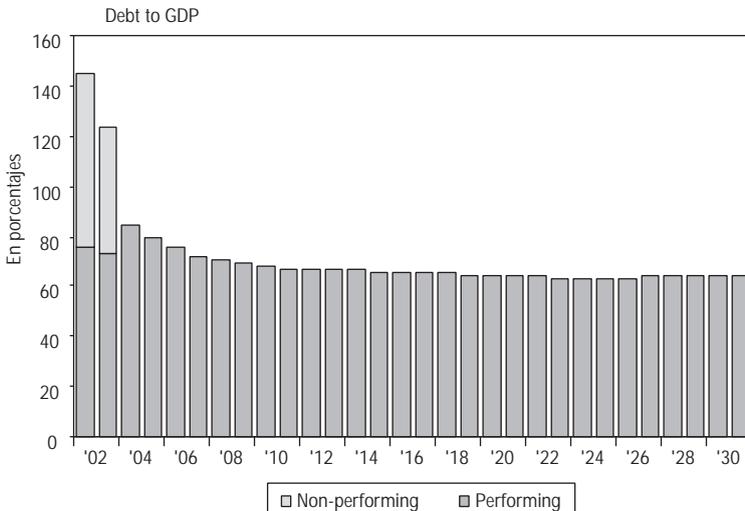
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Balance primario del SPNF	0,6%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Tasa real de crecimiento	-10,9%	4,5%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Deflactor del PBI	53,4%	16,1%	15,5%	7,0%	5,0%	3,5%	3,5%
Supuestos sobre							
Tipo de cambio/Tasa de interés							
Tipo de cambio (fin de año)	3,36	2,9	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
Tipo de cambio real (fin de año)	2,15	1,65	1,54	1,47	1,43	1,41	1,41
Tipo de cambio nominal (promedio)	3,14	2,87	3,02	3,11	3,14	3,15	3,19
Tasa de interés promedio sobre el total de la deuda (en pesos)		-4,5%	9,6%	7,0%	7,1%	6,8%	8,3%
6 meses-LIBOR		1,30%	1,80%	2,30%	4,00%	4,00%	4,00%
Rendimientos a 5 años UST		2,85%	3,00%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%
Tasa de interés sobre bonos (USD) ARS Debt		15,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%
<i>Tasa de interés deuda doméstica</i>							
(\$) indexada		10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Tasa de interés deuda doméstica</i>							
(\$) tasa fija		30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%	12,0%

tener recursos a través de la monetización caiga fuertemente en el futuro, con lo que uno tendría que estar pensando, en el mejor de los casos, un senioriaje que va a 0,3 del producto de más de 1 que tenemos hoy. Eso es importante para pensar sobre el futuro.

Cuando vemos la cuenta de capital, las amortizaciones, un dato fundamental que remarcó Artana, y que creo que necesita ser tomado muy en cuenta, es el hecho de que éste es un país que ha *defaulteado* la deuda y que, por lo tanto, tendrá serios problemas de acceso al financiamiento natural. Lo que vemos es que a partir del año 2005 la deuda no multilateral –quiere decir la deuda que en principio tiene que pasar por algún mercado para resolverse– es una deuda que crece fuertemente, estamos hablando de más de 5.000 millones en 2005, 7.000 millones en 2006, y éste es un problema muy importante. Para darles un dato: Ecuador hoy, tres años después de la reestructuración, muestra una dinámica de deuda muy buena, con una deuda que está cayendo rápidamente a niveles de 50 puntos del producto. Todavía no tienen acceso al mercado, eso es algo que hay que incorporar, como comentaba Artana, en el análisis de las cuentas fiscales al menos en el corto plazo.

Una observación muy común sobre este tema es que hay cierto componente beneficiosos de esta deuda y es que la tienen todas las instituciones financieras argentinas. En realidad, eso es sólo ver un lado de la historia, el otro lado de la historia sería que a menos que resolvamos las cuentas fiscales de forma tal de no depender de las instituciones financieras nunca podre-

GRÁFICO 3  
LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA  
DEUDA-PBI



mos resolver el problema de solvencia que tenemos en las instituciones financieras en el día de hoy.

Con eso paso al último punto en términos de este panorama fiscal argentino que es el de tratar de incluir algún escenario de reestructuración, es decir, todo lo que vimos hasta ahora tiene que ver con lo que estamos haciendo y lo que estamos pagando. Además, hay una deuda que tenemos que resolver, aquí tienen números de un ejercicio de simulación que trata de aproximarse al valor de mercado de los títulos.

Obviamente, hay rangos sobre e implica un corte en *present value* de más del 70 por ciento del valor de la deuda, y con eso ustedes pueden lograr un déficit fiscal agregado que no es tan alto en los próximos años; pero sí van a tener una caída muy gradual de la deuda.

El dato muy importante, de vuelta, es el tema de las amortizaciones, es decir, en este análisis de sustentabilidad no se le da tanta importancia al hecho de que tengamos que amortizar o hacerle frente a necesidades de financiamiento brutas que son más de 3 puntos del producto en los próximos años. Aquí tienen algunos números para el ejercicio, de alguna manera tratando de resaltar lo que Martín Anidjar señalaba, el tema de las tasas de interés. Mucha de la deuda que hoy tenemos es flotante, la tasa base de esa deuda flotante aumentará, es decir, esas series de complicaciones que hacen pensar que el panorama fiscal no va a mejorar en el futuro exógenamente.

## LA SITUACIÓN FISCAL DE LA ARGENTINA: CONCLUSIÓN

La conclusión es que tendremos una situación donde el lastre de la deuda pública seguirá por mucho tiempo. En el mejor de los escenarios es difícil pensar en un país que tenga una deuda pública de menos del 70 por ciento del producto.

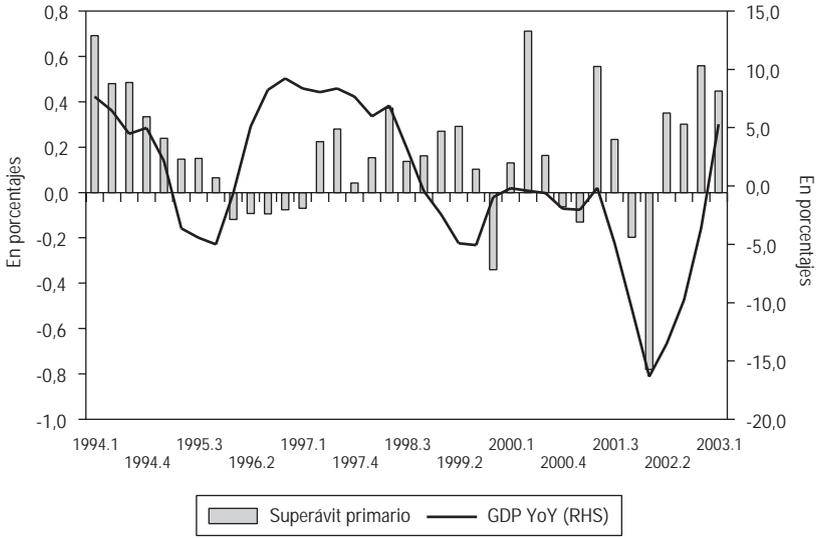
## EL AJUSTE POSTERGADO

Con esto pasamos al penúltimo componente, que es una historia del ajuste. Ya vimos lo que nos ha enseñado la teoría, vimos lo que es la situación de las cuentas fiscales mirando a futuro, entonces debemos pensar qué hacer y actuar rápidamente.

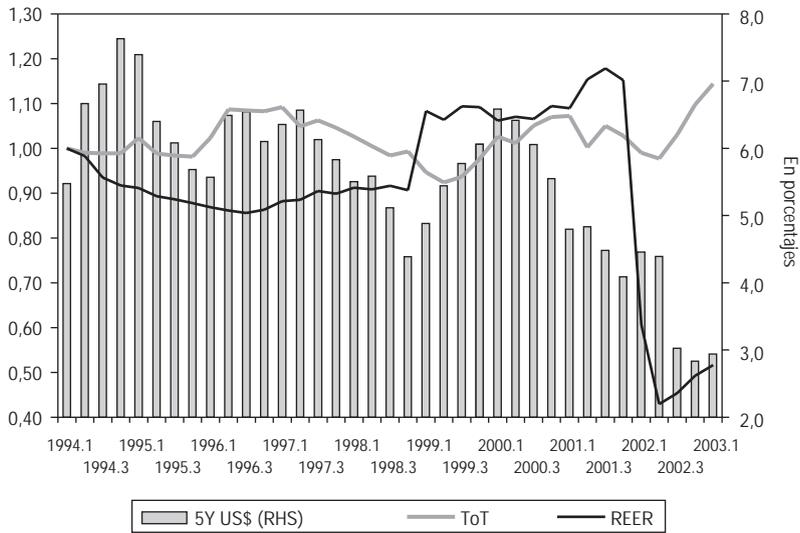
La impresión es que hay que hacer un ajuste sin tocar temas micro, donde creo que tiene que haber una discusión constructiva sobre el gasto público, sino tocando temas puramente macro de balance fiscal.

Lo que nos enseña la historia argentina, al menos la de los años recientes, es que en general no tuvimos ajustes fiscales. Éste es el superávit primario en términos del producto (gráfico 4), no tuvimos medidas efectivas para mejorar las cuentas fiscales que fueran permanentes. Casi siempre tuvimos algún problema, la historia más reciente que todos recuerdan es el paquete fiscal impositivo de la Alianza al comienzo de su gobierno, que duró muy poco. Ahora tenemos la nueva ventaja de esta recuperación.

**GRÁFICO 4**  
**EL AJUSTE POSTERGADO**  
 El ajuste sostenible es mucho más sencillo en la recuperación



**En particular si ayuda un contexto externo favorable**



¿Cuál es la conclusión ahí? Evidentemente, es mucho más fácil hacer política contractiva en la parte ascendente del ciclo; ésta es una oportunidad.

El otro punto que es muy interesante, y es por este estigma que hay sobre el ajuste fiscal de la Alianza, es pensar en las condiciones imperantes en ese momento y en el actual. Más allá de que estábamos en un período en donde no había crecimiento y eso demanda una discusión aparte, lo que tenemos son condiciones externas mucho más favorables ahora que en ese momento. En el comienzo del gobierno de la Alianza, uno podría decir que los términos de intercambio estaban subiendo muy favorablemente. Hoy también lo hacen, y muy fuertemente; pero a diferencia de ese contexto tenemos el tipo de cambio real que en ese momento no mostraba ninguna mejora sustancial, al contrario, mostraba el costo del ajuste en Brasil años anteriores, y hoy tenemos una situación competitiva mucho más favorable.

Pero además, tenemos el tema del costo de financiamiento, que es muy importante cuando uno tiene un peso de deuda muy grande. En este momento estamos en el pico del crecimiento de las tasas a nivel internacional y hoy tenemos la mejor situación del mundo al respecto. Conclusión: tenemos que hacer algo rápido mientras dura la parte ascendente del ciclo, y para eso tendríamos que tener algunas ideas, creo que lo que ya se discutió da algunas bases para ese debate.

## UNA PROPUESTA RESPONSABLE

Mi opinión personal, sin ser un especialista en la cuestión fiscal, es que lo que se necesita es una reforma impositiva que elimine impuestos distorsivos y anticipe la temporariedad de los impuestos sobre el comercio, y esto tiene que ver con el acuerdo de coparticipación provincial que también se ne-

CUADRO 4  
EL OUTLOOK REALMENTE ESPERADO

	2001	2002	2003	2004
PBI real (anual)	-4,5	-10,9	4,5	3,0
CPI (anual)	-2,4	41,6	11,6	15,5
Balance fiscal (% del PBI)	-4,0	-1,5	-0,6	-0,6
Balance comercial (% del PBI)	2,3	17,6	13,9	13,4
Balance en cuenta corriente (% del PBI)	-1,7	9,6	7,6	8,6
Tipo de cambio (fin período)	1,0	3,4	2,9	3,1
Deuda pública (% del PBI)	51,9	156,6	128,8	119,3
Deuda externa total (% del PBI)	52,3	139,8	100,3	84,2

Fuente: DB Research.

cesita. Sabemos que hoy estamos disfrutando del ingreso extraordinario del impuesto al comercio, y eso tiene que caer naturalmente porque la Argentina se depreciará y por lo tanto irá perdiendo esa fuente de ingreso, y tendrá que negociar con las provincias una relación tal que permita ahorrar en la parte ascendente del ciclo. Lo que hemos visto es que hoy no existen instituciones para que las provincias ahorren en la parte ascendente del ciclo. Teníamos hasta hace poco instituciones de mercado que evitaban que gastaran más cuando no había financiamiento; pero hoy los recursos del crecimiento les otorgarán esos financiamientos y no hay instituciones fiscales para que eso sea la fuente de ahorro.



JULIO PIEKARZ\*

## **SUSTENTABILIDAD FINANCIERA DE LA DEUDA PÚBLICA: UNA CONTRIBUCIÓN A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA**

### **INTRODUCCIÓN**

En este panel me dedicaré al tema de *sustentabilidad financiera de la deuda pública*, un concepto nuevo a través del cual pretendo hacer una contribución a la estabilidad macroeconómica. No necesito decirle a esta audiencia los desórdenes que se generan como resultado de la acumulación de déficit: crecimiento de la deuda y solvencia estructural del sector público, y percepción de eventual default. Básicamente, realizaré la presentación en cinco partes: primero, hablaré del concepto vigente de *sustentabilidad de la deuda* que, de alguna manera, ya ha sido mencionado por quienes me precedieron; en segundo término avanzaré sobre una hipótesis complementaria que es el concepto de *sustentabilidad financiera*; en tercer término haré unas breves referencias a la Argentina; en cuarto término propondré una regla para la sustentabilidad financiera; y por último, mencionaré dos o tres conclusiones para las economías emergentes.

### **SUSTENTABILIDAD FINANCIERA Y SUSTENTABILIDAD FISCAL DE LA DEUDA**

El concepto clásico de *sustentabilidad de la deuda* considera principalmente el aspecto fiscal, por eso lo llamo *sustentabilidad fiscal de la deuda*. La deuda es sustentable si su valor presente es menor o igual a los flujos descontados de superávit primario, y esta sustentabilidad se expresa por simplicidad, dada una cierta tasa de crecimiento del producto y dada la tasa de interés de la deuda en la condición de que el superávit primario sea suficiente para mantener constante la relación deuda/PBI.

Pero, ¿qué deficiencias tiene este concepto de *sustentabilidad fiscal*? En primer término, la constancia de la relación deuda/producto no deja de im-

\* Ex gerente del BCRA.

plicar, si me lo permiten decir de ese modo, que nuevos aumentos de deuda sean necesarios; y supone que por esos nuevos aumentos de deuda hay acceso al mercado (me refiero a los mercados voluntarios financieros y de capitales, doméstico e internacional). En segundo término, no considera lo que es quizá peor: la necesidad de acceso a los mercados y, por lo tanto, el riesgo para cubrir los vencimientos periódicos de deuda. En tercer término, supone que la tasa de interés que se paga por la deuda es exógena y constante, sin reconocer que la tasa de interés está determinada por el riesgo país –hay una abundante literatura y pruebas econométricas hechas al respecto– y en este riesgo país influye a su vez el nivel de la deuda y su dinámica. Tampoco reconoce que el aumento de la deuda, como ha pasado claramente en la Argentina, exige aumentar su *duration*, y mayor *duration* de la deuda implica tasas de interés superiores y crecientes. Finalmente, para completar las deficiencias, no incluye en la tasa de interés una prima por el riesgo de volatilidad del flujo de fondos a las economías emergentes. En definitiva, yo diría que el análisis tradicional de *sustentabilidad fiscal*, valioso como es, se desentiende de los temas financieros, y son esos temas financieros los que pretendo capturar en el concepto complementario de *sustentabilidad fiscal*, que es el de *sustentabilidad financiera de la deuda*.

## LAS NECESIDADES BRUTAS DE FINANCIAMIENTO (NBF)

Se requiere introducir un concepto que complemente la *sustentabilidad fiscal* con todas las variables financieras que ésta no considera, y el nuevo concepto debe cubrir en particular la probabilidad o riesgo de que las necesidades brutas de financiamiento (NBF) no puedan cubrirse en el mercado.

Las NBF anuales son los vencimientos anuales de deuda que requieren un nuevo financiamiento en el mercado para ser pagados, más la parte de los intereses que no es cubierta por el superávit primario, que es lo mismo que decir el déficit. Los indicadores naturales y elementales de la *sustentabilidad financiera* son las relaciones entre las NBF y el producto; su relación con la emisión internacional de bonos emergentes de modo de que el país no tenga que hacer una presión imprudente sobre los mercados internacionales; la relación entre las NBF y, muy importante, los mercados financieros y de capitales domésticos de modo de preservarlos de la invasión de deuda pública.

Ahora bien, el tema de acceso a los mercados ha sido reconocido empíricamente –más en las áreas de finanzas que en las áreas de economía, por cierto–, pero no ha sido nunca desarrollado para generar una regla para el endeudamiento; y es muy importante este nuevo concepto porque en el corto plazo es más probable que un default soberano sea resultado de la falta de *sustentabilidad financiera* que de la falta de *sustentabilidad fiscal*. Es como los bancos: si no pueden devolver un depósito de un peso en una sucursal alejadísima de su casa matriz el banco se cae; si este país no puede colocar el dólar marginal de deuda necesario para pagar el dólar marginal de vencimientos, la situación de default es inevitable.

La conclusión muy importante, como ilustraré inmediatamente, del concepto de *sustentabilidad financiera de la deuda* es que desde el punto de vista de las políticas públicas, la *sustentabilidad financiera* recomienda, en el caso general, niveles de endeudamiento público muy inferiores a los que se derivan de la *sustentabilidad fiscal*.

Aquí pongo un ejemplo: bajo supuestos de una tasa de interés por la deuda del 9 por ciento, de una tasa de crecimiento del producto del 4 por ciento, de un superávit primario de 3,5, de una *duration* de deuda, (plazo promedio de la deuda) de ocho años y de un tamaño de los mercados domésticos, financieros y de capitales del 60 por ciento del producto; los límites de la deuda para sustentabilidad son los siguientes: por *sustentabilidad fiscal* el 73 por ciento de deuda en relación con el producto, por *sustentabilidad financiera* sólo el 28 por ciento.

En los cuadros que siguen mostramos la evolución del superávit primario requerido por la Argentina para tener *sustentabilidad fiscal* (incluye varios ejercicios). Claramente la evolución del superávit requerido es creciente, y eso ya se podía saber en los años 1994-1995, dado que por más que la tasa de interés era baja, la tasa de interés de las colocaciones o la marginal era considerablemente superior. De modo que ya por el año 1995 se sabía que la Argentina necesitaba un superávit primario del orden del 2 por ciento. Si se compara el superávit primario requerido de este período, que lo elegí meramente para ilustración, para *sustentabilidad fiscal* con el observado en cuatro definiciones distintas, queda clarísimo que la Argentina careció totalmente de *sustentabilidad fiscal de la deuda*; por lo menos en este período que uso para ilustrar (1995 a 2001), el superávit primario promedio en casi cualquier definición está cerca de cero o es negativo, y por lo tanto es notablemente inferior al requerido para *sustentabilidad fiscal*. Las cuatro alternativas se refieren a esta discusión eterna sobre si tenemos que tomar o no los ingresos por privatizaciones y si tenemos que tomar en el gasto o no la emisión de BOCONES.

## SUSTENTABILIDAD FISCAL Y FINANCIERA COMPARADAS

Supuestos:	i = 9 %; g = 4%; s = 3,5%	
	d = 8y; m = 60%	
Límites de deuda		
* Por sustentabilidad fiscal		72,8 %
* Por sustentabilidad financiera		28,1 %

**CUADRO 1**  
**SUPERÁVIT PRIMARIO REQUERIDO PARA SUSTENTABILIDAD/PBI**  
**(En porcentajes)**

Indicador	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Deuda pública	33,70	37,20	39,70	38,60	42,00	48,80	52,50	65,00
PBI								
g= 4% i= Actual		0,29	0,47	0,80	0,97	1,33	1,88	1,92
g= 4% i= colocaciones		1,91	1,93	1,99	2,00	2,42	3,10	5,55
g= 3% i= Actual		0,62	0,83	1,19	1,35	1,75	2,37	2,45
g= 3% i= colocaciones		2,26	2,31	2,39	2,40	2,85	3,60	6,12
g= actual i= colocaciones		1,57	0,04	-0,36	1,73	5,66	3,78	7,56
g= actual i= colocaciones		3,25	1,49	0,79	2,79	6,86	5,04	11,57
g= actual i= actual		1,57	0,04	-0,31	1,51	4,54	2,61	4,85
Deuda/PBI = Constante								
g= actual i= colocaciones		3,25	1,35	0,67	2,43	5,50	3,48	7,43
Deuda/PBI = Constante								

**CUADRO 2**  
**SUPERÁVIT PRIMARIO OBSERVADO/PBI**  
**(En porcentajes)**

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Con pri. y sin boc.	0,7	-1,2	0,8	0,2	-1,1	0,8	-1,3
Sin priv. y sin boc.	0,2	-1,5	0,4	0,1	-2,6	0,7	-1,4
Con piv. y con boc.	0,0	-1,7	0,5	-0,1	-1,6	0,3	-1,8
Con priv. y con boc.	-0,5	-1,9	0,1	-0,3	-3,1	0,2	-1,9

**CUADRO 3**  
**COEFICIENTES DE SUSTENTABILIDAD FINANCIERA**  
**(En porcentajes)**

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
NBF	4,9	5,9	6,4	7,4	9,4	10,5	13,6
PIB							
NBF	21,3	15,6	14,7	27,7	32,2	37,0	57,2
Emisión bonos emergentes							
NBF	18,7	21,8	21,8	23,0	26,8	30,8	45,4
Sistema financiero doméstico							
NBF	17,6	19,7	19,0	19,7	22,0	24,1	34,1
Sistema financiero doméstico y mercado de capitales							

## EL CASO ARGENTINO

Lo que es quizá bastante menos conocido es la evolución verdaderamente negativa y crítica de la *sustentabilidad financiera* –en los términos que defini– de la deuda pública argentina en este período. Las necesidades financieras brutas pasaron entre 1995 y 2001 de casi el 5 por ciento del producto a casi el 14 por ciento, prácticamente se triplicaron. Es decir que todos los años, si uno toma esto como una situación del régimen, el país necesita obtener fondos por el 14 por ciento del producto en esta condición, simplemente para poder honrar las NBF. Como proporción de la emisión internacional de bonos emergentes hemos pasado en el año 1995 del 21 por ciento a imprudentísimos 37 y 57 por ciento en los años 2000 y 2001.

Como proporción al tamaño finalmente del sistema financiero doméstico, y dejaré los demás comentarios sin hacer por razones de brevedad, hemos pasado de una NBF que representaba el 19 por ciento del mercado doméstico a 45 por ciento en el año 2001, claros indicadores de inviabilidad financiera. Y aquí quiero repasar con ustedes lo que he llamado la saga de la Argentina, en relación con los dos conceptos de *sustentabilidad fiscal* y el nuevo que les ofrezco de *sustentabilidad financiera*.

¿Qué ocurrió en el período 1995-1999? No tuvimos *sustentabilidad fiscal*, pero sí tuvimos *sustentabilidad financiera*. La falta de *sustentabilidad fiscal* hizo, por supuesto, que la deuda y la relación deuda/producto crecieran permanentemente. A mediados del año 2000 se agota la *sustentabilidad financiera*, las fuentes de *rollover* voluntarias de los mercados desaparecen. Es decir, que a mediados del año 2000 estamos sin *sustentabilidad fiscal* y sin *sustentabilidad financiera*, de modo que no es extraño que se llegue a un virtual default cubierto por el blindaje.

¿Cuál es la característica del blindaje? La *sustentabilidad fiscal* se agrava porque si ustedes recuerdan, no se cumple e incluso se relaja la Ley de Responsabilidad Fiscal pero, ¿por qué el blindaje es percibido positivamente por un tiempo? Porque se percibe que hay reposición de la *sustentabilidad financiera*. Por supuesto que duró poco, como ustedes recuerdan, el incumplimiento fiscal lamentablemente llevó a que el pivote del Fondo entrara en dificultades con la Argentina.

En julio de 2001 cuando el ex ministro Cavallo propone el déficit cero ofrece *sustentabilidad fiscal*, en realidad, ofrece *sobresustentabilidad fiscal* desde el punto de vista del concepto clásico, pero ¿cuál es el problema? No se puede reponer la *sustentabilidad financiera*, ya era tarde, nadie refinanciaba a la Argentina. En el año 2002 tenemos una situación donde no tenemos ni *sustentabilidad fiscal* ni *financiera*, el país está en default y con una extraña situación: cancelando capital pero emitiendo al mismo tiempo deuda.

Simplemente queremos dejar apuntado para la renegociación, que vemos con un poco de preocupación que el gobierno busque hoy *sustentabilidad fiscal*, a través del aumento del superávit primario en lo posible, pero que no le esté prestando suficiente atención a la *sustentabilidad financiera*; y como bien ha mencionado alguno de mis predecesores, no está claro de dónde se

obtendrán los fondos para poder pagar las amortizaciones de la deuda (no la que se emitió) o las amortizaciones de la deuda que se reprogramme, a menos que haya rápido acceso al mercado.

## REGLAS DE SUSTENTABILIDAD FINANCIERA

Así como hay reglas para la *sustentabilidad fiscal*, como las que ilustré al principio, tenemos que introducir reglas para la *sustentabilidad financiera* que es colocarle un límite a las NBF. Éste luego se traduce en un límite al endeudamiento total que, como ilustré, es distinto del límite derivado de la *sustentabilidad fiscal* y, por supuesto, que el límite que representa la restricción operativa es el límite menor.

¿Cuáles son los candidatos para estas reglas de *sustentabilidad financiera*? Un candidato es la relación entre las NBF y la emisión internacional de bonos emergentes, es decir, no vamos a participar o a presionar a esos mercados internacionales con una proporción superior a determinada suma.

Otro candidato natural son las NBF sobre el tamaño de los mercados financieros y de capitales domésticos para evitar, en todo caso, invasión de los mercados domésticos por deuda pública, como de hecho ocurrió.

Otro candidato son las NBF, pero netas de los vencimientos de organismos internacionales, con el supuesto de que es posible realizar un “roll over” del vencimiento de los organismos internacionales por nuevos programas, siempre y cuando haya una programa creíble, y siempre y cuando haya un horizonte; por lo tanto, se puede “netear”. Si avanzamos un paso más también podemos “netear” las NBF de los vencimientos con los organismos internacionales y de los vencimientos de la deuda en las instituciones del mercado local, financiero y de capitales, con el supuesto de que existen condiciones, no son fáciles, para que realicen el *rollover* de los vencimientos. De modo que el neto que quedaría aquí son las NBF.

Pero es un hecho: cuando no hay acceso al mercado los gobiernos utilizan la “persuasión moral” para colocar deuda en los mercados domésticos, y eso lo hemos visto abundantemente durante la crisis. Entonces, la regla de *sustentabilidad financiera* debe limitar el *crowding out*, o sea la limitación del crédito al sector privado en los mercados financieros por inversión del sector público; y también el deterioro de los activos de los mercados domésticos a través de la invasión de la deuda pública.

Por lo tanto una posibilidad es fijar una regla, que es la que propongo, por la cual la relación NBF netas de vencimientos con organismos internacionales y netas de vencimientos con los mercados locales, tenga un límite en relación con el tamaño de los mercados domésticos; y ese límite sea igual a la tasa de crecimiento esperado del ahorro en los mercados domésticos. En definitiva, es como poner un límite al endeudamiento de modo que en ningún año los vencimientos de la deuda colocada en los mercados y que no está en instituciones domésticas supere el aumento previsible en el ahorro financiero en entidades locales; lo que significa que en la eventualidad de pérdida de acceso a los mercados, el aumento en el ahorro de las institucio-

nes locales podría ser utilizado para durante un año, por ejemplo, absorber los vencimientos de esa deuda. De esa manera se promovería la expectativa de más solvencia financiera por parte del país y por lo tanto menos expectativas de default. Es bueno comparar la regla que estoy proponiendo en este trabajo con otras reglas que existen.

## REGLAS DE SUSTENTABILIDAD FISCAL

Ya mencioné la regla de *sustentabilidad fiscal* así como también sus limitaciones. Nuestro colega Pablo Guidotti ha propuesto una regla: que un país tenga reservas internacionales equivalentes a un año de vencimientos, en realidad, de pasivos externos del país. Ésta es una regla más dirigida, por lo menos en su formulación original, al balance de pagos y al mercado cambiario que a evitar el default del sector público.

Pero el caso de la Argentina es un caso donde la crisis cambiaria fue generada, en gran medida, por el default; por lo tanto podríamos hacer una reinterpretación de la regla de Guidotti: en lugar de que el país tenga reservas internacionales, que el sector público tenga los fondos para enfrentar sus propios vencimientos, pasamos al concepto de *fondo anticíclico*, que representa un gran esfuerzo y muy difícil en países con tan baja institucionalidad fiscal como la Argentina, porque representa la acumulación de ahorro del sector público sin que sea inmediatamente gastado en nada. Tenemos que reconocer que eso es difícil para la Argentina y muchos otros países; pero no es de ninguna manera imposible. Pero la propuesta de *sustentabilidad financiera* es una propuesta menos firme porque el gobierno no tiene el dinero en la mano –si me lo permiten decir de esta manera coloquial–, pero es considerablemente más barata porque no hace falta hacer la acumulación.

Hay una riquísima red de relaciones entre la sustentabilidad fiscal y financiera que lamentablemente carezco de la posibilidad de explicar en este momento.

## CONCLUSIONES

Como consideraciones finales diría, en primer término, que es urgente que los organismos internacionales y los países incorporen el concepto de *sustentabilidad financiera* en el diseño de sus políticas de endeudamiento; pero de una manera completa, sistemática, adecuadamente modelada. En segundo término, una conclusión que es muy importante, con el filtro de la *sustentabilidad financiera* deudas consideradas sustentables (por ejemplo porque son el 60 por ciento del producto o el 70 por ciento del producto), desde el punto de vista fiscal se convierten en no sustentables desde lo financiero. En tercer término, una conclusión por lo tanto muy relevante es que la *sustentabilidad financiera* aconseja relaciones deuda-producto para el mundo emergente muy inferiores a las recomendadas usualmente; y si se in-

corpora adecuadamente el uso de este concepto en los diseños de endeudamiento y, sobre todo, por parte de los organismos internacionales, su uso va a promover menos vulnerabilidad financiera ciertamente y más estabilidad macroeconómica.



---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS DE LOS EXPOSITORES

**Moderador:** En medio de un proceso de renegociación de la deuda, ¿los acreedores *defaulteados* aceptarían que la Argentina aporte un porcentaje de su superávit primario para crear un fondo de estabilización en lugar de pagarles a ellos? ¿Existen fondos de estabilización en otros países, especialmente en aquellos de gran voracidad fiscal?

Una pregunta para Martín Anidjar: ¿cómo ajustaron Brasil y Venezuela?, ¿vía gasto nominal o vía impuesto inflacionario?

**Daniel Artana:** Con respecto a la pregunta sobre si es viable tener fondos de estabilización fiscal cuando un país está en default, en realidad son para objetivos distintos; sería lo mismo que decir que porque el país está en default el Banco Central no tiene que tener reservas internacionales para tratar de moderar las fluctuaciones del tipo de cambio, si es que desea tenerlo. En realidad los fondos de estabilización fiscal están para otra cosa. Los fondos de estabilización están para tratar de evitar decisiones dramáticas fiscales en el momento en que la economía se encuentra en recesión.

Obviamente hay una relación, y en la medida en que fuera posible renegociar la deuda con tasas de interés contingentes a la evolución del PBI, como han sugerido varios colegas en la Argentina, entre otros Alfonso Prat Gay, que hoy es Presidente del Banco Central, uno necesitaría menos fondos de estabilización fiscal porque habría un componente del gasto que iría hacia afuera del país (en el caso de la deuda pública externa) que bajaría automáticamente el pago. Pero eso no es claro que se pueda lograr y lo que hay que pensar es que el fondo de estabilización fiscal es para atender problemas de ciclo económico. La sustentabilidad de la deuda es un problema medido en el largo plazo.

Respecto de si hay fondos de estabilización fiscal en países desordenados o emergentes, sí los hay, en general asociados a fluctuaciones de los precios de materias primas o recursos que son muy importantes para el Tesoro. Chile, durante muchos años y todavía hoy, tiene un fondo de estabilización para los ingresos del cobre. Chile es un país ordenado fiscalmente. Ecuador votó el año pasado una ley de fondo de estabilización fiscal para los ingresos

del petróleo. Colombia tenía un fondo de estabilización fiscal para los ingresos del petróleo, Venezuela tiene un fondo de estabilización fiscal para los ingresos del petróleo también; y hay algunos estados norteamericanos que tienen fondos de estabilización fiscal. Hay muchos más, no es un tema conceptual nada más. La idea de no gastar todo lo que genera la bonanza –es muy claro en el caso de un recurso natural–, es algo bastante asentado, que se ha tratado de implementar, incluso en varios países de la región.

**Martín Anidjar:** Con respecto a la primera pregunta, dependerá mucho del diseño, la aceptación o no. Obviamente, el superávit primario es la capacidad de pago y es de donde se obtendrán los recursos de los cuales se cobrarán los acreedores de deuda; y en la medida en que haya un factor que compita con lo que ellos cobrarán –que podría ser un fondo de estabilización–, lo mirarán con bastante atención. Por supuesto, este factor es mucho mejor que cualquier otro como puede ser la deuda doméstica, dado que le permitiría al gobierno en un escenario malo de la naturaleza pagar; pero dependerá mucho de la composición. Entonces la respuesta es sí, valorarán los flujos ciertos y también observarán ese fondo de estabilización, cuál es su diseño, cuánto les saca y cuánto les otorga en distintos estados de la naturaleza; y harán la evaluación pertinente. Obviamente, la credibilidad de esa institución es fundamental.

Con respecto a la segunda pregunta, Venezuela es un caso que hoy está primero en la lista, porque está consumiendo el fondo de estabilización, y el hecho de la credibilidad de esa institución es muy importante. Es una cosa de todos los días saber cuál es el balance del fondo de estabilización, y por eso señalaba que es una regla y de muy fácil observación.

Punto último, Brasil generó un ajuste primario de 5 puntos, sobre todo por sentarse sobre el gasto primario mientras permitía que los ingresos subieran con la inflación y la devaluación; y manteniendo impuestos que eran supuestamente transitorios, extraordinarios y distorsivos permanentemente. Cada vez que vence el famoso CPMF se pospone, es como el impuesto al cheque.

**Moderador:** Cañonero, usted mencionó un caso interesante que fue el de Chile y las fallas de los fondos procíclicos, en todo caso, por la desconfianza que genera en la propia sociedad el hecho de que esos fondos existan en sí mismos; y lo quería ligar con varias preguntas que están dominadas por el escepticismo, teniendo en cuenta los antecedentes de la Argentina en términos de violar las reglas, incluso constitucionales, como mostraba Daniel Arnta. Además, es el caso de una sociedad que terminó aplaudiendo ciertas decisiones; en el caso chileno fue exactamente lo opuesto. Entonces la pregunta, que también puedo extender a Julio Piekarz es: ya que han pensado en reglas, ¿han tomado en cuenta el hecho de que en la Argentina, con los antecedentes de violación de reglas que tiene, el desafío es todavía mayor?

**Gustavo Cañonero:** Sí, sin duda. El tema es que de todas maneras hay que comenzar haciendo algo; y al respecto creo que el solo hecho de tener

una sociedad dispuesta a definir una regla, a discutirla seriamente e imponerla como una nueva regla de acción, es un elemento positivo. En todos estos casos, en particular en el caso argentino, tendremos un serio problema en términos del impacto o beneficio inicial que nos dé esta regla dada la falta de credibilidad. Ha sido una constante histórica que en casos similares las reglas se hacen válidas con el ejercicio; pero creo que de todas maneras sigue siendo un elemento fundamental.

**Moderador:** Piekarz, antes que se pliegue a la respuesta hay aquí una pregunta muy específica, y a mí me surgió una duda sobre sus reglas. Usted plantea allí la regla de que al menos las NBF crezcan como máximo al ritmo del ahorro interno previsto, ahora ¿eso no implica un fuerte *crowding out* sobre el sector privado. Y aquí le preguntan cuál sería hoy el *quantum* de aplicar la ley de sustentabilidad financiera.

**Julio Piekarz:** Hay una cosa que está clara: para la Argentina, por lo menos para la etapa terminada a partir de diciembre de 2001 en la forma en que terminó, la incorporación de una regla de sustentabilidad financiera es tarde. Lo único que se puede hacer ahora es incorporar (siempre hablamos de complementar la regla de sustentabilidad financiera con la regla de sustentabilidad fiscal) adecuadamente este concepto en la renegociación de la deuda de modo de que se tome debida nota de la necesidad de recuperar rápidamente acceso a los mercados, lo que no será fácil, y se evite la concentración de vencimientos excesiva que se acumularon durante la década del noventa. No nos olvidemos de que éstas nos llevaron al megacanje, a la operación de préstamos garantizados y aun así no alcanzó para descomprimir adecuadamente y alcanzar sustentabilidad financiera.

Ahora, con respecto a las NBF, la regla que propongo es que la suma de los vencimientos más déficit en un año dado, en el año siguiente no superen la tasa esperada de crecimiento del ahorro financiero y en el mercado de capitales.

¿Por qué propongo esta regla que limitará fuertemente el endeudamiento de los países? Justamente, la propongo como una crítica al enorme *crowding out* que produjo el endeudamiento público en la Argentina y que se acentuó durante la crisis cuando prácticamente se le pidieron fondos a través de la "persuasión moral" pero con algún grado de presión, a las instituciones del mercado de capitales y al sistema financiero. Hay que poner un límite a esa invasión.

Ahora, muy bien, este límite tiene una ventaja: no afecta la estructura entre financiamiento del sector público y financiamiento del sector privado en el stock, porque únicamente se refiere al crecimiento del ahorro financiero. Por supuesto que esta regla, personalmente tengo muchas alternativas de diseño y estoy seguro de que ustedes podrían diseñar otras tantas, se puede hacer de modo que ni siquiera haya *crowding out* en el flujo.

Ahora, y finalmente para completar la pregunta, diría que hoy estoy bastante convencido, por supuesto que los parámetros de los mercados internacionales van cambiando y lo que voy a decir es sensible a esos cambios, de

que, considerando la sustentabilidad fiscal y financiera, una economía emergente no debería superar un endeudamiento público del 20 al 25 por ciento del producto.

**Moderador:** Cuando Daniel Artana presentó sus cuadros mostró en las proyecciones una mejora leve del tipo de cambio real para la Argentina, no tan pronunciada como a principios de los noventa, mientras que Martín Anidjar presentaba un supuesto de una modificación mucho más fuerte de ese tipo de cambio real para sus números de cierre de deuda. Por otro lado, Daniel Artana afirmó que no había espacio para bajar impuestos distorsivos en ese contexto, porque obviamente si el tipo de cambio real no se aprecia no hay margen para bajar las retenciones –aunque ahí hay temas que tienen que ver con los precios internacionales que también juegan–, y Gustavo Cañonero recomendó eliminar los impuestos distorsivos.

En ese contexto, ¿qué grado de sensibilidad muestran estos ejercicios en donde aparece el problema del tipo de cambio real como clave, teniendo en cuenta que ayer alguien pidió desde una institución importante del sector industrial un tipo de cambio real particular?

**Daniel Artana:** La primera cuestión es que el tipo de cambio real no puede ser determinado por el gobierno, eso lo tenemos que tener bien en claro; y en definitiva dependerá de la abundancia relativa de dólares.

Segunda cuestión, la Argentina tiene en los noventa un atraso, una caída muy fuerte del tipo de cambio real (en la primera parte de los noventa). Eso coincide con un contexto regional o internacional muy favorable a la entrada de capitales, además de las reformas propias que implementaba la Argentina, de alguna imprudencia en el gasto público a principio de los noventa que deterioró el tipo de cambio real porque presionó sobre los no transables.

América latina, que había estado seca de capitales durante la década del ochenta, producto del default de México seguido por otros países de la región, se había virtualmente recuperado; y a principios de los noventa los Programas Brady, en los países grandes de América latina, permitieron revertir ese efecto que tuvo la región durante los ochenta.

Hoy tenemos la región con algunas dudas respecto de la deuda y hay procesos de deuda que ni siquiera están en vías de discusión como el nuestro. Por lo tanto, mi impresión es que habrá menos entrada de capitales a la región. Fíjense ustedes que los cuadros que mostró Gustavo Cañonero con respecto a la situación de cuenta corriente de Brasil (que ha bajado sustancialmente la deuda producto de la apreciación del real, del esfuerzo fiscal que está manteniendo el gobierno del Presidente Lula) siguen mostrando una entrada de capitales que es prácticamente cero; y eso no se ha revertido ni siquiera con los últimos datos mensuales del mes de mayo.

Por lo tanto, a pesar del contexto internacional extremadamente favorable, hoy tenemos la tasa de interés real, no la nominal, en los Estados Unidos de las más bajas de los últimos cuarenta o cincuenta años, y a pesar de que ha bajado mucho el EMBI y que han vuelto algunos capitales a la región, no es la euforia de capitales que hubo en los noventa, donde la Argen-

tina tuvo más que eso, producto de que lideró las reformas para bien o para mal. Me parece que no se puede tratar de replicar los noventa en términos de la disponibilidad de capitales, en particular para la Argentina, porque América latina probablemente tenga menos; y porque la Argentina estará por debajo de la región, debido a que tiene problemas más complejos que el resto para resolver (la deuda es uno de los tantos). En ese contexto tenemos tipos de cambios reales más altos de los que hubo en los noventa. La pregunta es ¿cuánto más altos? Eso es más difícil de responder y puede haber diferencias de criterios; lo único que quise marcar es que eso de que tendremos un PBI en dólares que duplica, o más que duplica, en un par de años, como ocurrió al principio de los noventa, no está disponible para la Argentina. Sí creo que puede crecer el PBI en dólares, el 40 o el 50 por ciento, lo cual muestra en el escenario más optimista crecimientos importantes del PBI en dólares; pero no veremos esa euforia de los noventa, y eso hace que tengamos menos margen de acción.

Así que me parece que tendremos menos fortuna que en los noventa, y cuidado, que el escenario internacional, como mencionó alguno de mis colegas, es favorable hoy, probablemente algún tiempo más; pero no sabemos si permanecerá así para siempre. Como Gustavo Cañonero dijo, recordemos la crisis de 1994-1995, es decir, venía un momento muy positivo, de repente apareció el tequila y hubo sequía de fondos para América latina.

**Martín Anidjar:** Complementando a Artana, el tipo de cambio real básicamente es un cuchillo con dos filos: cuanto más débil es el peso en términos reales más atractivo es invertir para producir una heladera en la Argentina y exportarla; pero por el otro lado, cuanto más débil es el peso más manzanas necesita recaudar el gobierno para pagar la deuda en dólares. Por lo tanto, yendo a la pregunta sobre si en mis simulaciones no tengo una apreciación del peso demasiado fuerte, la respuesta es que no son simulaciones sino que traté de hacer un ejercicio inverso: ver qué nos dicen los precios de hoy sobre las tres variables macro que son importantes para la capacidad de pago, que son el tipo de cambio real, crecimiento y superávit primario. Entonces, si jugando con esa planilla de cálculo no nos gusta la apreciación del tipo de cambio real que surge de los precios de hoy, tendremos que aumentar el superávit primario o el crecimiento. Es básicamente un juego en una planilla de cálculo con las tres variables que determinan la capacidad de pago de la deuda del gobierno.

**Moderador:** Lo que quería resaltar entonces es que no hay convergencia entre las dos estimaciones, no coinciden exactamente. Lo que está planteando usted, Anidjar, es que, dados los precios de hoy, para que el superávit fiscal que está colocando allí sea el que cierre el problema de la deuda, el tipo de cambio real se tiene que apreciar muchísimo.

Cañonero, ¿cómo se realizaría la eliminación de impuestos distorsivos en ese contexto?

**Gustavo Cañonero:** Déjeme complicar aún más el tema del tipo de cambio. Hay dos elementos muy interesantes para analizar: uno es que hoy la

relación del tipo de cambio real bien medido (en términos de la canasta de comerciables) en Brasil y en la Argentina, está mostrando el mismo nivel que mostró entre los años 1983 y 1989. Quiere decir que hoy estamos tan depreciados como estuvimos por siete años consecutivos, tanto Argentina como Brasil. Es una relación que se mantiene fuertemente, que de alguna manera apoya la idea de Daniel Artana: como no obtendremos el financiamiento que tuvimos en los noventa es muy razonable pensar que tendremos un tipo de cambio más depreciado en términos reales.

La otra cara de la moneda, y que para mí es muy importante y lamentablemente no hay un modo fácil de cuantificar, es el hecho de que durante los últimos años lo que hemos tenido en la Argentina es un cambio de portafolio muy pronunciado a favor de ahorros en dólares, lo que produce en un ahorro hoy de argentinos en el exterior del 1,5 del producto, es decir, más del 100-150 por ciento del producto.

Eso debe tener una importancia relevante para la estimación del tipo de cambio real, y va en contra de la idea de que tal vez necesitemos tipos de cambios muy depreciados, porque la sensación que tengo es que hoy el ajuste de portafolio tendría que ser el inverso y los ahorros en dólares tendrían que tender a reducirse en términos generales; lo que implica una demanda de dólares mucho menor. De todas maneras, nuestros números apuntan, por ejemplo en el ejercicio que mostré, a un tipo de cambio de 1,4 en términos reales en diez años contra 1 que tuvimos durante la convertibilidad.

El tema de impuestos distorsivos lo mostré como un ejemplo de la importancia de las reglas y, en particular, en lo que tiene que ver en la discusión con las provincias porque, por un lado, tendremos hoy los impuestos distorsivos que son aquellos que irán cayendo en el tiempo y que no coparticipamos. Entonces tenemos dos problemas: uno, es que caerán y hay que encontrarle un recurso adicional –el ajuste fiscal de ahora en más será a través de la recaudación– y el otro es que si éstos caen y no hay recursos adicionales, todo el beneficio del resto de los impuestos pasará a las provincias que no tienen una estructura legal para ahorrar más. Ahí tenemos un gran impedimento.

## **PANEL II**

### **La cuestión de la deuda**





MIGUEL KIGUEL\*

## INTRODUCCIÓN

Como han escuchado, mis amigos del panel fiscal han dicho prácticamente todo lo que iba a decir sobre deuda, así que estoy pensando si tengo que hablar de la parte fiscal o de la economía después de las elecciones; pero tengo la presentación sobre deuda, así que es una decisión compleja. Comenzaré a hablar sobre algunos temas de deuda y trataré de relacionarlos con algunos aspectos de la economía posterior a las elecciones.

## ESTRUCTURA DE LA DEUDA

Se ha hablado mucho hoy del problema fiscal de la deuda, yo quisiera tal vez introducir otros aspectos: ¿por qué es importante reestructurar la deuda? ¿qué implica que hoy la Argentina esté sin reestructurar la deuda y en default?

Primero, como todos sabemos, hoy la Argentina tiene un riesgo país que es aproximadamente ocho veces más alto que el que tienen Uruguay y Brasil. Estos países hace unos meses parecía que iban camino al default y bajaron de un riesgo país de más de 2.000 puntos básicos a uno del orden de 700 puntos básicos; y de hecho Brasil ha conseguido acceder nuevamente al mercado. La Argentina está como cuando vinimos de España: seguimos con un riesgo país del orden de los 5.200 puntos básicos y sin ninguna perspectiva de poder acceder a los mercados de capitales.

Esto tiene implicancias serias para el sector privado, hoy la Argentina no tiene acceso prácticamente a líneas de crédito para comercio exterior, es inaudito.

Las reestructuraciones del sector privado se ven dificultadas justamente, porque no hay un marco fijado por el sector público.

\* Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

En el caso de los bancos, en particular, es extremadamente difícil la reestructuración porque tienen títulos públicos –BODEN en el caso del Banco Hipotecario y de otros– sin los cuales la reestructuración de la deuda es imposible; y hasta que no se sepa qué sucederá con la reestructuración de la deuda habrá problemas.

Las AFJP, los ahorros de los argentinos para cuando nos jubilemos, nadie sabe cuánto valen, y seguiremos sin saberlo hasta que la deuda se reestructure.

Hay una serie de factores importantísimos que hacen que sea una prioridad reestructurar la deuda para normalizar el acceso de la Argentina al mercado de capitales, para que pueda volver a tomar crédito. Eso es una condición, en mi opinión, *sine qua non*; y tal vez no se tiene la conciencia suficiente de todas las dificultades que sufre la Argentina por estar en este momento en default.

Pero veamos en el cuadro 1 algunos números, en los cuales no pueden fijarse en el último decimal porque hay muchos temas que están pendientes. Hay deudas que no se conoce dónde están (por ejemplo las provinciales), hay deudas que están pendientes de estructuración y los intereses se van acumulando todos los días; pero aproximadamente hoy el país tiene una deuda de 152.500 millones de dólares, lo que representa aproximadamente el 120 por ciento del PBI. De esa deuda están en default aproximadamente 69.000 millones de dólares, de los cuales 66.000 millones son deuda externa, 3.000 millones son deuda interna y el resto es deuda que el gobierno está pagando. Es decir, hoy el gobierno está pagando una parte importante de la deuda (es un poco más del 50 por ciento), se están pagando 23.000 millones de dólares de préstamos garantizados, se están pagando unos 12.500 millones de BO-

CUADRO 1  
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL  
(Estimada)

	Millones de US\$ Saldo bruto
Total deuda pública	152.500
Deuda a reestructurar	69.000
Externa	66.000
Interna	3.000
Préstamos garantizados	23.000
BODEN	12.500
Multilaterales	35.000
Operaciones comprometidas	10.000
Otros	3.000

DEN, tenemos deuda con los multilaterales que rondan los 35.000 millones de dólares, y después tenemos otras operaciones comprometidas de unos 13.000 millones de dólares.

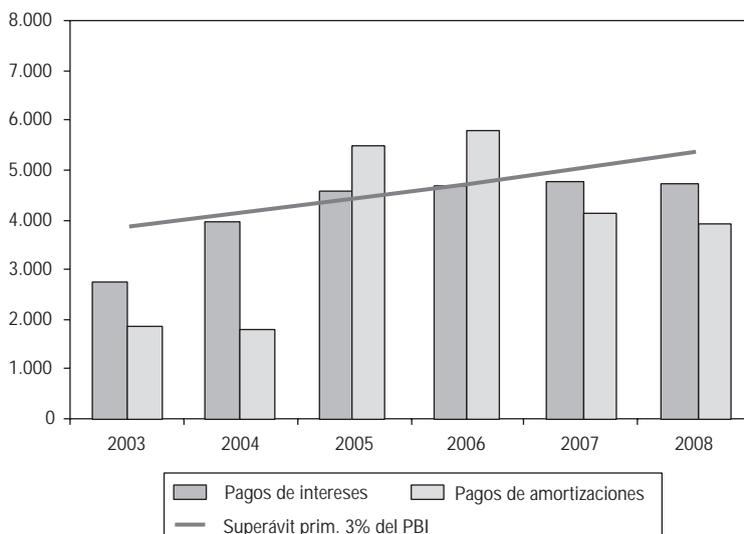
Hay varios puntos importantes sobre esto. Primero, una parte considerable se está pagando, creo que no es un punto menor, es la parte fundamentalmente estructurada a través de globales, lo que se llama la deuda externa argentina. La deuda doméstica se está pagando.

El segundo tema importante es cómo ha quedado la estructura de la deuda argentina en términos de monedas después del default. Aproximadamente dos tercios de esa deuda están en moneda extranjera, y alrededor de un tercio está en pesos, o sea que se ha cambiado un poco la estructura. Gran parte de ese cambio fue forzoso, porque la pesificación no es algo que los tenedores de bonos votaron.

Es una deuda importante y cuando hablamos de reestructuración en general se habla de esa cifra cercana a los 66.000 millones de la deuda externa que está instrumentada a través de bonos conforme a legislación extranjera. No quiere decir que sea externa, pero sí que está instrumentada conforme a legislación extranjera.

Cuando se analiza esta deuda lo que vemos es que probablemente 2003 y 2004 sean años que en términos de liquidez no serán tremendamente difíciles de manejar. En el gráfico 1 vemos las amortizaciones, los pagos de intereses que se vienen proyectando, y como bien dijeron los que expusieron sobre la parte fiscal, que profundizaron respecto del tema de la deuda, los

GRÁFICO 1  
PAGO DE INTERESES Y AMORTIZACIÓN  
(En millones de US\$)



**CUADRO 2**  
**NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO COMO PORCENTAJE DEL PBI**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Intereses como % del PBI	2,1	2,9	2,7	2,6	2,8	2,7
Amortizaciones como % del PBI	1,4	1,3	3,7	3,7	2,5	2,2

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Necesidades de finan.	4.538	5.672	9.273	9.802	8.852	8.620
como % del PBI (normal)	3,6	4,1	6,3	6,3	5,3	4,9

problemas aparecen en los años 2005 y 2006, cuando ya tenemos amortizaciones de entre 5.000 y 6.000 millones de dólares.

Éstos son números importantes para un país que está en default, un país que no tiene crédito, que no tiene acceso al crédito ni interno ni externo, porque eso implica que si no se reconstruye el crédito en los dos próximos años, si el gobierno argentino no empieza a honrar contratos y mostrar voluntad de pago, eso entrará en default nuevamente, o financiarse con superávit primarios que serían difíciles de generar. Estamos hablando de superávit de alrededor del 3 por ciento para pagar los intereses y tendríamos que hablar de superávit primarios de arriba del 6 por ciento si también queremos pagar las amortizaciones. Creo que son números que en la Argentina de hoy son difíciles de pensar, así que me parece que lo más sano es tratar de pensar en cómo se empieza a generar confianza acerca de los compromisos del Estado para comenzar a reconstruir el crédito en nuestro país.

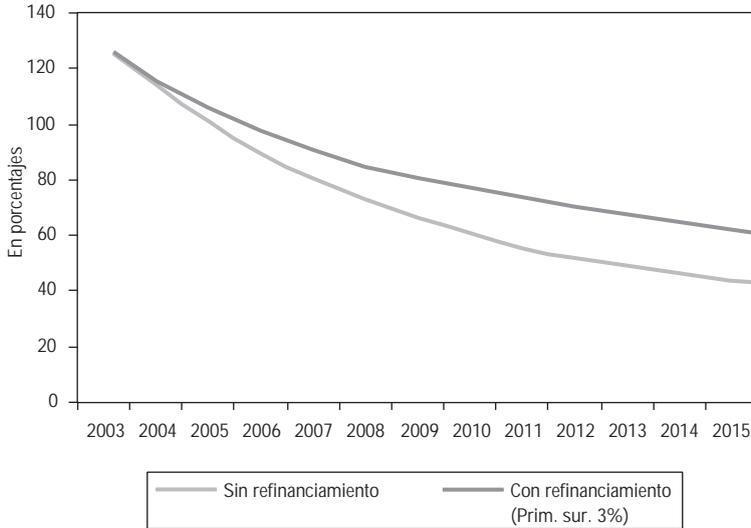
## LA DEUDA PÚBLICA

Pero la deuda pública, ¿cómo irá evolucionando? Aquí de nuevo hay muchos de supuestos, les pido que se concentren en la línea del gráfico 2 que supone que podemos refinanciar todas las amortizaciones que van viniendo.

Respecto de la situación de la deuda veremos qué sucede ahora, si la economía crece, si el tipo de cambio se aprecia como casi todos los economistas serios creemos que ocurrirá en términos reales, si se piensa que habrá un superávit primario del 3 por ciento o más de aquí en adelante; con mucha suerte hacia el año 2012 o 2013 tendremos una deuda del 70 por ciento del PBI. Pensemos que antes de la crisis, la Argentina tenía una deuda del 55 por ciento del PBI.

Es decir, pasarán diez años, default, sufrimiento, Congreso celebrando, ¿para qué? Para estar probablemente en una situación un poco peor de la que estábamos antes de que todo esto empezara, por lo menos desde el pun-

GRÁFICO 2  
DEUDA PÚBLICA COMO PORCENTAJE DEL PBI  
(Crecimiento alto)



to de vista de la deuda. Por eso es importante empezar a avanzar rápidamente para solucionar estos temas.

## DESAFÍOS DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA

Analizaremos ahora algunos temas que son un poco menos macroeconómicos, que son los desafíos de la reestructuración de la Argentina de aquí en más.

Veamos cuáles son los problemas, porque hasta ahora hemos hablado mucho de los problemas macro, y creo que uno de los temas importantes es que esta reestructuración presentará complejidades que no tuvieron otras, no la tuvo Ecuador, ni Rusia, ni siquiera Uruguay, Ucrania ni Paquistán; es una reestructuración extremadamente más compleja.

¿Por qué? El primer tema es que aquí hay que acordar un programa macroeconómico con los acreedores. ¿Qué implica acordar un programa macro? Fundamentalmente, creo que son tres variables centrales que hay que acordar.

Primero, el superávit primario. Hay que convencer a los acreedores de que se sienten a la mesa, que acepten la propuesta. No tenemos la posibilidad de imponer como se hizo en el megacanje; estamos con gente que tiene bonos y hay que convencerla de que la propuesta que se le hace es razonable. Entonces, habrá que mostrar un superávit primario que convenga que la Argentina está haciendo esfuerzos para pagar su deuda, y se me ocurre que

tiene que ser como mínimo un 3 por ciento del PBI; ése sería el piso en el cual hay que pensar. El segundo tema importante es la evolución del tipo de cambio real, porque como dije, gran parte de esta deuda –probablemente dos tercios o más– está en dólares, o sea que lo que pase con la relación peso/dólar o índice de precios CER/dólar, por ponerle otro nombre, será fundamental para la capacidad de pago. En ese sentido creo que señales que sean confusas acerca de si el tipo de cambio tiene que ser alto o bajo –independientemente de que el gobierno no puede manejar esa variable– no ayudan. Creo que lo que uno tendría que buscar, lo que casi todos nosotros esperamos, es que el tipo de cambio real se vaya apreciando, no en los niveles que tenía durante la convertibilidad porque eran consistentes con el ingreso de capitales mucho más importantes; pero sí a niveles más bajos o más apreciados de lo que está hoy.

La última variable importante es el crecimiento, que la Argentina crezca es fundamental para pagar la deuda. Ésa no es una variable que está bajo el manejo de nadie; pero sin duda se puede crecer más fácilmente haciendo las cosas bien que haciéndolas mal, fomentando inversión privada se puede crecer más rápido que no haciéndolo.

El tercer tema importante es la complejidad logística y legal que tendrá esta reestructuración. Estamos hablando de noventa y nueve bonos conforme a legislación extranjera. Cada bono tiene una asamblea de bonistas, y para salir del default de los noventa y nueve bonos tenemos que lograr que los accionistas o los bonistas voten salir del default. En algunos casos como Alemania es extremadamente más complejo, porque para salir del default todos los bonistas tienen que aceptar la propuesta. Considero que es un tema muy complejo, que me hace pensar que aunque reestructuremos en forma exitosa, que implicaría que probablemente más del 90 por ciento de los acreedores acepten la propuesta, lo más factible es que la Argentina continúe en default con muchos bonistas. Supongamos que el 10 por ciento de los bonistas no aceptan y tenemos 66.000 mil millones de dólares; quedaría con 6.600 millones de dólares en default, es un número importante. Eso requerirá mucho manejo político de parte de la Argentina y excelentes relaciones, tanto con los gobiernos del G7 como con los multilaterales.

Cuarto punto importante que me parece que será parte de esta negociación es el problema de equidad entre acreedores, y aquí hay dos participantes fundamentales que son los multilaterales y los deudores locales. Pensar que con los multilaterales se puede hacer algo, cambiar los estatutos de las multilaterales para satisfacer las necesidades argentinas, me parece un poco complicado, no lo veo dentro de lo posible. Creo que lo mejor que puede conseguir la Argentina hoy de los multilaterales es asegurar el refinanciamiento del principal tal vez algo de intereses.

Lo preocupante es que no creo que vengan fondos frescos, los argentinos tendremos que vivir con lo nuestro. No vamos a tener prestamista de última instancia de aquí en adelante, ya lo usamos y no funcionó.

Por último, ¿qué se hace con las deudas locales? Hay dos grupos muy importantes: uno son los préstamos garantizados y otro son los BODEN. Una parte considerable de ambos está en los bancos. Los BODEN son deuda

nueva, son posteriores al default, se instrumentaron para compensar a los bancos y a los depositantes, pero en gran parte a los bancos por la pesificación asimétrica. Me parece muy difícil reestructurar los BODEN y también me parece difícil que se reestructuren los préstamos garantizados; pero es un tema que seguramente estará en la discusión.

## INSTRUMENTOS PARA LA REESTRUCTURACIÓN

Por último, creo que parte de los desafíos es generar un menú de instrumentos adecuados que nuestros acreedores acepten. Como dije, esto no es algo que se puede imponer, la Argentina no podrá imponerle a los acreedores lo que quiere. Hay que negociar, convencer, persuadir y mostrar que somos serios, y eso sí puede llevar a que se logre conseguir sentar a la mesa a los acreedores como lo hizo Uruguay. Ese país convenció, persuadió, trabajó; puso una propuesta sería sobre la mesa y logró casi un 97 por ciento de adhesión. Eso es lo que tiene que hacer la Argentina.

Además, tenemos que diseñar instrumentos adecuados, lo que quiere decir que hay distintos tipos de inversores y habrá que diseñar algunos bonos que paguen el principal final, los que se llaman *bullets*, con tasas muy bajas a treinta años; y otros que podrán ser de otras características para los inversores institucionales que no están preocupados por recibir todo el principal algún día o el valor facial del bono, sino que hacen “mark to market”. Para ellos no es tan importante que el bono sea largo, pero tendrán que ser bonos líquidos y habrá que ver cómo se estructuran.

Quiero señalar dos puntos en este sentido. El primero es que una forma de persuadir es ofreciendo *cash* al principio (*cash up front*), una forma a través de la cual se puede lograr que acepten la propuesta, que se usa mucho en las corporaciones privadas; y para eso hay que generar más superávit primario. El superávit primario hoy no es para gastarlo, tiene que ser para pensar estratégicamente en cómo renegociar la deuda. Me parece muy importante eso, hay que empezar a pensarlo ya, porque si queremos el año que viene ofrecerles a nuestros acreedores *cash* no habrá y tendremos de vuelta el problema de dónde obtenerlo. Esto hay que empezar a pensarlo hoy. Se puede pensar en otros instrumentos que están atados al PBI, creo que hay opciones. Bueno no me da mucho el tiempo y hablaré si queda algo de tiempo al final.

## RIESGOS DE LA REESTRUCTURACIÓN

¿Cuáles son los riesgos de la reestructuración? El primer riesgo es que la reestructuración no sea sostenible. Para que ésta sea exitosa tiene que percibirse como sostenible y lograr bajar fuertemente el riesgo país, porque eso es lo que uno quiere, volver a tener acceso al crédito y lo más rápido posible.

Que no sea sostenible quiere decir que no sea realista, pero me parece que sobre este aspecto hay que pensar en los problemas de liquidez que

mencionaba hoy Julio Piekartz, asegurar que los flujos sean pagables, no poner muchos vencimientos al principio, todos esos temas que hacen a la sostenibilidad de la deuda y al repago de esta nueva estructura tienen que estar ahí; y la Argentina tiene que lograr un acuerdo que sea sostenible y mantenerlo. Pero obviamente, ese rechazo sostenible tiene que ser aprobado por lo acreedores.

¿Qué ocurre si se ofrece un acuerdo y los acreedores no lo aceptan? ¿Qué ocurre si no sucede lo de Uruguay, donde el 97 por ciento de la gente aceptó? ¿Qué pasa si acá acepta el 70 por ciento? Vamos a foja cero. Creo que es importante que ese acuerdo sea consensuado, discutido; pero el problema es con quién, porque ¿con quién se disenterá este acuerdo? Hay un millón de bonistas. ¿Cómo se hace para armar comités y representantes? En algún momento el gobierno tendrá que hacer una oferta y rezar para que vengan.

Me parece un tema importante el rechazo de los acreedores. Creo que no es un tema sencillo, pero de nuevo, hace falta tener un asesor financiero con mucha experiencia, con mucho entendimiento de los mercados y hace falta hablar mucho con los mercados para saber exactamente qué está pasando.

Otra cuestión importante son los *holds-outs*. ¿Qué ocurrirá con esa gente que no entre? Desgraciadamente, la experiencia muestra que los que no entran ganan, eso es un mal antecedente. Sucedió en Ecuador, en Perú, también con las empresas. Creo que en la Argentina hay que ser duro con los *hold-outs* y debe buscarse la forma de ser extremadamente claro en cuanto a que los *holds-outs* no cobrarán. Se deben buscar mecanismos a través de los cuales correr el riesgo de que nos embarguen alguna cuenta de algún consulado, que traten de embargar una embajada, creo que es mejor correr ese riesgo que pagar a los *hold-outs*; y buscar mecanismos para que esa gente pierda con el tiempo. Sería un mal antecedente para el mundo si la Argentina les paga, especialmente, cuando estamos hablando de montos que pueden ser de varios miles de millones de dólares.

Por último me parece importante empezar a pensar ya en la reestructuración del mercado local. La Argentina tendrá que contar con un mercado de capitales, habrá necesidad de financiamiento. Esa necesidad de financiamiento será muy difícil conseguirla afuera, los multilaterales no van a tener dinero para darnos, tendremos que generar nuevamente un mercado de capitales.

## CONCLUSIONES

Quisiera terminar con algunas reflexiones. Primero, que para generar un mercado de capitales hace falta una visión de qué moneda, de qué instrumentos utilizar. Cuando el Banco Central lanzó las Lebac, yo estaba entre los escépticos que pensaron que eso no tendría éxito, y lo tuvo; pero esto ocurrió porque se generó una continuidad, una cierta certidumbre y una credibilidad sobre su pago.

Me parece que es fundamental empezar a pensar ya en esa dirección, para lo cual debe existir una visión de la sociedad. No es un individuo el que

definirá esto, es la sociedad. Si nosotros como país transmitimos a los ahorristas locales y extranjeros que no pagaremos la deuda y eso se celebra, creo que nunca podremos reconstruir un mercado de capitales en la Argentina, nunca volveremos a tener crédito.

La forma que veo de empezar a pensar que la Argentina tendrá un mercado de crédito es que empecemos a festejar que se cumplan los contratos, y no que se incumplan. Eso me parece un paso central, un paso institucional central, y sin él, que es el primero que hay que dar, creo que es muy difícil que la Argentina pueda reestructurar su deuda externa.





---

FEDERICO STURZENEGGER\*

## INTRODUCCIÓN

El tema en particular de este panel es sobre la deuda, y me concentraré en tres aspectos puntuales.

Primero, hablaré sobre la experiencia internacional ya que tenemos varias experiencias internacionales recientes; hay varios países que durante los noventa han hecho reestructuraciones de deuda, entonces quiero hacer un rápido punteo sobre algunas características que han tenido esas reestructuraciones para analizar si de ellas derivamos algunas lecciones para el caso argentino, algunas ideas sobre cómo tendríamos que proceder.

En segundo lugar, quiero plantearme qué implicaría una reestructuración de deuda para la Argentina y simplemente, para ser un poco provocativo con el panel y con la audiencia, voy a proponer la pregunta: ¿le conviene a la Argentina reestructurar la deuda o no? Quiero ser muy provocativo y humilde en eso, para tratar de plantear estas cuestiones sin ningún tipo de prejuicio y discutir las de una manera abierta.

El tercer punto es, si llegamos a la conclusión –como personalmente lo haré– de que la Argentina tiene que reestructurar la deuda: ¿cómo debería ser esa reestructuración? Porque en las presentaciones anteriores se ha hablado que la Argentina alcanzará un superávit primario del 3 por ciento del PBI y quiero saber qué implica eso para el acreedor externo. Veremos que lo que se le podría ofrecer al acreedor externo con ese superávit primario del 3 por ciento del PBI, no es coincidente con la valuación actual de los bonos, entonces tendremos que preguntarnos qué es lo que está pensando el mercado.

\* Universidad Torcuato Di Tella (UTDT).

## LA COMUNIDAD INTERNACIONAL

Déjenme hacer una reflexión inicial sobre lo que ha ocurrido en el contexto internacional en términos de cómo se ha posicionado la comunidad financiera internacional respecto de los defaults.

Si pensamos en lo que han sido los ciclos de endeudamiento de los países emergentes a lo largo de la historia, encontramos que en general había ciclos de expansión del crédito muy rápidos, seguidos por episodios de default que eran generalmente bastante sistémicos.

El primero que tuvimos en el siglo XX fue durante la Gran Depresión, llevó cuarenta años normalizar la situación porque la crisis que derivó en el cierre de los mercados emergentes en los años treinta recién se empieza a recuperar en los setenta con el reciclaje de los petrodólares y ese tipo de movimientos. Ese flujo de los setenta se cortó en el año 1982 con la moratoria mexicana que inauguró la década perdida de la crisis de la deuda y que recién se empezó a recomponer en el año 1989, con la implementación de los planes Brady. Los defaults generaban crisis sistémicas en el mercado de capitales internacionales, cuya resolución en general llevaba mucho tiempo. Entonces, cuando llegamos a los noventa, la comunidad financiera internacional estaba aterrorizada de que hubiera un default porque pensaban que íbamos a una crisis sistémica y que luego sería muy difícil recuperarse. Así cuando viene el tequila el gobierno norteamericano y el FMI apoyan; tenemos la crisis asiática, Corea, Indonesia y un sinnúmero de casos en los cuales las instituciones financieras internacionales y el gobierno de Estados Unidos apoyaron. Claro que eso generó toda una crítica en la derecha norteamericana –ustedes saben que en el FMI el accionista más importante es el gobierno de Estados Unidos– entonces surge esta idea de que el FMI está gastando irresponsablemente el dinero de los plomeros y los carpinteros norteamericanos en ayudar a otros países.

El FMI responde a esa crítica de su accionista más importante haciéndose mucho más favorable al default –el default es una manera de que el sector privado también pueda poner dinero en un país– y en consecuencia los programas tenían que tener *private sector involvement*. Entonces, si el Fondo iba a poner dinero quería asegurarse de que el sector privado también lo hiciera, y en ese contexto un default era una manera de hacerlo.

Ahora bien, también por ese motivo el FMI mostró una gran oposición a los tipos de cambio fijo, porque lo peor que le podía pasar en ese contexto era poner dinero para defender un tipo de cambio fijo para que después los especuladores se llevaran o se “comieran” esas reservas.

De este modo, a fines de los noventa encontramos un FMI mucho más propenso al default. En el caso de Ecuador, básicamente les dijeron: “Miren, ustedes tienen la plata pero después del default”. Ucrania quiso pagar con reservas una emisión de deudas y el Fondo se negó a permitirlo y luego ese país tuvo que ampliar una emisión de eurobonos para cumplir con sus compromisos.

A mí me parece que esto tenemos que decirlo sin vergüenza para entender exactamente el mundo en el cual estamos, y es que en realidad en el año 2001 se eligió la Argentina para dar la lección final porque ¿qué sucede? Si

el FMI se hace muy favorable al default, entonces un país puede pensar: "Bueno, éste es el mejor negocio que existe, porque a mí me llega el dinero sólo cuando hago el default". Entonces, esta misma actitud que venía tomando el FMI podía convertirse en un arma de doble filo donde de alguna manera se estimulaba el default por parte de los países; y se empezaron a preocupar porque pensaron: ¿qué pasa si a Lula se le ocurre ir por esta vía?, ¿qué pasa si en Indonesia o la India sucede lo mismo? Entonces la Argentina fue un caso que, creo, se usó en gran medida para aleccionar al resto de los países sobre lo que sería un experiencia de default. Por eso hubo señales muy contradictorias durante el año 2001 respecto de si había apoyo o no; se retiró el apoyo de una manera relativamente dramática y se dejó a la Argentina sin ayuda después del default, lo que era muy diferente, por ejemplo, a lo que había pasado con Ecuador.

Esto no lo cuento para llorar sobre la leche derramada sino simplemente para decir que en cierto sentido la estrategia funcionó porque fue tan dramática, tan tremenda la crisis que vivió la Argentina quedando huérfana después del default, que por eso Lula probablemente haya reaccionado y haya decidido que éste no es el camino por el cual hay que ir. Entonces hoy encontramos un mercado financiero internacional mucho más estable, y Martín Anidjar lo mostró claramente en sus presentaciones.

Quise usar cinco minutos de mi presentación para contar esto porque es el contexto en el cual estamos y creo que de alguna manera, más allá de que lo sufrimos realmente, ha creado quizás un mercado o un entorno para los préstamos a los mercados emergentes algo más favorable, como Martín Anidjar mencionaba.

## COSTOS Y BENEFICIOS DE LA REESTRUCTURACIÓN

Hablaré ahora de la decisión de reestructuración porque esto hay que preguntárselo con humildad y sin *clichés* ni prejuicios.

Me di cuenta de que cuando estábamos analizando si había que *defaultear* o no, y me oponía totalmente, creo que algunas cosas las entendía bien. Por ejemplo, sabía que si había default se produciría una salida de capitales masivas que iba a colapsar la economía argentina, iba a haber una posibilidad de que cayera el sector financiero y que eso había que evitarlo a toda costa. Pero, por ejemplo, había otras cosas en las que me equivoqué totalmente: pensé que si uno entraba en el default iba a haber litigios muy costosos para el país, y la verdad que la realidad ha demostrado que el costo no ha sido tan grande. Por ejemplo, pensé que se iba a cortar todo el crédito comercial para las empresas argentinas después del default y la verdad que nada de eso ha ocurrido, por lo menos en la magnitud de lo que nosotros pensábamos.

Entonces con la misma humildad analicemos la decisión de la reestructuración. Si tratáramos de desmenuzar los beneficios y costos de la reestructuración, los beneficios claramente serían un renovado acceso al mercado de capitales tanto para las firmas como para el gobierno. En este punto me in-

teresa enfatizar lo de las firmas porque lo que menos querría es que el gobierno vuelva a emitir afuera, no es lo que me gustaría ver en los próximos años; pero sí claramente me interesa que las firmas tengan acceso al financiamiento. Obviamente, habrá una recomposición de la confianza porque hay una recuperación de la institucionalidad del país, yo le pongo un signo de pregunta porque, en fin, no sé cuánto pesa eso relativo a un aumento del PBI u otro tipo de elementos; y quizás uno de los elementos que en general no se enfatiza tanto pero para mí es central, es lo que llamo efectos colaterales sobre otras políticas.

¿A qué me refiero? Si la Argentina por ejemplo –y creo que hoy hay más libido en la Argentina y Brasil de buscar una integración por ejemplo con Europa– va a la Unión Europea y le dicen: “Señores, queremos algún tipo de acuerdo comercial con ustedes para integrar los mercados porque tenemos que desarrollar las exportaciones”, los italianos van a mirar a los representantes argentinos y les van a decir: “Miren, resuelvan el problema de la deuda, porque 2.500 millones de dólares que tienen los bonistas italianos están en default, después que resuelvan eso vengan y hablamos”. Eso es ser un país normal que puede actuar de una manera normal a partir de cumplir con ciertas reglas de juego. Entonces, creo que esos efectos colaterales sobre otras políticas es una manera de visualizar eso de qué quiere decir ser un país normal, a lo que todos obviamente aspiramos.

¿Cuáles son los costos de la reestructuración? Un costo obvio es que aumenta la carga de la deuda, hoy no se está pagando, tendremos que hacerlo y eso es una carga; pero ése no me parece importante, me parece importante el riesgo de un nuevo ciclo de sobreendeudamiento. En la Argentina nos cuesta mucho más administrar las expansiones que administrar las crisis, o sea, en las crisis no hay opciones, hacemos lo que hay que hacer. Duhalde ha hecho un ajuste fiscal que es impresionante en una crisis, el problema lo tenemos cuando hay plata porque ahí no podemos contenernos, se hace el gasto. Entonces, el riesgo de una reestructuración es que al día siguiente esté la gente golpeando la puerta del Ministerio de Economía diciendo: “Quiero emitir”, porque claro, la gente de Wall Street hace su negocio cuando la Argentina emite porque ahí cobran las comisiones.

Pero de cualquier manera yo lo quería plantear, como dije antes, sin ningún prejuicio; pero me parece que cuando uno mira los costos y beneficios creo que el riesgo de sobreendeudamiento tenemos que atacarlo por otro lado, no atándonos las manos, aislándonos del sector financiero y condenando las firmas a estar aisladas del sector financiero. Por consiguiente mi respuesta sería que la Argentina claramente tiene que reestructurar.

## INSTRUMENTOS PARA LA REESTRUCTURACIÓN

Comentaré a continuación brevemente sobre los instrumentos de reestructuración que se han usado en los últimos casos, ya que algunas de estas cosas creo que tendrían que estar presentes en la reestructuración de la deuda argentina.

En general, las reestructuraciones se producen bajo lo que se llama un mecanismo de *exchange*, o sea, la gente tiene bonos que están en default, los entrega y el gobierno les entrega nuevos bonos en un *exchange*.

¿Cómo se hace para que la gente participe de este *exchange*? Porque, en general, lo que se les entrega es algo que en valor presente tiene menor valor que el que tenían originalmente. Aquí la jerga habla de *sweeteners*, son como dulces que uno le genera a la operación para que la gente entre, y uno de ellos es el *cash*, como Miguel Kiguel mencionó. Por ejemplo, en el caso de Ecuador se pagó *cash* porque prácticamente se estaban *tradeando* bonos Brady, entonces se liberaba la garantía de esos bonos, eso se hacía *cash* y se entregaba a la gente que entraba en el *exchange*.

También hay mejora de emisor, por ejemplo en Rusia cuando se reestructuró la deuda, ésta en realidad no era del gobierno ruso sino de una suerte de Banco Nación de Rusia, entonces básicamente la nueva deuda la emitía el gobierno ruso y no ese banco. Había una mejora del emisor y eso lo valorizaba.

Algunos gobiernos han tratado de imponer garantías, por ejemplo, en el caso de México con recursos petroleros.

En algunos casos se dan mejoras regulatorias a los instrumentos que se emiten, por ejemplo, para que los bancos los puedan usar como encajes, entonces eso les aumenta el valor.

Bulgaria, entre otros, ha probado con *value recovery rights*, que es básicamente indexar el pago de los bonos por ejemplo a lo que ocurre con el PBI, que es una idea que se ha discutido muchísimo, lo que se llama mecanismos de indexación de la deuda.

Aquí hay una discusión de por qué no existe esto, por qué la Argentina, por ejemplo, no emite bonos que están atados al precio de la soja; o por qué Venezuela no emite bonos que estén atados al precio del petróleo. Creo que no tenemos una buena respuesta; creo que va por el lado de que son mercados muy ilíquidos o que la gente en realidad quiere bonos y no quiere ser accionista del país, pero esto obviamente siempre está en la discusión. Después hay otras cuestiones más técnicas como cláusulas de aceleración que se le coloca a los bonos para reducirles la posibilidad de default. Pero quiero resaltar los dos últimos elementos porque creo que tendrían que estar en la reestructuración de la Argentina, que son el *principal reinstatement*, que se usó en Ecuador, y el *debt management*. Cuando Ecuador reestructura la deuda en el año 2000, ésta era una deuda que habían reestructurado hacía cinco años (1995) en el Brady, entonces la gente dijo: “¿Pero cómo es la cosa?, me reestructuraste hace cinco años, te acepté una quita, y ahora me pedís una quita del 60 por ciento; después vas a venir dentro de cinco años y sobre esto me vas a pedir otra quita... esto así no va”. Ahí se usó la idea del *principal reinstatement*, que significa que si el nuevo bono, por algún motivo se reestructura legalmente, el acreedor vuelve a tener el principal original. Creo que éste es un elemento interesante.

El segundo, *debt management*, tiene un nombre que parece complicado pero simplemente dice: “Evitemos los picos de amortizaciones porque eso genera problemas”.

Entonces en el caso de la Argentina hay cuatro características que tendría que tener la reestructuración: una es evitar los *sep-ups*, los *sep-ups* son cupones en general, muchos gobiernos se tientan a pagar cupones chiquitos al principio y más grandes después, patean la pelota hacia adelante. Como a nosotros nos cuesta después hacer los ajustes diría que tiene que ser al revés, hagámoslo más fácil después, no más difícil. Entonces diría que habría que evitar los *sep-ups*, una manera de evitarlos es directamente ofrecer un cupón que sea fijo. Después evitar el problema de manejo de deuda con lo cual lo que sugiero es que los bonos que se emitan tengan un período de amortización largo y constante, es decir, evitar que la deuda venza en un punto especial, que lleven la cláusula de *principal reinstatement* y después que haya un alto requerimiento de participación para evitar los *hold-outs*. Coincido con Miguel Kiguel y probablemente con lo que digan los próximos panelistas, que éste es uno de los riesgos más grandes que enfrentamos, porque por ejemplo Rusia no tuvo problemas de *hold-outs* porque estaban en *London Law*, entonces cuando la asamblea de bonistas decide la reestructuración ésta se aplica a todo el mundo, pero en Ecuador que estaba en *New York Law* había un problema y básicamente como hubo una gran participación, al 2 o 3 por ciento que quedó afuera le pagaron a *full* y en Uruguay también ha habido una concesión para los *hold-outs*, entonces tengo miedo de que en el caso de la Argentina esto sea un problema.

## PROPUESTA DE REESTRUCTURACIÓN

Por último analizaré qué reestructuración puede ofrecer la Argentina, qué implica para el inversor y cómo condice eso con lo que los mercados están valuando hoy. Entonces, hago la cuenta del almacenero, por suerte he visto las otras presentaciones y están más o menos en línea, aunque estoy asumiendo aquí *roll over* total de todas las obligaciones así que no estoy hablando de sostenibilidad financiera en el sentido de Julio Piekarz, sino de sustentabilidad fiscal.

Entonces 35.000 millones corresponden a organismos multilaterales, están más o menos al 5,5 por ciento, eso es el 1,4 por ciento del PBI. La deuda pesificada y nueva son más o menos 58.000 millones, los números son un poquito más chicos porque tampoco estoy poniendo acreencias futuras como hicieron Miguel Kiguel y Martín Anidjar, pero 58.000 millones eso está más o menos al 2 por ciento, son 0,9 por ciento del PBI, con lo cual se necesita el 2,3 por ciento del PBI para honrar la deuda básicamente con organismos y la deuda yo diría pesificada, los préstamos garantizados, y la reestructuración *post default* y *post devaluación*. Quedan 48.000 millones.

Entonces fijense que si nosotros ofreciéramos el 4 por ciento y no *haircut*, los italianos dicen “dónde firmo, ya”.

Veamos si eso es factible con los números: 4 por ciento *no haircut*, se necesita más o menos el 1,4 por ciento del PBI, con lo cual uno necesitaría para ofrecer esa reestructuración que la Argentina genere un superávit primario del 3,7 por ciento. Esto hoy no es factible porque las estimaciones de

superávit primario están entre el 2 y 2,3 por ciento del PBI para este año, pero qué pasa si la Argentina crece y el tipo de cambio real se aprecia un poco.

Entonces si por ejemplo uno asume que la Argentina crece el 5 por ciento este año, que es más o menos lo que la gente piensa que va a suceder, el 6 por ciento en 2004 y 2005 –bueno, me tranquilizó ver que Gustavo Cañonero también tenía una estimación del 6 por ciento para 2004–, ese monto que representa el 4 por ciento sobre 48.000, y estos otros montos, el 5,5 por ciento sobre 35.000 y el 2 por ciento sobre 58.000, se transforman en 2,8 por ciento del PBI.

Entonces, hoy el 3,5 por ciento del PBI pero a fines del año 2005 sería el 2,8 por ciento, y si Kirchner mantiene la situación fiscal que hereda de Duhalde, básicamente manteniendo la estructura tributaria actual y manteniendo el gasto público en salarios y jubilaciones constantes en términos reales (que simplemente los permita aumentar con la inflación pero no más el superávit primario) en 2005 es el 2,8 por ciento. En realidad, Miguel Kiguel hablaba de 3 y Gustavo Cañonero también hablaba de 3, así que el 2,8 por ciento está bien, es factible. No es factible para el año 2003 ni para 2004, pero es factible a partir del año 2005.

SITUACIÓN FISCAL RECIENTE Y PROYECTADA  
CUENTAS DEL GOBIERNO FEDERAL  
(Sin transferencias a las provincias)  
En millones de pesos

	2003	%PBI	2004	%GDP	2005	%PBI
<i>Recursos</i>	51.637	13,1	58.547	12,9	65.366	12,6
<i>Gasto primario</i>	42.507	10,7	45.931	10,1	49.732	9,6
Salarios	8.141	2,1	9.037	2,0	10.031	1,9
Bienes y servicios	2.688	0,7	2.984	0,7	3.312	0,6
Jubilaciones y pensiones	17.768	4,5	19.722	4,4	21.892	4,2
Transferencias al sector privado	11.379	2,9	11.379	2,5	11.379	2,2
Universidades nacionales	1.763	0,4	1.956	0,4	2.172	0,4
Otros	768	0,2	852	0,2	946	0,2
<i>Superávit primario</i>	9.130	2,3	12.615	2,8	15.635	3,0

## CONCLUSIONES

Para terminar, la propuesta de reestructuración es un título a treinta años, todos los títulos públicos hoy están alrededor de 30 centavos, así que

el mercado está anticipando que todo se pondrá en una bolsa y se extenderá. Entonces, treinta años sin *haircut* y con amortizaciones mensuales a partir del décimo año; con principal *reinstatement*; un cupón de 2,4 por ciento que es lo que las cuentas fiscales permiten si Kirchner no sigue con la política de la billetera y mantiene el ajuste fiscal de Duhalde y 4 por ciento a partir de 2005. Con los números que ustedes han estado escuchando hoy, eso es factible.

¿Cuánto vale ese bono? Depende mucho del precio al cual el mercado vaya a descontarlo. En general soy muy optimista siempre, pero si la tasa de riesgo país es de 700 puntos básicos ese bono de la deuda reestructurada valdría 0,5 centavos, si ustedes saben que hoy la deuda es valuada más por el orden de los 0,3 centavos no de los 0,5, entonces acá hay algo, hay un *mismatch*, el mercado de alguna manera está pensando que las cosas serán peores que estos escenarios que estamos anticipando. Entonces terminaré con eso, dejándolo como una inquietud para que después lo discutamos en el panel.



DANIEL MARX\*

## **REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA: “EL CASO ARGENTINO”**

### **CONDICIONES EXTERNAS E INTERNAS PARA EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN**

Precisamente, el humor de Enrique Szewach me hizo recordar que hace varios años cuando empezaba a trabajar después de recibido, un colega bastante mayor del trabajo me dijo que tendría que escribir un libro sobre el costo del capital, aprovechando las referencias históricas; y me referiré bastante, no al libro, sino al costo del capital en nuestra presentación. Esto es simplemente porque hay algo de lo que creo que no nos estamos dando cuenta tanto y es importante: las condiciones en los últimos dos años han cambiado de manera dramática para la Argentina.

Ha habido algunos cambios internos, por supuesto, hay un gobierno instalado en estos momentos, hay alguna recuperación de la actividad económica, los números fiscales están bastante mejor, existe, por distintas razones, una mejora en la cuenta corriente; pero sobre todo me refiero al contexto internacional.

Si bien es cierto que el mundo (la parte desarrollada) está ahora debatiéndose si entra o no en deflación y cuál es el efecto de la caída sustancial de la actividad económica, para la Argentina tenemos que ha habido una devaluación importante del dólar con relación al resto del mundo y los argentinos seguimos pensando en nuestros activos financieros en dólares pero comerciamos con área no dólar, y esto da una ventaja competitiva en relación con la composición de nuestros portafolios que hace más fácil un período de crecimiento.

Segundo, también tenemos una mejora en los precios de los *commodities* que exporta la Argentina –no menores– medidos en cualquier moneda, y tenemos que las monedas de los países vecinos también se han devaluado, no sólo la argentina –la argentina más que el resto– y esto elimina ciertas presiones competitivas que algunos temen.

\* Consultor.

Además, la tasa de interés internacional ha caído de manera sustancial, y las percepciones de riesgos sistémicos, si ustedes quieren para países emergentes, también lo han hecho.

Esto es importante porque creo que el problema competitivo más serio que tiene en estos momentos la Argentina es el de su costo de capital: ha habido mejoras de productividad importantes en los años anteriores, un abaratamiento del costo de la mano de obra y de otros costos; pero el costo de capital es persistentemente alto, y esto me parece que es el problema más relevante que tenemos para definir o materializar una estrategia de crecimiento.

En ese sentido, normalizar la situación del país significa resolver o ayudar a resolver uno de los inconvenientes más serios que tenemos y para ello, obviamente, hay que restablecer la credibilidad, hay que restablecer los mecanismos que permitan el funcionamiento de los mercados de créditos y capitales. Si dejamos pendientes arreglos de deuda, tanto del sector público como del sector privado, siempre queda la duda de cómo van a locar los recursos, la duda de quién gobernará, cuáles son los distintos mecanismos de decisión; y esto precisamente se refleja en una mayor tasa de interés y un mayor costo de capital para la Argentina.

## EXPERIENCIAS DE REESTRUCTURACIÓN EN LOS NOVENTA

Ciertamente, en el cuadro 1 tenemos detalles de otros países que han reestructurado su deuda soberana, pero aquí el mensaje que quisiera dejar –un poco distinto a los previos– es ya no se habla tanto en este milenio y tampoco en la década del noventa de separar la deuda externa de la deuda interna, es más quién es el deudor y cómo se comporta y qué es lo que puede hacer cuando tiene un problema.

En la década del ochenta se hablaba de crisis de balanza de pagos, se hablaba por lo tanto acerca de que todo lo que se le debía al extranjero era equivalente a deuda en moneda extranjera y lo del sector privado estaba mucho más atado al sector público, el sector público tenía una crisis de balanza de pagos, el país tenía una crisis de balanza de pagos, entonces todo entraba en la misma bolsa.

Ahora sabemos que hay una gran movilidad de capitales, es muy difícil diferenciar una de la otra en cuanto a instrumentos para residentes distintos a instrumentos para no residentes, entonces lo que es moneda extranjera ya no es equivalente a un tenedor no residente; y cuando hablamos hoy de crisis de deuda para el sector público hablamos de eso, de crisis de deuda para el sector público con efectos contagio en distintos lados, pero el propósito es precisamente a efectos de la retórica y de las conclusiones de políticas.

Cuando hablamos de no pagar la deuda externa estamos hablando fundamentalmente de no pagar la deuda a los residentes en el país, no tiene sólo que ver con el resto del mundo. Pero hay un tema que también quisiera marcar y tiene que ver con el costo de capital nuevamente, y es la gran ventaja en estos momentos de la situación externa.

CUADRO 1

Asunto	Rusia	Ucrania	Ecuador	Paquistán	Uruguay	Argentina*
Nº Bonos viejos a reestructurar	3	5	5	3	66	152
Nº Bonos nuevos a emitir	2	2	2	1	31	?
Monto reestructurado (MM US\$)	31.600	2.600	6.600	610	4.900	84.000
Nº de legislaciones abarcadas	1	3	2	1	6	8
Tasa de participación	98%	95%	97%	95%	92%	
% mínimo de aceptación para implementar el canje	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	
Pago <i>upfront</i>	0,8%	8,5%	15,2%	0,0%	Selectivo	
Nº de meses duración default	18 meses	3 meses	10 meses	2 meses	0	
Deuda oficial/deuda total	45%	75%	50%	88%	45%	21%
Reducción valor facial	36%	0%	40%	0%	0%	
Extensión de plazos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	
Reducción de cupón	No	Sí	No	Sí	No	

(\*) Estimado.

Fuente: Elaboración propia.

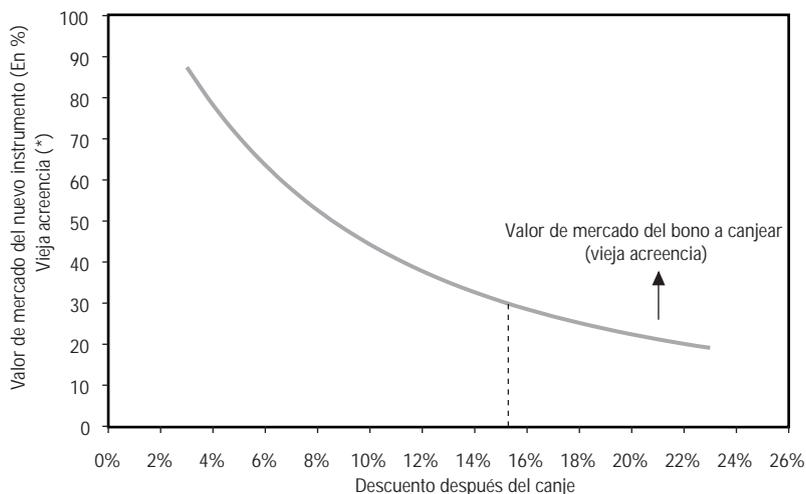
## REDUCCIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

Habíamos dicho que la tasa de interés internacional está muy baja, y una crisis de deuda y su resolución en general tiene que ser en una situación en donde todos terminen mejor después de la resolución. Esto se refleja para el caso del deudor que tiene menores compromisos contractuales de pago, ya sea en montos y/o tiempos, y para los acreedores que tienen un mayor valor en el título que tienen en sus manos, y a pesar de este menor valor facial de lo que recibe. Esto se logra a través de una reducción de la tasa de descuento.

Ustedes ven en el gráfico 1, las distintas tasas de descuentos aplicables, tenemos distintos cálculos de un mismo ejercicio de reducción de deuda, después lo que sería el valor de mercado de ese mismo ejercicio de reducción de deuda y cuán sensible es a esa tasa.

En la Argentina en estos momentos estamos hablando de un precio de mercado de alrededor del 30 por ciento del capital, estamos aplicando tasas de descuento superiores al 15 por ciento por año; ahora si nosotros logramos reducir todo ello -Uruguay acaba de hacer un canje y está en 900 puntos básicos de *spread* u 800, Brasil está en 800, Rusia que hizo un canje hace unos años está en 250 de *spread*- existe una ganancia sustancial para todo el mundo y especialmente para las actividades del resto de la economía que

GRÁFICO 1



Nota: (\*) Vieja acreencia se define como principal outstanding + intereses.

toman como referencia cuál es la tasa de riesgo soberano, especialmente el sector privado.

## CATEGORÍAS DE DEUDA

Se habló también previamente de cuáles son las distintas clases de deuda. En este punto quisiera dejar un mensaje –por supuesto no toda la deuda es igual– y es que la Argentina tiene que enfrentar dos temas en estos momentos. Uno, definir cuál es la deuda elegible para la reestructuración en cuanto a su instrumento y por lo tanto cómo resolver o no el tema de la pesificación hecha en determinadas instancias. Segundo, qué es lo que ocurrirá con la deuda que se está emitiendo. En este último sentido el peligro es que nuevamente recurramos a un ejercicio como se hizo una vez en el pasado, que es decir: “Bueno, ésta es deuda, la congelamos acá, reestimamos lo que sea un arreglo a lo que se calcule como capacidad de pago para el futuro, medida de distintas maneras, etc.”. Pero después aparecen lo que en Brasil se llaman “los esqueletos” que son todos los juicios pasivos que aparecen por distintas maneras, más los desvíos fiscales, y en consecuencia lo que parecía sostenible o manejable en el momento del arreglo, con el correr del tiempo no lo es.

Menciono esto porque si bien es cierto que hoy estamos manejando algunos números determinados supuestos, existe quizás menos litigiosidad de la que Federico Sturzenegger estimaba respecto a los juicios que los tenedores

de bonos hacen; pero hay una serie de otros pasivos que se están acumulando, como todos los reclamos conforme a los tratados de inversión directa, que tendrán que resolverse o pueden llegar a aumentar el monto de la deuda de manera que hoy no estamos calculando. Lo mismo sucede con las compensaciones del sistema financiero u otras compensaciones que se están considerando, así como con las pesificaciones hechas.

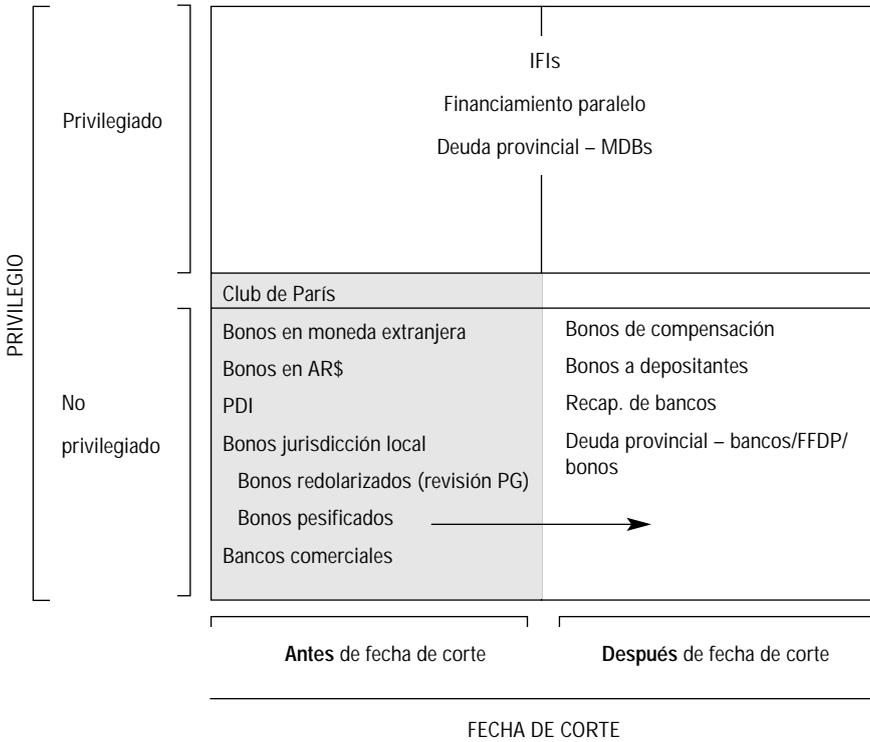
Soy de la idea de que los préstamos garantizados concretamente que se han pesificado (los acreedores aceptaron la pesificación) hay que dejarlos como tales. En el resto me parece que habría que considerar seriamente la re-

CUADRO 2  
CATEGORÍAS DE DEUDA

	Instrumento	Monto* (US\$ MM)
1	IFIs + financiamiento especial paralelo	32.816
	IFIs	30.357
	Financiamiento paralelo	2.459
2	Club de París	1.796
	Club de París	1.796
3	Bancos comerciales	1.491
	Bancos comerciales + otros	1.491
4	Bonos	105.045
	Bonos en moneda extranjera	46.880
	Bonos en moneda local	1.167
	PDI	4.286
	Bonos de compensación	11.514
	Bonos a depositantes	7.135
	Nueva consolidación de deuda	2.528
	Bonos con jurisdicción local	31.534
	Bonos redolarizados (revisión de PG + otros bonos)	21.129
	Bonos pesificados	10.405
	5	Otros pasivos
	Originado en provincias	9.084
	Financiamiento del BCRA	1.078
	Recapitalización de bancos y similares	4.000
	Atrasos de capital	7.714
	TOTAL	163.024

Nota: \* Datos a diciembre de 2002 después de ajustes determinados.

CRITERIOS PARA DEFINIR LA DEUDA POR SER REESTRUCTURADA



dolarización, simplemente porque la Justicia creo que así lo impondrá. Además, a la Argentina le conviene que eso ocurra así por dos razones: una, porque si la Argentina se normaliza, el tipo de cambio real del peso se continuará apreciando, es decir, lo que hoy parece barato con el correr del tiempo será más caro. Además hay que repartir las cargas y esto significa que hay que definir una base de reestructuración.

PASOS QUE SE DEBEN SEGUIR

Se mencionaron algunos números: 60.000 millones, puede haber otros números de 80.000 millones; pero si decimos que tenemos una determinada capacidad de pago, y ponemos un lado de la deuda dentro de la que se servirá sin quita y la que se servirá con quita, tenemos que locar una determinada cantidad de dinero que hay que sacar respecto a los contratos. Si esto lo hacemos sobre una base muy pequeña, se corre el riesgo de que la oferta de

canje que se haga en definitiva no tenga éxito, después se tenga que reabrir todo y lo que estaba inicialmente más seguro deja de estarlo.

En concordancia con eso, hay dos planos sobre los cuáles se podría avanzar –de hecho se está avanzando– y es definir las categorías de deuda, si uno quiere el privilegiado o el no reestructurable (diferenciado del no privilegiado), y definir el *cut of date* (lo anterior a determinada fecha pasa a ser reestructurado y el resto no). Esto sé que es parte, en definitiva, de persuasiones; pero también a medida que uno posterga la resolución se corre la fecha posible del *cut of date*, todo pasa a ser más incierto, y a partir de ahí la principal preocupación para el futuro es si la tasa del costo de capital o la tasa de descuento para la Argentina sigue siendo sistemáticamente muy alta e incompatible con tasas de crecimiento deseables de mediano y largo plazo.

Por supuesto, hay una serie de pasos que se pueden seguir como en toda reestructuración, no se puede hacer en el vacío; es decir, hay que saber quién está a cargo y cuál es la voluntad colectiva con respecto a esa estructuración; y si está materializada a través de un gobierno. En este caso en particular, en el sector privado preguntan cuál es el *management*; y en el sector público cuál es el gobierno, cuál es el programa, cómo arregla con los privilegiados, y por lo tanto si hay algún sello de calidad que se le pueda dar al programa. Por ello se menciona la negociación con el Fondo Monetario.

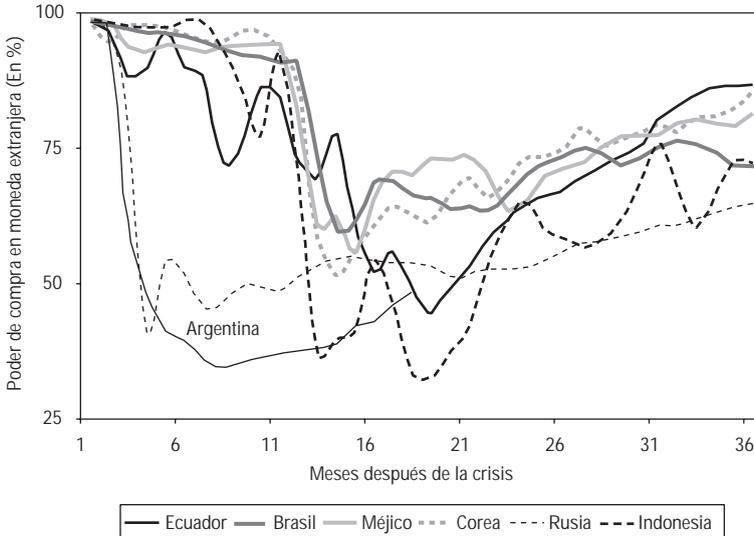
Existen muchos mecanismos complejos de consulta que habrá que ir desarrollando, y esto no es la repetición de diez años atrás que es sentarse con un comité de acreedores bancarios más o menos uniforme; aquí tenemos enorme dispersión y existen estos mecanismos que hay que ir desarrollando a convencimiento mutuo, no es una negociación tradicional. También existe la presentación de una oferta a través de menús y por supuesto tratar de conseguir las adhesiones a lo largo del tiempo.

Estos pasos significan resolver los puntos que indicamos pero también –como fue mencionado– tratar de diseñar incentivos por el lado positivo y negativo que lleven a la adhesión y no al esquema contrario; y esto significa tratar de, por el lado positivo, dar algún incentivo de participación que es dinero en definitiva –no hay otro incentivo que la gente entienda demasiado fácil–, y por el lado negativo es, precisamente, cómo se manejan las partes legales que hacen al tratamiento de los contratos antiguos y la canalización de los fondos para evitar embargos futuros. Esto es algo que conviene clarificar de entrada y se puede hacer a través de fideicomisos o vehículos especiales por los cuales el dinero llegue efectivamente a quienes tienen los títulos de deuda nuevos nacidos después del canje.

## CAPACIDAD DE PAGO

Se debe poner el énfasis en la capacidad de pago a lo largo del tiempo. Por supuesto, después de todo ejercicio de reestructuración en el que aparece bastante ajustada la capacidad de pago, si uno toma un Estado sin mejoras, si se mejora el producto medido en dólares y por ello está el tipo de cambio argentino –véase gráfico 2– apreciándose, pero sigue relativamente

GRÁFICO 2  
OVERSHOOTING DEL TIPO DE CAMBIO REAL



subvaluada en relación con otros episodios de países que han tenido crisis cambiarias. Ha habido un efecto de *overshooting* y con el correr del tiempo se fue corrigiendo. Pero sobre todo podemos también pensar en escenarios de crecimiento.

Si uno menciona alguna combinación, por ejemplo, nosotros tenemos un escenario que llamamos alto, que es el mismo arreglo de deuda; uno determinado; una misma *performance* fiscal (siempre considerando el 3 por ciento de superávit primario); si la economía crece en promedio un 4 por ciento por año y el tipo de cambio real en relación con el dólar pasa a 0,75 (el 25 por ciento devaluado previo a la devaluación) a lo largo del tiempo tiene un determina componente; después del mismo arreglo nada más que creciendo al 2 por ciento y el tipo de cambio devaluado en un 55 por ciento, nos da a lo largo de los años trayectorias absolutamente distintas. La deuda en relación con el producto en el primer escenario (en el escenario alto), da 50 por ciento. La deuda, si nos mantenemos en este esquema no normal, que está reflejado en esta tremenda devaluación de la moneda y una tasa de crecimiento modesta del 2 por ciento por año, da 101 por ciento del producto para el año 2015.

## CONCLUSIÓN

Nuevamente el mensaje es: veamos cómo nos normalizamos, veamos cómo solucionar las condiciones que hoy impiden el crecimiento -y entre ellas

está el costo del capital-, veamos qué es realista producir y a partir de ahí, hagámoslo. Porque a alguien en algún momento tal vez, se le ocurra hacer este ejercicio de nuevo y la diferencia es dramática; y esto es hablar del futuro y no necesariamente tratar de repetir el pasado.

## CAPACIDAD DE PAGO. EJERCICIO

Desarrollamos tres escenarios macroeconómicos alternativos, con diferentes:

- Tasas de crecimiento del PBI real
- Sendero del tipo de cambio real

CUADRO 4

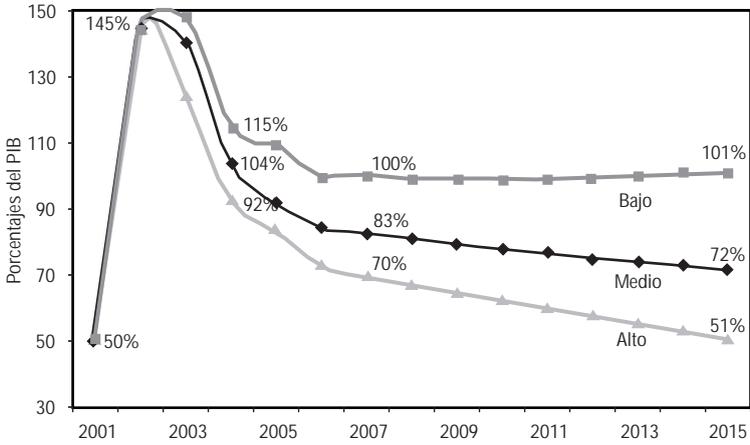
Escenarios	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012+
<i>Alto (A)</i>											
Crecimiento											
PBI real	-11,0%	4,0%	4,00%	4,00%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Poder de compra del AR\$	0,44	0,55	0,60	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
<i>Medio (M)</i>											
Crecimiento											
PBI real	-11,0%	3,0%	3,00%	3,00%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Poder de compra del AR\$	0,44	0,48	0,53	0,60	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
<i>Bajo (B)</i>											
Crecimiento											
PBI real	-11,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Poder de compra del AR\$	0,44	0,45	0,48	0,50	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55

Asumiendo un 3 por ciento de superávit primario y las siguientes condiciones de reestructuración...

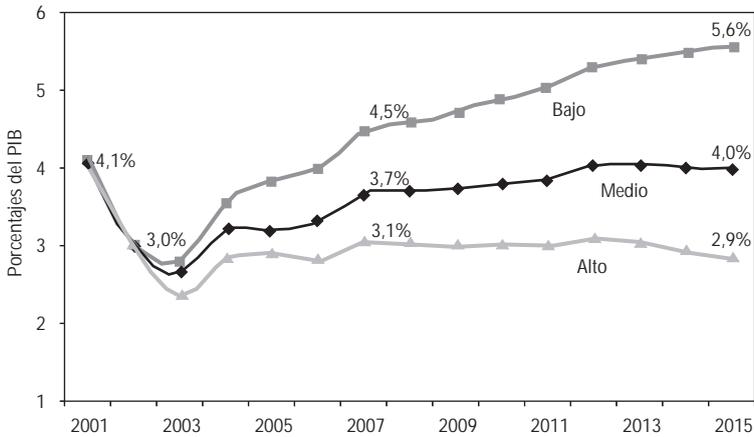
Fecha de cierre	Tr 2 2004
Monto	US\$ 82MM
Reducción de principal	35%
Gracia	4 años
Plazo	27 años
Amortizaciones	23 pagos iguales
Último pago	I Tr 2031
Tasa de interés	<i>Step-up:</i>
	2004 = 2%
	2005 = 3%
	2006 = 4%
	2007 + = 5%

...obtuvimos los siguientes resultados

**GRÁFICO 3  
DEUDA/PBI**



**GRÁFICO 4  
PAGO DE INTERESES/PBI**



En el escenario medio y alto, los intereses son levemente inferiores al superávit primario.

En estas condiciones macro la deuda parece manejable.

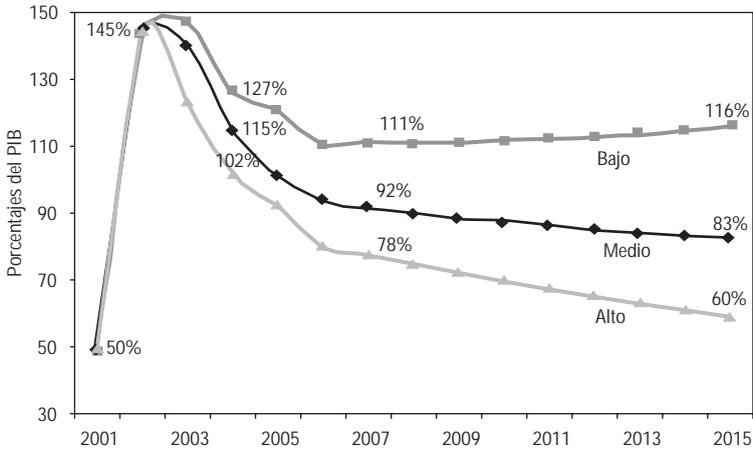
- Las condiciones asumidas en el ejercicio no son suficientes si se verifica el escenario bajo.

**EJERCICIO: SENSIBILIDADES**

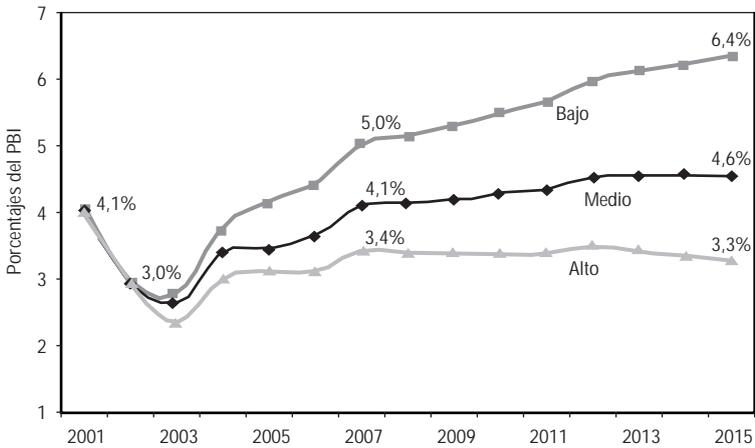
Nuevos ejercicios cambiando la reducción del valor nominal de la deuda por reestructurar.

REDUCCIÓN : 17,5%

**GRÁFICO 5  
DEUDA/PBI**



**GRÁFICO 6  
PAGO DE INTERESES/PBI**



REDUCCIÓN: 52,5%

GRÁFICO 7  
DEUDA/PBI

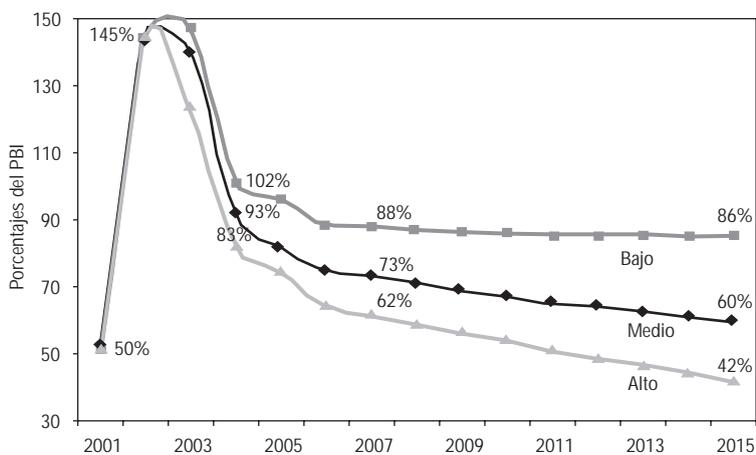
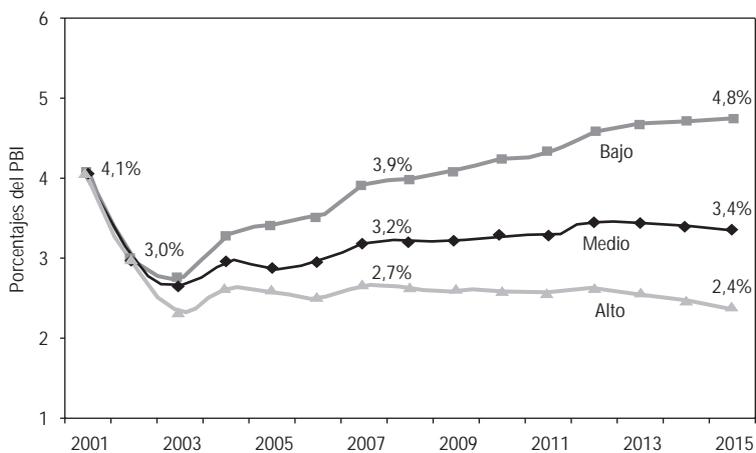


GRÁFICO 8  
PAGO DE INTERESES/PBI





DAVID SEKIGUCHI\*

## LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA ES DIFÍCIL PERO NO IMPOSIBLE

Quería, en primer lugar, hacer unos comentarios en relación con lo que habían discutido tanto Miguel Kiguel, como Federico Sturzenegger y Daniel Marx.

Es cierto que las complejidades logísticas –como decía Miguel Kiguel– son enormes y la verdad, si la reestructuración precisa una quita nominal de más del 50 por ciento –aunque una quita nominal puede estar relacionada con distintos impactos reales, distintos impactos económicos–, esa reestructuración probablemente no llegará a buen término, los acreedores no aceptarán la propuesta.

Ahora la pregunta es si hay un conjunto de variables económicas que permitan llegar a una quita bastante menor; y por lo que vimos en los números especialmente que mostraron Federico Sturzenegger y Daniel Marx da la impresión de que sí, que hay un conjunto de variables razonables que pueden permitir llegar a un acuerdo.

La pregunta que creo que todos nosotros nos hacemos es ¿qué es un equilibrio?, ¿qué es internamente consistente en términos de llegar a un crecimiento, a un superávit primario que sea consistente con una tasa de riesgo –como mostraba Daniel Marx– que permita llegar a una quita razonable? Y la forma en que trataré de complementar los números que mostraron en particular Federico Sturzenegger y Daniel Marx, es viendo la sensibilidad de los resultados a cambios en los superávit primarios, que es bastante pronunciada.

Lo que también es digno de resaltar es el hecho de que sea muy posible llegar a números bastante razonables, bastante factibles para una reestructuración exitosa.

Esto me obliga, de alguna manera, a mirar atrás y a pensar que es una lástima lo que ocurrió, porque da la impresión de que no era tan imposible

\* Deutsche Bank.

haber hecho en su momento el ajuste que ahora se tendrá que hacer. Estamos todos hablando de superávit primarios del 3 o 3,5 por ciento del producto que en el contexto internacional siguen siendo relativamente bajos para países que pasaron por este tipo de problemas. En los países que mencionaban tanto Daniel Marx como Federico Sturzenegger, es muy común ver superávits primarios en el orden del 6 por ciento o más, sin entrar en el caso tal vez más particular de Jamaica que tiene una deuda de entre el 150 y el 160 por ciento del producto bruto y un superávit primario de entre el 10 y el 12 por ciento del producto. En la Argentina el esfuerzo que se precisa da la impresión de que está bastante lejos de eso, y mirar hacia atrás creo que nos hace pensar a todos en lo que se podría haber hecho.

Nuevamente, uno de los puntos principales es que la reestructuración de la deuda es difícil pero no imposible, y los escenarios en los que nosotros nos concentramos fueron bastante conservadores en el sentido de crecimiento, no tanto en el resultado primario en términos fiscales que es bastante similar a los que fueron mencionados antes; pero todo esto fue realizado sobre la base de crecimientos de alrededor del 2,5 por ciento.

#### DINÁMICA DE LA DEUDA: CRECIMIENTO, TASAS DE INTERÉS Y SUPERÁVIT FISCAL PRIMARIO

En el cuadro 1 tal vez al principio los números de deuda como porcentaje del producto sean muy altos y esto no es distinto a lo que ocurrió en otros países; pero lo importante es qué es lo que se necesita para llegar a algo más sostenible. Esto lo vieron en la presentación de Gustavo Cañonero donde lo que quería mostrar era cuáles eran los supuestos que

CUADRO 1

	2002	2003	2004
Deuda (fdp)	452	468	832
% PBI	144	123	85
Performing	235	278	382
Non-performing	217	190	
PBI nominal	313	380	452
Balance primario	1,88	7,6	11,3
% del PBI	0,6	2	2,5
Pagos de intereses	8,13	9,7	13,1
Balance nominal	-6,25	-2,1	-1,84
% del PBI	-2	-0,6	-0,4

estamos haciendo en términos de crecimiento real de 2,5 por ciento de largo plazo que probablemente sea conservador; y cuáles eran los números que estábamos usando en términos de superávit primario, que también son similares, tal vez en la parte alta del rango, a los que estuvimos discutiendo. Con esto se llega a resultados donde se puede resolver el tema de la deuda con una reestructuración exitosa.

El único punto que quería resaltar de este cuadro –para no superponerme mucho con lo que se dijo antes, y algo que Daniel Marx también mencionó– es que el caso de Uruguay fue muy interesante para la Argentina. Hubo mucho pesimismo al principio sobre cuáles serían las tasas poscanje –en el caso de Uruguay, más inteligentemente antes del default– y creo que muchos de los inversores y de los analistas fueron sorprendidos por lo bajas que terminaron siendo esas tasas, como decía Daniel Marx, en el orden de *spreads* de 800 puntos básicos, tasas de entre el 11 y el 11,5 por ciento. Creo que éste es uno de los puntos con más potencial para hacer algo positivo para la Argentina.

## LOS RESULTADOS SON MUY SENSIBLES A CAMBIOS DEL SUPERÁVIT FISCAL PRIMARIO

Lo interesante es que los resultados son muy sensibles a cambios del superávit fiscal primario. Vi diferencias en los números del stock de deuda por reestructurar, algunos cerca de 50.000, otros algo más cerca de 70.000, nosotros tenemos 59.000 millones –deben ser diferencias de algunas categorías que incluimos–; pero si creemos que éste es el número por reestructurar y que el PBI va a converger en algún momento a un nivel cercano a los 200.000 millones de dólares, un cambio permanente de medio punto del superávit fiscal tiene un impacto en el *balance sheet* muy grande: son 10 puntos del PBI en términos de lo que puede ser sostenible o no. Entonces, la quita de deuda cambia muy fuertemente con distintos supuestos en términos del superávit primario.

Si asumimos un superávit del 3 por ciento, la quita de deuda con el crecimiento bajo que suponemos para que la deuda sobre PBI sea estable, es casi el 80 por ciento; se podría pagar básicamente con lo que se está pagando ahora. Si excluimos la deuda que se está pagando ahora de la renegociación –que creo que es el supuesto que se ha compartido en el panel– el stock de deuda poscanje que se podría solventar, suponiendo un bono muy simple de 30 años con 5 por ciento de cupón –podemos discutir cuál es la estructura más adecuada–; sería sólo un pago de unos 650 millones de dólares, un stock de 13.000 millones de dólares que es lo que implica esta quita tan fuerte. En cambio si el superávit fiscal primario es de un 3,5 por ciento la quita es mucho menor, porque estamos hablando de un cambio de 10 por ciento del PBI a nivel permanente sobre este stock relativamente limitado de 60.000 millones de dólares en un producto de 200.000 millones; entonces la quita pasa a ser de un 34 por ciento (básicamente un tercio) con un stock poscanje de casi 40.000

CUADRO 2  
SUPUESTOS

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Balance primario del SPNF	0,6%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Tasa real de crecimiento	-10,9%	4,5%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Deflactor del PBI	53,4%	16,1%	15,5%	7,0%	5,0%	3,5%	3,5%
Supuestos sobre							
Tipo de cambio/Tasa de interés							
Tipo de cambio (fin de año)	3,36	2,9	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
Tipo de cambio real (fin de año)	2,15	1,65	1,54	1,47	1,43	1,41	1,41
Tipo de cambio nominal (prom.)	3,14	2,87	3,02	3,11	3,14	3,15	3,19
Tasa de interés promedio sobre							
el total de la deuda (en pesos)		-4,5%	9,6%	7,0%	7,1%	6,8%	8,3%
6 meses-LIBOR		1,30%	1,80%	2,30%	4,00%	4,00%	4,00%
Rendimientos a 5 años UST		2,85%	3,00%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%
Tasa de interés sobre bonos (USD)		15,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%
ARS Debt							
<i>Tasa de interés deuda doméstica</i>							
<i>(\$) indexada</i>		10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Tasa de interés deuda doméstica</i>							
<i>(\$) tasa fija</i>		30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%	12,0%

millones de dólares que se podrían pagar. Estos resultados –un comentario técnico– suponen que no hay quita sobre intereses vencidos (los llamados PDA), y si la quita también se aplicara sobre los intereses vencidos, el porcentaje sería obviamente menor porque el denominador que estamos usando sería más grande.

## QUITA NOMINAL VERSUS QUITA ECONÓMICA

En este punto quiero también hacer una distinción: la quita nominal es distinta al impacto económico, a la quita económica. Básicamente, estoy tratando de dar el paso ahora para saber cuál sería el precio del bono al final.

La quita nominal influye sobre el precio final del bono en la medida que sea impactado con la futura tasa de descuento, y por esto mencionaba antes el caso de Uruguay. Cuando la tasa de descuento es más baja la quita económica es menor y cuanto más convincente sea la operación de canje en el sentido de dejar tranquilos o convencidos a los inversores o participantes en este canje de que realmente la situación de deuda será

sostenible en el futuro, más baja será esta tasa de riesgo, tasa de interés poscanje. Entonces hay un *trade off* también para los acreedores que tienen que considerar entre el potencial de la Argentina para evitar riesgos grandes de default o para disminuirlo hacia delante, bajando o subiendo la quita nominal teniendo en cuenta que hay un punto en que una quita nominal más grande implica tal vez un precio del bono más alto.

### EL PRECIO DE LOS BONOS DESPUÉS DEL CANJE

Así como era muy sensible el número de quita en términos del superávit primario que suponíamos, en el cuadro 3 hacemos una matriz donde vemos las dos variables que consideramos más importantes para determinar el precio de los bonos futuros después del canje y estas dos variables son justamente el superávit fiscal primario y la tasa poscanje. Obviamente, se puede jugar con las otras variables (tasa de crecimiento, etc.), pero elegimos estas dos que fueron las que más sensibilidad le daban al ejercicio.

CUADRO 3

		<i>Tasa poscanje</i>	
		12%	15%
<i>Superávit fiscal</i>	3,0%	20,5	16,7
<i>primario</i>	3,5%	39,2	30,9

Encontramos que para justificar los precios que estamos viendo, esto es para la Argentina 2008 (el global más transado), tenemos que suponer, por ejemplo, una combinación de un 15 por ciento –que era el número que mencionaba Daniel Marx justamente–, debajo del cual tendría sentido o sería sostenible la reestructuración, con un superávit primario del 3,5 por ciento. Como vemos, si el superávit primario es del 3,5 por ciento y la tasa poscanje es agresiva –es más parecida a lo que estamos viendo en Uruguay hoy día– el potencial para apreciación de estos bonos es bastante importante, estamos hablando de más de un 30 por ciento de ganancia a este respecto. Pero el riesgo también interviene en el otro lado y ahí es donde la variabilidad es tan impresionante.

Si vemos que el superávit fiscal disminuye a tan sólo el 3 por ciento –un cambio que no parece tan importante de medio punto del producto– con una tasa aún muy agresiva del 12 por ciento, el resultado es básicamente el opuesto: en lugar de estar 10 dólares más arriba del precio actual los bonos estarían 10 dólares más abajo.

Creo que éste es el núcleo del problema. Nosotros hemos desarrollado un marco de análisis donde básicamente tratamos de estimar la dinámi-

ca fiscal de los distintos países y ver cuál es el riesgo de default que implica esa dinámica fiscal.

En el caso de la Argentina es muy difícil hacer las estimaciones porque los supuestos obviamente en términos de crecimiento son muy importantes, estaríamos más cerca del 15 por ciento en términos de riesgo de *spread*, que sería una valuación apropiada de los riesgos, y para justificar los precios actuales de los bonos deberíamos tener un superávit primario permanente del 3,5 por ciento. Nuevamente, ese análisis es muy sensible a niveles de crecimiento, a supuestos y a cuáles son los supuestos, qué es lo que pasa con el tipo real de cambio.

Esto es algo que ya fue mencionado, no quiero repetir demasiado, hay temas de liquidez importantes, aumentos de amortizaciones de pagos de capital a partir de 2004, en particular en el año 2005 hay amortizaciones muy importantes; y cuando hacemos el análisis de estabilidad, de sostenibilidad de la deuda en general –esto es una definición de largo plazo– uno de los problemas para el caso argentino por estar tan lejos en el tiempo –tal vez el menos relevante y el que estamos eludiendo de alguna manera en la definición que hacemos– es el pago de 20.000 millones de dólares de los préstamos garantizados en el año 2024. Depende a qué tasa se refinance eso cambia bastante el análisis de sostenibilidad, pero estoy suponiendo que eso hace un *rollover* a tasas relativamente bajas.

## LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA

Para finalizar, hablaré sobre el tema de *fairness*, de equidad en el trato de la reestructuración. No me sorprendería ver que los inversores extranjeros pidan incluir la deuda que es corriente, que se está pagando ahora, en la renegociación. Esto es una decisión de a quién se beneficia y a quién no, es más político que realmente con una racionalidad económica; y habría muchas discusiones sobre cuál ha sido el impacto sobre los préstamos garantizados o los BODEN comparado al impacto que se pide sobre la reestructuración de la deuda. Creo que si la quita es del orden de un tercio, como veníamos hablando, eso no debería ser un problema muy grande; pero es algo que puede ocurrir.

También con los multilaterales –como decía Miguel Kiguel– no creo que podamos predecir o esperar cambios importantes en las reglas; pero dado que realmente es debatible cuál fue el rol de los multilaterales en esto, no sé si la presión de las negociaciones llevará a que el Fondo Monetario considere algunas concesiones especiales, en el sentido de hacer una refinanciación no sólo de los vencimientos de capital, sino también de algunos de los pagos de intereses.

El último comentario es sobre la posibilidad de algunas innovaciones en el diseño financiero de los instrumentos que surgirán del canje y donde hay bastante lugar para el debate en cuanto a instrumentos que disminuyan la vulnerabilidad fiscal de la Argentina respecto del ciclo. Veremos qué es lo que surge, pero es algo que se puede esperar.

## CONCLUSIÓN

Entonces, para terminar, realmente lo que vemos son escenarios razonables donde puede haber una reestructuración exitosa. Esto requerirá una disciplina fiscal bastante fuerte –tal vez si se hubiera conseguido antes habríamos evitado muchos de estos problemas– y creo que hay tanta sensibilidad a los niveles de algunas variables, en particular el superávit primario, que a menos que seamos más optimistas en términos de crecimiento es difícil decir que es un momento de compra para los bonos. Si uno tiene una perspectiva más optimista en términos de crecimiento, los bonos parecerían baratos a estos niveles.





---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS DE LOS EXPOSITORES

**Moderador:** El gobierno viene hoy de un modelo de tipo de cambio real alto y de hecho, si insisto con lo que se está diciendo estos días, hay sectores que están molestos o se sienten incómodos desde el punto de vista de su competitividad con un tipo de cambio real que sea distinto al actual; incluso están pidiendo un tipo de cambio real mejor. Todos los ejercicios que ustedes han hecho tienen detrás el supuesto de un peso apreciándose. ¿Cómo ven compatible que podamos llegar a las tasas de crecimiento que hacen falta en ese contexto, con sectores que dicen que necesitan ir a un modelo que mantenga este tipo de cambio real?

**Federico Sturzenegger:** En mi caso las proyecciones fueron realizadas con un tipo de cambio real que converge a 1,4; y reiteraré lo que dijo Daniel Artana hace un rato: el tipo de cambio real por más que el gobierno quiera, en general no es una variable que pueda controlar. Por ejemplo, si el gobierno decide mantener el tipo de cambio nominal estable en un cierto valor y hay entrada de capitales como pasó al principio de la convertibilidad, eso generará emisión monetaria, inflación y el tipo de cambio se aprecia. No es fácil.

Ahora hay dos mecanismos por los cuales el gobierno sí puede mantener el tipo de cambio real relativamente alto, que se han usado, por ejemplo, en los países del este asiático.

El primero, es una restricción a la entrada de capitales, en particular el *hot money*, y creo que esto es bastante factible que ocurra en los próximos años en la Argentina, si es cierto que se consolida una situación financiera internacional favorable a los emergentes.

Eso sería positivo, porque el problema que hemos tenido en la Argentina es que nos cuesta administrar la abundancia, aumentamos el gasto. Entonces encontrar que nuestros hacedores de política realmente estén preocupados por ese tema y diciendo que no quieren crecimiento rápido, el crecimiento del consumo del 12 o 13 por ciento que tuvimos al principio de la convertibilidad que viene asociado con una apreciación del tipo de cambio real, me parece un elemento positivo.

Sé que hay impuestos que son distorsivos, que es muy difícil hacerlo. Todo eso lo conozco, lo comparto en cierto sentido; pero como pienso que el problema de la Argentina es más de ordenamiento fiscal, de normalidad fiscal, la verdad que esa política para controlar el tipo de cambio real en un valor más alto me parece sana.

El segundo punto es que el gobierno tenga un superávit fiscal genuino para comprar activos externos. En parte el gobierno lo estará haciendo porque reestructurará la deuda y estará pagando afuera –una manera muy diferente a la que tuvimos en los años noventa– por eso el tipo de cambio real de equilibrio en esta década será más depreciado de lo que fue en la década del noventa. Mejor todavía sería hacer lo que hizo Taiwan. En Taiwan durante treinta años el gobierno tuvo resultados fiscales superavitarios y acumuló reservas. En ese proceso no sólo se alejó de la cornisa de la insolvencia fiscal –algo que le vendría muy bien a la Argentina– sino que al mismo tiempo generó un *set* de precios relativos que era el que básicamente estaban buscando.

Así que creo que hay algunos mecanismos, pero todos van en el mismo sentido, que es el de la consolidación de la situación fiscal y esperamos que el gobierno continúe en esta senda; porque reconozcamos que ha habido progresos en el sentido de la solvencia fiscal en el último año y medio. Creo que hoy tenemos un signo de pregunta respecto a cómo hacerlo. Las señales que hemos tenido en la primera semana del nuevo gobierno no son buenas; pero tampoco hay que tomar mucho en cuenta las señales que uno obtiene en una semana. Creo que la reestructuración de la deuda en sí es uno de los elementos que ayuda a mantener este *set* de precios relativos que, de alguna manera, también tiene la ventaja de estimular el ahorro doméstico, quizás con el mecanismo de tener salarios más bajos; pero creo que es bueno para la Argentina empezar a crecer no tanto con ahorro externo, sino con ahorro doméstico.

**Miguel Kiguel:** Creo que venimos hablando del problema del tipo de cambio real hace mucho tiempo. Hablábamos en la época de la convertibilidad que el tipo de cambio estaba sobrevaluado, hablamos ahora que está subvaluado; y creo que entre los economistas de esta mesa, existe el consenso de que el tipo de cambio real no se puede manejar a través del tipo de cambio nominal. Digamos algo más fundamental: es un precio relativo y como tal lo determina el mercado.

La pregunta es ¿cuál es la variable fundamental que determinará el precio relativo de aquí en adelante? En el corto plazo, vemos que lo que mueve el tipo de cambio son decisiones de portafolio. Cuando los argentinos decidimos que no confiábamos más en el peso, en los bancos, en los bonos, y los extranjeros tomaron la misma actitud, el dinero salió y el tipo de cambio se fue de 1 a 3,80. Cuando el pánico termina en algún momento del año pasado, el tipo de cambio se empieza a apreciar y pasa de 3,80 a 2,90, y si dejáramos al mercado probablemente podría llegar a niveles más bajos todavía. ¿Por qué esto es importante? Porque lo que determinará a mediano plazo la dirección del tipo de cambio es la con-

fianza o el deseo de tener más activos en la Argentina. En la medida que se vayan solucionando los problemas de la tendencia, seguramente, habrá una apreciación real del tipo de cambio.

¿Cuál es la forma de mantener el tipo de cambio depreciado? Haciendo todo mal. Si seguimos dando malas señales a inversores, no renegociamos la deuda, etc. Creo que ése es el rumbo donde nadie quiere ir. Así que la tendencia natural, un poco la ley de gravedad, llevaría a que el tipo de cambio probablemente en la Argentina se tienda a apreciar.

¿Qué se puede hacer? Creo que es poco lo que se puede hacer, pienso que uno tiene que tratar de hacer las cosas bien, de conseguir confianza y tiene que tratar de reestructurar la deuda. Con el tiempo un país con un tipo de cambio real un poco más apreciado tiene acceso a capitales y al crédito.

Tal vez el problema que existe hoy, que es un poco la queja de algunos exportadores, son las retenciones que son un impuesto que hay que eliminar. Quizás la forma de ayudar a mantener la competitividad de las exportaciones, a medida que el tipo de cambio vaya por esta ley natural que se va apreciando, es eliminar las retenciones de la exportación; eso sí es una política buena, y que hay que llevar adelante.

**Daniel Marx:** Creo que realmente si miramos el tipo de cambio real con la tasa de crecimiento, este tipo de cambio real no parece compatible con una tasa de crecimiento de largo plazo por tres razones.

Primero, porque estamos consumiendo el capital, el costo de reposición del capital no está incorporado en el *set* de precios actuales. Si queremos seguir creciendo tenemos que invertir, tenemos que considerar el capital físico por lo menos, y esto hay que tenerlo en cuenta en el sistema de precios relativos.

En segundo lugar puede haber discusiones sobre la estrategia de apertura, esto es legítimo; pero creo que no hay discusión respecto a que una economía abierta, desde el punto de vista comercial, funciona mejor en el largo plazo, tiene mayor tasa de crecimiento, mayor riqueza que una economía cerrada; y para tener una economía abierta también se requiere capturar los precios del resto del mundo.

En esto la Argentina hoy demuestra quizás un buen nivel para entrar competitivamente en el mundo; pero cuando lo haga, cuando sea más abierta, los *sets* de precios locales tendrán que aproximarse más al resto del mundo; y esto significa en el día de hoy una apreciación en términos reales.

Por último, lo que acaba de mencionar Miguel Kiguel también es compatible con la apertura: no es sostenible pensar una estrategia de incorporación al resto del mundo, desde el punto de vista comercial, dando especialmente valor agregado o mano de obra con el régimen tributario que tenemos, por la que aquel que vende en el extranjero paga un derecho de exportación por encima de los otros impuestos.

Entonces todo esto eliminado, normalizada la Argentina, me parece que se debería pensar en la apreciación.

**David Sekiguchi:** Un comentario sobre lo que decía Daniel Marx porque no estoy seguro de si lo entendí correctamente. Si el precio del capital no es el adecuado, lo que uno piensa inmediatamente es que tal vez las tasas tendrían que ser más altas; y que tal vez con tasas más altas la presión en el margen es para que la moneda se aprecie.

**Daniel Marx:** No, me refería al capital físico. Si uno requiere reponer el capital físico esto estará incorporado en el precio, y el costo de reposición es superior al que está calculado en los precios actuales.

**David Sekiguchi:** El otro comentario –hay poco que agregar, estoy de acuerdo en la mayoría de lo que se dijo–, es cuál es el PBI per cápita de la Argentina de largo plazo; porque tal vez no es lo que fue durante unos años con la convertibilidad, pero da la impresión de que está cerca de 3.000 dólares, bastante más bajo que muchos otros países con menos stock de capital. Se puede argumentar tal vez menos capital humano, pero hay que tener regulaciones o políticas muy pobres para justificar este nivel de PBI per cápita.

Creo que es casi inevitable con políticas como las corrientes pensar –ojalá que vayan mejorando con el tiempo– que niveles de PBI per cápita más altos van a estar asociados con niveles de tipo de cambio real de una moneda más fuerte.

**Moderador:** Tengo varias preguntas apelando a la experiencia de Miguel Kiguel y de Daniel Marx en la negociación diaria de la deuda o de los temas de la deuda. En algunos casos son casi preguntas contrafácticas respecto a qué hubieran hecho diferente; pero de todas maneras si hay consejos que dar desde el punto de vista práctico para la negociación que se viene.

**Daniel Marx:** Un comentario solamente. Tenemos la tradición de pensar que las cosas muchas veces se arreglan en la superficie, en lugar de tratar de arreglarlas en lo profundo. Varias veces decimos sacamos una ley y por ésta cambiamos casi la ley de gravedad, o a veces hacemos un arreglo de deuda y con eso arreglamos la economía. Nada más alejado de la realidad. Todos los temas de deuda para mí son instrumentales y el consejo que le daría a cualquiera es mirarlo como tema instrumental; y el trabajo que hay que hacer es en lo profundo. Realmente si la Argentina tiene recurrencia en su estado de deuda es porque tiene recurrencia en una especie de conducta y también en algunos de los temas profundos que no soluciona. Éste es el único comentario que quisiera hacer.

**Miguel Kiguel:** En mi exposición traté algunos de los temas que pienso que son importantes en cuanto a la negociación de la deuda.

Primero, como bien dijo Daniel Marx, ésta no es una negociación con bancos, es una negociación distinta, no es que uno se sienta, negocia,

acuerda, se da la mano y terminó. Acá uno se sienta, se da la mano con un grupo de gente que no sabemos cuán representativa es, un grupo de entre diez y veinte personas que están representando a varios cientos de miles de bonistas y sin que nadie los haya votado, sin que tengan una representación total; con lo cual la primera negociación con los bonistas, con el comité de acreedores, será eso, una primera negociación. El verdadero test viene cuando se hace la oferta y vemos cuál es el nivel de aceptación.

Por lo tanto, creo que hay que hacer un esfuerzo enorme para entender el mercado de capitales, entender a fondo a los bonistas y los intereses de cada uno de los grupos para lograr los mayores índices de aceptación posibles; y sobre todo creo que hará falta un compromiso institucional muy fuerte con la deuda.

Creo que hoy la deuda, en cierto sentido, deberá transformarse en una política de Estado. La política del Estado tiene que ser respeto a los contratos. También debe existir la voluntad y el convencimiento de que hay que cumplir lo que se ofrezca; sin eso me parece que no vamos a ir muy lejos. Para mí el problema es que podemos estar horas discutiendo si el tipo de cambio tiene que ser 1,80 o 1,40, si la tasa de crecimiento será de 2 o 4 por ciento, si el superávit primario será 3 o 4 por ciento; pero en última instancia, lo que garantizará que se pague es el convencimiento de los argentinos, de nuestros representantes, de que la Argentina está mejor pagando su deuda que no haciéndolo. Hoy no sé si existe ese convencimiento en el país; quisiera que esté porque creo que a la larga si nosotros renegociamos bien y pagamos estaremos mejor de lo que estamos hoy.

**Moderador:** Eso me lleva a las últimas dos preguntas. La mayoría de las preguntas están vinculadas básicamente al hecho de que si se dan todos estos supuestos, renegociar la deuda sería difícil pero no imposible. La mayoría de las preguntas están vinculadas a cómo imaginan que se puede llegar a un superávit fiscal tal, teniendo en cuenta los antecedentes de la Argentina; y cómo imaginan que se puede llegar a un crecimiento tal teniendo en cuenta el tipo de cambio real de la Argentina.

Después les daré un minuto a cada uno para validar sus supuestos; pero antes quería preguntarle a Federico Sturzenegger sobre esta historia que contó acerca del riesgo moral del default y el nuevo riesgo moral de que el default sale bien. Después de todo, ¿no es justamente el peligro de la Argentina de hoy? Dicho de otra manera ¿a Uruguay le hubiera ido tan bien en su renegociación si no hubiera pasado la Argentina primero? En ese contexto ¿cómo ve el modelo del Fondo?

**Federico Sturzenegger:** Creo que el ciclo se cerró, que el riesgo de que el default pudiera ser una alternativa positiva tuvo su pico después de la reestructuración de Ecuador. Allí fue concreto, el Fondo le dijo: "El programa de 700 millones de dólares está, pero solamente después de que ustedes realicen la reestructuración". A ello se le sumó el tema del precio

del petróleo que subía, fue un elemento coyuntural que lo hizo quizás más favorable; pero ciertamente la impresión era que el Fondo estaba alentando este tipo de iniciativas.

Creo que se dieron cuenta del monstruo o del riesgo que habían creado porque Ecuador dentro de todo no era un problema pero, ¿qué hubiera pasado si Brasil elegía ese camino? Ciertamente, el mercado estaba muy asustado respecto de esa posibilidad. Entonces ahí creo que hay una retroceso muy ambiguo, porque como saben en el año 2001 el Fondo no decidía si apoyaba o no.

Por ejemplo, cuando se negoció el paquete de agosto de 2001, al día siguiente llamaba gente de Wall Street preguntando por qué la gente del Fondo decía que el programa no iba a caminar, había una inconsistencia. Otro ejemplo, creo que no hemos escuchado nunca a Paul O'Neil, Secretario del Tesoro norteamericano, declarando en la revista *Economist* que los argentinos hace setenta años que estamos en crisis y nos gusta; y que nadie nos ha obligado a ser lo que somos.

Obviamente, se dieron cuenta de que había un monstruo y que necesitaban un ejemplo para mostrar que el default no es un camino de rosas. Creo que la experiencia de la Argentina fue tan traumática que esa lección se transmitió al resto de los países.

Claramente Brasil ha mirado y Lula en algún momento dijo que Brasil no es la Argentina. Creo que ahí se cerró el ciclo y ese riesgo que alguna gente lo llama *oportunist default* hoy está muy disminuido.

**Moderador:** Ya que tiene el micrófono abierto le pido que valide sus supuestos en treinta segundos.

**Federico Sturzenegger:** Sí, mis supuestos asumen un tipo de cambio real que se aprecia, porque más allá de las cosas que se pueden hacer, tampoco es tanto a 1,4.

Claramente, la discrepancia es con la tasa de crecimiento del PBI: tengo 5 por ciento para este año y 6 por ciento para los dos próximos. Pensé que había visto 5,7 por ciento en la presentación de Gustavo Cañonero, pero no, en realidad ellos usan supuestos que son más bajos. Pero hago un comentario: con esos supuestos llegamos en el año 2005 a pagar ese cupón del 4 por ciento, aun si el crecimiento de la Argentina fuera cero. De ahí en más eso se podría seguir pagando, entonces todo crecimiento que viniera después generaría recursos excedentes para hacer lo de Rusia, que es la recompra de la deuda con lo cual hay bastante margen.

**Moderador:** ¿Por qué justifica esos supuestos? ¿Qué tiene que pasar para que se dé eso que está diciendo?

**Federico Sturzenegger:** Para tener el 5 por ciento de crecimiento y el 1,4 se necesita un país normal. Ya sé que es mucho pedir, pero creo que lo tendremos en algún momento.

Por ejemplo, no creo que tengamos que hablar de ajuste fiscal, ten-

dríamos que hablar de normalización fiscal, porque un país normal tiene cuentas fiscales donde se pagan las obligaciones del gobierno. Entonces ahí tenemos un signo de pregunta respecto a cómo encarará este problema el nuevo gobierno.

Tengo una sensación, pero reconozco que quizás es más una esperanza que una afirmación concreta: los argentinos hemos ido aprendiendo. Por ejemplo, hemos aprendido en los setenta el valor de la democracia, hemos aprendido en los ochenta el valor de la estabilidad. Fíjense ustedes que cuando Duhalde tiene que elegir a principios del año 2002 entre la hiperinflación y la hiperrecesión, elige esta última, sabía que no había margen porque la sociedad no aceptaría que apareciera nuevamente la inflación. Creo que recién en ese momento nos dimos cuenta de que los argentinos no quieren la inflación nuevamente.

La gran pregunta es si los argentinos aprendimos los costos del sobreendeudamiento, y cómo ese sobreendeudamiento y ese sobregasto nos llevan recurrentemente a las crisis. Reconozco que ahí es un poco más una esperanza mía de que hayamos aprendido; pero veo una progresión en la sociedad argentina, una aceptación de un ajuste muy importante a partir de 2002 y un lenguaje en algunos de los hacedores de política. No sé todavía el Presidente Kirchner dónde está en este punto, pero me refiero específicamente al ministro de Economía y al Presidente del Banco Central que están preocupados con el manejo del *boom*, son más conscientes de que la Argentina no tiene que entrar de nuevo en este ciclo de sobreendeudamiento que sabemos a donde nos lleva. Creo que los argentinos también lo han entendido, y por eso han aceptado el ajuste en este último año y medio. Pero reconozco que tiene una cuota importante de esperanza.

**Miguel Kiguel:** Bueno, me alegra que los economistas más jóvenes tengan esperanzas, es lo que necesitamos todos, me parece importante. También soy optimista a mediano plazo, pero creo que nos llevará un poco más de tiempo la recuperación.

En cuanto a los supuestos creo que son parecidos los que hemos hecho todos, con una variación pequeña en el tipo de cambio o en la tasa de crecimiento.

Diría que lo central es, primero, que la Argentina entre en una era de responsabilidad fiscal, que en realidad es una era en la que está entrando toda la región, no solamente la Argentina, donde empezaremos de aquí en más a aceptar que las restricciones fiscales existen y hay que respetarlas. Segundo, creo que para que se dé un escenario de apreciación y crecimiento deberemos tener un creciente respeto por los derechos de propiedad y por las instituciones. Creo que eso se tiene que ir dando pero si no ocurre, probablemente no tendremos el crecimiento que estamos pensando todos.

**Daniel Marx:** Separaría el corto plazo del mediano y largo. En el corto plazo creo que hay condiciones favorables –como mencioné en mi exposi-

ción, internas y externas-. Internamente hubo un ajuste fiscal importante por reducción especialmente de salarios y jubilaciones en términos reales, y hubo en las condiciones externas una combinación de factores que la Argentina durante muchísimos años no tuvo. El riesgo está en no aprovecharlas.

Varias veces escuché decir en el panel que la Argentina, como algunos otros países, maneja mucho mejor las crisis que los períodos de bonanza. Hoy, de no tener los problemas institucionales y otros problemas que tenemos, estaríamos extraordinariamente mejor. Mi temor es que no aprovechemos plenamente eso; pero creo que ahí está la esperanza, y ahí sí la agenda es muy nutrida: empezamos por las instituciones, seguimos por ordenamientos fiscales, todo el tema de la relación nación provincias, etc. -quizá éste es el momento de revisarlas-, cómo se maneja eficientemente el Estado y cómo se ordena la economía para tener la asignación eficiente de recursos a la luz del nuevo mundo que es cada vez más integrado.

**David Sekiguchi:** Nuestros supuestos son relativamente pesimistas, así que ojalá que estén equivocados y sean los hechos mejores de lo que estamos suponiendo.

Algo que me parece fundamental es que después de haber hecho muchas inversiones, y después de haber visto -como decía Federico Sturzenegger- progresos en distintas áreas que permitían una lectura bastante optimista de lo que ocurría en la Argentina en los ochenta y en los noventa, no entiendo todavía qué es lo que pasó a fines de los noventa y a principios del año 2000. El proceso de toma colectiva de decisiones me parece que fue inconveniente en los resultados.

Creo que el progreso micro, el progreso institucional que se había logrado es en parte lo que permite que la recuperación sea factible con números relativamente razonables.

La verdad es que esto es lo que me mantiene escéptico, porque no sé realmente cómo será la toma colectiva de decisiones en el futuro.

## **SESIÓN ESPECIAL**

**Equilibrio fiscal, deuda  
y ajuste macroeconómico**





---

RICARDO LÓPEZ MURPHY\*

## LA RECONSTRUCCIÓN INSTITUCIONAL

Quisiera, en primer lugar, hacer una referencia que exceda la cuestión puramente económica: la reconstrucción institucional. Muchas veces cuando uno piensa cómo funcionan una sociedad y un sistema económico, tiene que partir de elementos muy básicos, y normalmente para pensar esas situaciones trato de ver el caso extremo.

## LAS COMUNIDADES NÓMADES

En general, la forma más fácil de aproximarse al tema es mirar la historia de la humanidad. Las comunidades nómades, en general, no definían los derechos de propiedad. Las comunidades nómades recolectan y depredan, no se quedan, no tienen que pensar en el mañana, en el día después de mañana. En general, las costumbres nómades generan miopía, y generan esa imagen que a veces uno percibe que es: Dios proveerá ¿Cómo será el alimento de mañana? Dios proveerá, dependerá de que encontremos en algún lugar qué recolectar.

Cuando las comunidades pasan de ser nómades a sedentarias, por una serie de cambios tecnológicos, de costumbres y de valores, en esas circunstancias comienzan tres grandes desafíos institucionales que normalmente las comunidades sedentarias organizan.

El primero, que es vital, es la defensa. Toda comunidad sedentaria traza el perímetro de defensa para no ser agredida. El segundo, es el mecanismo de seguridad interna. El tercero, es el establecimiento del derecho de propiedad para que cada ciudadano, cada miembro de la comunidad pueda internalizar los costos y beneficios de sus acciones.

\* Movimiento Federal Recrear.

## LOS DERECHOS DE PROPIEDAD

Los derechos de propiedad son entonces un atributo esencial de la organización de una comunidad sedentaria. Si uno vuelve indefinidos los derechos de propiedad, en general, la tendencia de ser nómades renace, y renace votando con los pies. Es decir, en general, una sociedad en donde no están definidos los derechos de propiedad, donde la arbitrariedad es moneda corriente la tendencia es alejarse, primero los recursos y luego uno, y si no puede uno porque ya la edad es muy avanzada, se van los hijos. Ése es el mecanismo de reacción.

Esas comunidades sedentarias que definen la propiedad a medida que se van volviendo más sofisticadas, comienzan a plantearse los temas que tenemos aquí, por ejemplo, el tema intertemporal, es decir, mañana, pasado, el mes que viene, el año que viene, la vejez. Empiezan a plantearse que no necesariamente la autosuficiencia es el mejor mecanismo de acumulación.

Empieza el problema de que hay unidades superavitarias y unidades deficitarias, es decir, hay unidades que ahorran y hay unidades que invierten más de lo que ahorran y allí nace la necesidad de algún mecanismo de intermediación.

Para que ese mecanismo de intermediación funcione se necesitan no sólo los derechos de propiedad sino también la capacidad de hacer cumplir esos derechos de propiedad entre los contratos.

Básicamente, esa sociedad requiere mecanismos muy simples: un sistema bancario, un sistema financiero –ya nos acercamos a los últimos 300 años–, mecanismos de deuda, mecanismos de sociedades por acciones, etc.

En general, hay algunos principios básicos pero creo que a veces ilustran cuestiones que son atinentes a nosotros, por ejemplo: ¿Cuál es la base de un sistema financiero? Que los depósitos se pueden retirar y que las deudas se cobren. A alguno de ustedes le parecerá excesivo el reclamo; pero sin esa base es imposible el funcionamiento de un sistema financiero, es imposible el ordenamiento de una economía y es sobre esa base que uno puede pensar en estructuras más sofisticadas. Diría, como una cuestión básica, que alcanza para empezar a trabajar que los depósitos se retiren y las deudas se cobren.

## EL ROL DEL GOBIERNO

En general, cuando empiezan los temas de mayor dimensión en la intertemporalidad, un actor sustancial –y en eso el pensamiento económico ha contribuido sustancialmente– es el rol del gobierno.

El gobierno, en general, es el que tiene la mayor facilidad para hacer transacciones intertemporales, por eso es tan decisivo su rol en la seguridad social, y por eso es tan decisiva la cuestión de la deuda pública.

La deuda pública, como ustedes saben, puede ser explícita o implícita. Cuando es implícita puede ser –como nos ocurre a nosotros– que no se hayan terminado de resolver los costos de alguna crisis, o puede ser implícita

porque es contingente a algunos episodios que pueden ocurrir. De cualquier manera, la percepción sobre el valor de esa deuda y su impacto sobre la acción, sobre cada uno de los agentes económicos, siempre fue el núcleo de muchas de las discusiones en materia económica.

## EL AHORRO

Ahí podemos entrar en el otro tema que tenemos en la discusión que es el tema del ahorro. En general, el impacto de la política fiscal –Gustavo Cañonero me evitó algunas de las reflexiones que pensaba hacer– tiene que ver básicamente con la confusión que uno tenga cuando hay deuda pública sobre si eso implica o no mayores impuestos. No todos estamos en condiciones de percibir que mayor deuda pública hoy son mayores impuestos mañana. El impacto que las políticas fiscales, el déficit fiscal, causa en el ahorro agregado de la economía tiene mucho que ver con esa percepción. Si uno cree que la deuda de hoy, el aumento de la deuda, el aumento del déficit, es mayor carga impositiva futura, lo lógico en agentes racionales es que uno ahorre para compensar la acción del gobierno.

En ese caso la política fiscal no es efectiva. En general –no quiero entrar en la discusión técnica del problema– la presunción es que esa evaluación del futuro no es perfecta y por eso es tan cuidadosa la cuestión fiscal.

Ahora, también el Estado actúa, porque no todos los agentes económicos tienen la misma facilidad para endeudarse –estoy refiriéndome a un caso más teórico, el caso argentino con el Estado en default no es precisamente el mejor ejemplo–, pero en general, la confianza en la mayor parte de los países es que el grado de solvencia de los Estados es mayor en principio que el grado de solvencia atribuible a los agentes privados.

La conclusión, tomando todos estos elementos que extraigo de mis lecturas sobre esta materia, es que en principio cuando el sector público ahorra más, en general, sube el ahorro agregado. Yo sé que esta hipótesis es discutible pero en general se cumple. Si esa hipótesis se cumple ese tema de definir los derechos de propiedad, las reglas de la deuda pública y la cuestión del ahorro pasa a ser sustancial en la naturaleza de las crisis que hemos vivido.

## EL AHORRO EXTERNO

En general, uno de los puntos que a mí me parece ha caracterizado los problemas que ha tenido la Argentina es una excesiva dependencia del ahorro externo. Esa excesiva dependencia del ahorro externo nos ha vuelto sumamente frágiles y vulnerables, y como hemos visto, los mercados internacionales por distintas razones tienen una gran volatilidad. Muchas veces nuestra institucionalidad y nuestras aptitudes no nos han permitido lidiar con ésta; sea porque no definimos y no diseñamos bien las instituciones, sea porque confundimos la naturaleza transitoria o permanente de los *shocks* que vivíamos.

## EL AHORRO PÚBLICO

De todas maneras, dada la situación que vive nuestro país y la enorme necesidad que tenemos de hacer un gran esfuerzo de recuperación económica para básicamente superar la crisis que hemos vivido, comenzar a crecer con la consecuencia que ello tiene en materia de empleo, y con los niveles de desempleo y de pobreza que vive nuestro país, la clave de las políticas futuras de la Argentina, sin duda y sin mucho margen de error, va a estar extraordinariamente vinculada a la disciplina que exhiba el sector público, a su capacidad de ahorro y a su capacidad de contribuir positivamente a la acumulación en el país.

Creo que puede haber discusiones, y escuché con mucho cuidado los paneles de esta mañana, pero si uno toma el trazo grueso de todas ellas es muy claro para mí que la Argentina marcha inexorablemente, si quiere enderezar su rumbo y consolidar su recuperación, a un esfuerzo de ahorro público como no conocimos en el pasado; y ese ahorro público hace en gran medida a que podamos realizar un esfuerzo exitoso de acumulación.

Ese esfuerzo exitoso de acumulación tiene que ver básicamente con dos de las tareas decisivas que tenemos hacia adelante. La primera, es la creación de empleo.

El empleo se crea básicamente por la complementariedad con la inversión y, por supuesto, la modernización productiva, es decir, además de crear empleo aumentar nuestra productividad. El aumento del ahorro fiscal y el aumento del ahorro nacional creo que además tienen otra consecuencia económica muy importante que tiene que ver con la estabilidad macroeconómica. Creo que la excesiva dependencia de los flujos internacionales de capital nos ha quitado márgenes de libertad y probablemente no hemos podido desarrollar instituciones que nos permitan lidiar exitosamente con ello.

La conclusión, que me parece que forma parte de nuestro consenso, es que hacia el futuro debemos depender mucho más que en el pasado del ahorro doméstico y eso va a servir no sólo para acumular y mejorar la productividad de nuestra economía, sino que también va a ser vital para estabilizarla macroeconómicamente y reducir el riesgo país o la tasa implícita de desconfianza que hay en nuestras políticas y en nuestro rumbo.

## IMPACTO EN LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO

Pero por otro lado, esto también tiene un gran impacto en la distribución del ingreso. No es verdad que esa volatilidad, esas crisis y esas circunstancias que hemos vivido no hayan sido costosas en materia de distribución del ingreso. Si uno tuviera que explicar una gran parte de los problemas de distribución del ingreso que hemos tenido, tiene justamente que ver con esa explosión del riesgo país; en el costo de capital está implícita la contraparte que es la remuneración a los factores cooperantes, en castellano, eso significa al empleo, al salario y a la cantidad de trabajadores ocupados.

## LA RECUPERACIÓN

Básicamente, nuestra recuperación está asociada a que podamos normalizar y proyectar un horizonte de viabilidad, de sostenibilidad que nos permita abatir el riesgo que implica nuestro país, reanudar el proceso de inversiones y hacerlo en un marco que sea sostenible y que no sea frágil a cualquier cambio en las circunstancias. Eso es tanto o más importante, como creo que todos estamos convencidos.

Las circunstancias yo diría que ya no son una cuestión de teoría económica sino una cuestión más bíblica: hay vacas flacas, hay vacas gordas; entonces en los momentos en que las circunstancias son favorables es más vital que nunca tomar conciencia de que hay que prever para los tiempos que sean adversos. Creo que no hay un camino alternativo a éste, no me parece que sea factible otro camino. La idea de que no vamos a realizar ese esfuerzo y que lo vamos a compensar con un creciente aislamiento de nuestra sociedad nos va a llevar a una crisis más aguda todavía de la que estamos pasando en este momento.

La naturaleza de la crisis actual es bastante simple de ver: nuestro stock de capital está cayendo, estamos invirtiendo menos de lo que se está depreciando el stock de capital y esa caída del stock de capital se traduce en una degradación tecnológica y en cada vez menor productividad.

## LAS INSTITUCIONES

Hay otra perspectiva que dada mis experiencias recientes quisiera tomar frente a ustedes, es una perspectiva adicional. La gobernabilidad de un país, entre otras cosas, depende de que podamos diseñar instituciones que justamente nos permitan lidiar con nuestros problemas de una manera que sea más satisfactoria que la característica, que por nuestras conductas nos convirtamos en el conejillo de indias, en el ejemplo de los experimentos. Creo que hemos sufrido mucho siendo el conejillo de indias de los experimentos y creo que hay una razón entonces institucional –en el sentido más amplio de las instituciones– y es que para hacer el país gobernable vamos a requerir un esfuerzo de ahorro, de disciplina en la deuda que nos haga sostenibles; no sólo el sistema económico y el crecimiento sino que sea factible para nosotros la prosperidad, porque sin esa prosperidad finalmente colapsa el sistema político e institucional con las consecuencias que ello tiene.

No alcanza, sin embargo, con tener definido el marco de derecho de propiedad que fue el primer punto al que yo me quería referir, hice también un repaso sobre la situación de nuestro sistema financiero, déjenme poner ahí una nota al pie. Muchas veces se habla de contabilidad creativa, yo creo que ENRON empalidece al lado de la contabilidad de nuestros balances financieros. ¿Por qué empalidece? Porque no sabemos todavía cuáles van a ser las correcciones, cuáles van a ser las compensaciones. Imagínense pensar un sistema financiero que intermedia en condición de que nadie sabe si tiene un valor patrimonial positivo y además de esa característica tiene pro-

blemas de viabilidad por los costos de intermediación que están allí implícitos.

Pero yo decía que no alcanza con definir los derechos de propiedad, no alcanza con definir una institucionalidad que le dé viabilidad intertemporal, que genere mecanismos de amortiguación cuando hay ciclos de prosperidad y de adversidad; no alcanza con eso en realidad. Las sociedades se desarrollan y se vuelven fecundas cuando se construyen ideas y culturas que hacen plausible el sentido común. Por eso a veces cuando a uno le dicen: "Mire, en los bancos tienen que poder retirarse los depósitos y cobrarse las deudas", a uno le desata una sonrisa porque resulta plausible en las ideas que se discuten en nuestra sociedad que las deudas y los temas se posterguen como si ese efecto fuera neutro. Acá no hay ninguna neutralidad, por acción u omisión eso tiene muy serias consecuencias.

Crear la cultura de respetar el trabajo honrado, de respetar el esfuerzo y el ahorro, de remunerar el sacrificio de consumo y de reconocer que los cambios y las modificaciones son paulatinos y sujetos a debido proceso, es el atributo propio de las sociedades abiertas y democráticas. Las reglas de la arbitrariedad, las reglas de la acción que no reconoce las instituciones son básicamente el primer paso hacia una sociedad autoritaria y cerrada.

En ese punto quisiera agregar a la definición institucional, al diseño de un sistema económico que sea balanceado, al contexto que dan las ideas y la cultura, el diseño del sistema político.

## LA FRAGMENTACIÓN POLÍTICA

Creo que hay un problema, y es un problema muy grave que tenemos en la Argentina. La fragmentación política genera necesariamente una tendencia al desahorro fiscal y genera una tendencia al desorden.

¿Por qué? Porque donde no hay capacidad gran parte del problema que tuvimos, o una parte sustancial –hubo muchos errores y muchas circunstancias adversas– tuvo que ver con el diseño y las características de nuestro sistema político.

Esa enorme fragmentación, esa dificultad de gobernabilidad dada por el régimen parlamentario y el régimen federal como están diseñados, están en la raíz de nuestra incapacidad para poder moderar los shocks y actuar de una manera que no sea contraria a nuestros intereses y a nuestro propio nivel de vida.

## CONTRIBUCIONES HACIA EL FUTURO

Es por eso que para cerrar esta presentación y respetar el tiempo que me fue otorgado, quiero aprovechar esta reflexión para decir, con toda la prudencia y la mesura del caso dada mi situación en la vida política argentina, que creo que hay muchas contribuciones que podemos hacer hacia el futuro.

## LOS DERECHOS DE PROPIEDAD

La primera tiene que ver con definir con claridad los derechos de propiedad e internalizar a partir de ahí las consecuencias y la responsabilidad de nuestros actos. Nuestra sociedad no puede funcionar bien si eso está en una situación brumosa. Tenemos que definir, tenemos que saldar los problemas y eso nos va a permitir a partir de allí tener horizonte y tener futuro. Mientras eso esté indefinido, mientras haya incertidumbre sobre quién se va a hacer cargo de los costos de lo que nos ocurrió, mientras eso ocurra es muy difícil relanzar un proceso de inversión como el que necesitamos para recuperar nuestro nivel de vida.

Ahora, si definir las reglas y los derechos de propiedad es vital, en ese sentido amplio; si establecer un programa económico de largo plazo que sea consistente con nuestra reinserción en el mundo y con reglas que sean razonables, factibles y aprobables es importante; si tenemos que librar, me parece a mí, un esfuerzo muy grande en las ideas y la cultura para hacer valiosas las ideas y la cultura que hicieron a otros países ser los más exitosos del mundo y si tenemos que reformar nuestro sistema político, creo que hay un rol muy vital para que esta tarea puede ser llevada a cabo.

## EL LIDERAZGO POLÍTICO

Ese rol vital tiene que ver con el liderazgo, y es vital que no cometamos errores. Por eso yo que tengo una responsabilidad en el sistema político, me guste o no me guste, voy a tratar de interactuar frente al nuevo gobierno con las siguientes reglas: prudencia y mesura; prudencia significa reconocer que es un nuevo gobierno, y mesura no exagerar los comentarios, es decir, no hacer de cada tema un mundo.

En ese marco quisiera que entiendan mis comentarios que tienden a proyectar ese sendero que creo que es necesario para que el país pueda enfrentar sus dificultades y darnos a todos la cobertura y la contención que necesitamos como protagonistas de esta sociedad.

## LAS INSTITUCIONES

En primer término creo que es vital que seamos sumamente cuidadosos en el respeto a las instituciones y ahí creo que hay un procedimiento que es el más seguro.

Como en economía a mí me parece que el procedimiento más seguro es seguir el manual, en general ir al caso excepcional es una estrategia riesgosa, por eso en general me han acusado de ser ortodoxo y es cierto, tiendo a ir a lo que los teoremas, las demostraciones y la experiencia internacional ha hecho, nunca me atrajo ir por el lado raro.

En materia institucional el manual es la Constitución Nacional. Si hay observaciones sobre el comportamiento de los poderes del Estado, la Consti-

tución nuestra prevé exactamente cómo es el procedimiento: la Cámara de Diputados acumulará los antecedentes, los tratará en la Comisión de Juicio Político, evaluará si existen los elementos de prueba requeridos; y en el caso de que los haya, acusará a los miembros de algún otro poder frente al Senado, que se convertirá en el tribunal.

Ese procedimiento requiere la mesura y el cuidado del caso, no requiere una arenga por cadena televisiva. Entonces mi pedido es: respetemos las reglas, hagamos lo que tengamos que hacer siguiendo escrupulosamente los procedimientos.

En segundo lugar, creo que es bueno para los argentinos y para este marco institucional que requiere nuestra recuperación, que tengamos un extraordinario cuidado en no auspiciar, no alentar iniciativas que nos degradan institucionalmente. Hace muchos años un estadista argentino, Aristóbulo del Valle, decía que hay varias reglas que definen a una república, entre otras, la periodicidad de mandatos y la renovación de los liderazgos. No es bueno que se auspicien, ni que se promuevan, ni que se alienen las reformas de las Constituciones provinciales para impulsar elecciones indefinidas. Eso no es sano, no está bien, no es congruente con ese esfuerzo de crear la institucionalidad que es el marco de referencia de las economías prósperas y exitosas, de las sociedades abiertas y libres. Por eso los episodios de Formosa, de Salta y el episodio más llamativo todavía de San Luis, donde se ha declarado la caducidad de mandatos y se le ha prohibido a la oposición el ingreso a la Legislatura por tres años porque se portó mal, no forma parte de las reglas y de las instituciones que debemos construir hacia el futuro.

Por supuesto, y aquí viene mi observación más cuidadosa, en la última semana el ex Presidente Duhalde firmó un decreto por el cual le autorizaba a las provincias ocupar las frecuencias radiales y televisivas que estuvieran vacantes; y si algo es vital que preservemos no es sólo la renovación de los mandatos y de las autoridades, sino también la prensa libre. Con los problemas de hegemonía que tenemos en nuestro sistema político es vital que preservemos la prensa libre, y no va a haber prensa libre si gobiernos que se reeligen indefinidamente y que tienen enormes recursos para agobiar a la oposición además manejan los medios de comunicación masiva en radio y televisión.

Así que eso que parece separado de la cuestión económica y de la recuperación de nuestro país no lo está. Si no damos esas garantías, si no creamos esas reglas de juego la recuperación, sin duda, va a estar al menos afectada. ¿Por qué? Porque las sociedades cerradas finalmente son muy opacas, generan todas estas complicaciones.

He descubierto, por ejemplo, en una de estas provincias que está iniciando la reforma constitucional, que hay tres tipos de deuda. Hoy escuchaba sobre la sustentabilidad fiscal, la sustentabilidad financiera, quiero agregar un detalle que he descubierto en estos regímenes: además de deuda interna y de deuda externa hay deuda extrapresupuestaria, con lo cual no entran las leyes de responsabilidad fiscal y seguimos para adelante.

Quiero decir que en sociedades donde existen estos mecanismos de opacidad empiezan a pasar cosas que no sólo afectan las libertades públicas y,

si ustedes quieren, el rol que cumplimos los opositores, sino que en última instancia también afectan la seriedad y la previsibilidad de los gobiernos.

Para cerrar, creo que las ideas y las culturas requieren que revaloremos bien los episodios mirando hacia adelante pero también aprendiendo del pasado.

He observado muchas veces que se ha hecho un balance que no comparo sobre cómo se controló la crisis que vivimos en la Argentina, yo creo que lo que hay que mirar también es cómo se gestó esa crisis.

Un balance adecuado tiene que ponderar ambas cosas, no sea cosa que nos creamos el cuento de que el bombero es el personaje ideal, es un problema si el bombero además es pirómano. No resaltemos los atributos si no podemos explicar bien cómo se originaron las circunstancias que nos llevaron a la crisis.

## CONCLUSIÓN

Creo que si reflexionamos sobre estos aspectos, y sé que he salido un poco de la economía pero ahora no lo puedo evitar, espero haberles hecho ver otros puntos. Me entretuve mucho esta mañana, después de mucho tiempo volví a escuchar discusiones económicas y me resultaron sumamente entretenidas. Espero que mis reflexiones les hayan sido útiles para que sazonemos nuestra esperanza, nuestro optimismo, nuestro compromiso y nuestra voluntad de recuperarnos, tanto los que ejercen el gobierno como los que ejercemos la oposición, con esa dosis de expresar con firmeza y con convicción, también con prudencia y mesura nuestras observaciones en el proceso social, político y económico que vivimos.





---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS

**Moderador:** Uno de los pilares de la reconstrucción institucional se refiere a la reconstrucción del sistema financiero. ¿Qué debe realizarse en ese sentido tanto en lo que se refiere a entidades públicas como privadas? ¿Qué opina sobre esta unidad de reforma del sistema financiero y su génesis dual?

**Ricardo López Murphy:** Creo que una de las cuestiones básicas que nuestra cultura y nuestras ideas tienen que realizar es no ignorar las experiencias internacionales y nuestra propia experiencia. Creo que en ese aspecto la autonomía del Banco Central y la certeza de su capacidad de liderar, no sólo las políticas monetarias sino también la regulación del sistema financiero es vital para el futuro, y creo que esta iniciativa tiene que ser puesta dentro de ese contexto. Es decir, entiendo que si va a haber subsidios la Tesorería tenga que intervenir. También entiendo que es vital que en ninguno de los casos –y es, reconozcamos, una zona gris–, se viole ese principio de autonomía. Hubiera preferido una composición diferente de la comisión pero no voy a hacer una cuestión decisiva sobre ese tema. Reconozco que en el sistema financiero es vital que los depósitos se puedan retirar y las deudas cobrar. Hay otros temas además que son la idea de que habrá rescate automático, de cuáles son las reglas de los redescuentos, de cuáles son las reglas de competencia leal dentro del sistema y las reglas de garantía. Me parece que ahí hay un tema muy importante: seamos cuidadosos en cómo definimos la institucionalidad y, por supuesto, prefiero como en todos los casos vivir un capitalismo competitivo. Eso es lo que ha funcionado en el mundo. Es vital que lo pongamos blanco sobre negro desde el comienzo.

**Moderador:** ¿Usted cree que la clase política se siente nómade?

**Ricardo López Murphy:** Creo que las dificultades que enfrentamos hacia fines de la década del noventa, tanto por los errores que se cometieron como por circunstancias internacionales sumamente adversas, nos hicieron entrar en una crisis de liderazgo político muy severo. En esa crisis desgraciadamente la capacidad de gobernanza –éste es el término que se usa ahora en español–

se dañó significativamente; y es probable que desgraciadamente en la crisis no sólo no dimos los pasos que había que dar para enfrentar la adversidad, sino que también tiramos por el aire muchas de nuestras instituciones.

El reclamo de preservar y tener reglas estables tiene que ver con ese sentido de perder el atributo de nómada que me parece tan vital para poder hacer proyectos a largo plazo. No por nada las sociedades establecen ciertos ritos y ciertas reglas, no es por solemnidad, es porque detrás de los ritos y de los compromisos hay una necesidad de poder proyectar a largo plazo.

**Moderador:** ¿Usted cree que es factible en nuestro país que en un régimen de sustentabilidad fiscal ésta tenga un límite en la presión impositiva, y por lo tanto se deba actuar por el lado de la reducción del gasto?

**Ricardo López Murphy:** Creo que cualquier corrección a futuro que avance sobre la idea de subir las tasas nominales de impuestos es inviable. Quiero repasar ante ustedes brevemente, lo que es nuestra presión para los que pagan, que no son todos:

- 35 por ciento de impuesto marginal a las ganancias;
- El impuesto a la riqueza 0,75 por ciento, supongamos que la tasa de rendimiento hay que conseguirla en el mercado internacional hoy libre de riesgo y sea el 5 por ciento, agrega –transformando el impuesto a la riqueza en un impuesto a las ganancias– el 15 por ciento más, estamos en el 50 por ciento de tasa marginal de impuesto a las ganancias;
- Con un IVA del 21 por ciento, estamos en el 71 por ciento del valor agregado. El IVA es como un impuesto a las ganancias sin mínimo no imponible;
- El impuesto al cheque, debemos estar en un número convertido en IVA de alrededor del 88 por ciento;
- El impuesto a los ingresos brutos, lo que es el impuesto a las ventas transformado en IVA, debemos estar aproximadamente en el 98 por ciento;
- 20 por ciento de retenciones;
- Los impuestos al trabajo que tenemos;

¿Alguno cree que se puede seguir subiendo impuestos? Creo honestamente que por ese camino no se puede ir. Creo que va a ser inexorable si la recaudación mejora que haya una agenda que reduzca los impuestos. Mi preferencia es muy clara en ese sentido. He propuesto, y desde hace mucho tiempo, dos rebajas impositivas que son muy importantes. Una, es que el impuesto al cheque vuelva ser a cuenta de ganancias y de IVA, es decir, que actúe como un mecanismo de mejora en la administración tributaria y eso además facilite la bancarización y la normalización de las operaciones. La segunda reforma que haría es reducir los impuestos al uso de mano de obra. Me parece que es vital la formalización de la mano de obra, no sólo por razones de competencia leal, de empleo, sino también porque en última instancia en una sociedad cohesionada a los mecanismos de seguridad social sólo se

accede si los empleados son formales, por eso es vital que bajemos los impuestos al uso de mano de obra.

**Moderador:** Tengo una pregunta que voy a leer textualmente porque después dicen que censuro, pero si no la firma Norma López Murphy le pasa cerca, dice: “Siendo un economista brillante, por lo menos para un sector de los argentinos ¿qué se siente cuando, como usted dijo, vino a oír un seminario en el día de hoy, ya no sólo con un análisis económico sino como el político que va a tener en sus manos los destinos de la patria dentro de muy poco tiempo?”

**Ricardo López Murphy:** Si de algo estoy seguro es de que eso mi mujer no lo escribió. Me siento muy honrado de estar aquí, muy contento de poder interactuar con ustedes y estar sometido al esfuerzo de escucharlos y aprender cosas. Creo que lo mejor es que todos tengamos la mayor humildad posible. En ese sentido no hay problema, mi mujer se va a ocupar de que la tenga.

**Moderador:** Siguiendo con la línea de la pregunta hoy se planteaba un superávit fiscal, como usted mismo mencionó en su charla, inédito para la Argentina. Es decir, en la Argentina de la bonanza, de crecer al 4 o 5 por ciento anual, con un escenario internacional espectacular, con ingreso de capitales, no se logró pasar de cero. ¿Ve posible desde la política la realización de ese esfuerzo que tenemos por delante?

**Ricardo López Murphy:** Creo que eso requiere varias cosas, entre ellas, un diseño institucional y aquí sí quiero marcar un punto vital. A mí me parece que lo mejor, tanto de parte nuestra como de los organismos multilaterales, es que enfrentemos los problemas ahora, que no volvamos a hacer programas transitorios, que no volvamos a postergar los problemas.

¿Por qué? Porque lo que nosotros necesitamos es diseñar nuestras instituciones, nuestros acuerdos externos, nuestras reglas con una visión estructural que nos permita afrontar las graves limitaciones que tenemos. Creo que en el diseño institucional, en la capacidad de establecer ese consenso, en el debate de las ideas y la cultura y en el diseño del sistema político, tenemos que contribuir a ese esfuerzo. Creo, puedo estar equivocado, pero me parece que ése no va a ser el meollo de nuestra discusión hacia el futuro. Espero que no sea la esperanza que me está nublando el juicio, como dijo Federico Sturzenegger mi querido ex alumno y colega, y Secretario de Política Económica cuando fui ministro.

Tiendo a pensar que hemos aprendido la aritmética fiscal. Creo que nadie va a intentar hacer una cosa populista. Mi sensación es que las discrepancias, los dilemas, las confrontaciones que vamos a tener van a ser por otra cosa que simplemente tener un déficit inabarcable. Honestamente, y espero que no sea mi esperanza que prevalece sobre mi juicio, creo que ése no va a ser el debate.

Creo que hay un gran consenso en la sociedad que tenemos que llegar a un superávit primario que le dé viabilidad a la economía argentina y que evi-

te actitudes insostenibles. A mí me parece que los debates van a estar en otro lado: en el tipo de regulaciones, en la inserción de la Argentina en el mundo, en el grado de intervención y coacción del poder político, en la calidad de nuestras instituciones, en el respeto a la representatividad, en otros valores y en otras actitudes. Creo que esta cuestión de ir postergando lo único que hace es crear condiciones cada vez más delicadas hacia el futuro.

**Moderador:** Ayer el Dr. Ricardo Falú, presidente de la Comisión de Juicio Político de la Cámara de Diputados, expresó casi textualmente: "Sea justo o no, la gente pensaba que la Corte se tenía que ir y por la tanto tendrán que irse". ¿Cómo se puede razonar de esta forma y estar en ese cargo? La otra pregunta que tengo es: Cuando el riesgo que corremos es perder las libertades y la república, ¿por qué la medida es la mejor estrategia?

**Ricardo López Murphy:** El problema no es lo que se dice sino el clima de ideas que se crea. Creo que nuestras instituciones no son un problema de gustos. Uno no puede reemplazar las instituciones o los funcionarios que las desempeñan simplemente porque uno discrepa o no le es simpático, hay reglas y hay que preservarlas. Me parece que en la medida que evitemos eso va a ser muy sano. Por ejemplo, escuché alguna expresión también que una determinada persona por sus convicciones religiosas no podía desempeñar determinado cargo. Espero que esas actitudes no sigan adelante.

¿Por qué la medida? Porque creo que la intemperancia, esa idea de que el que está en la oposición tiene que atosigar al que está en el gobierno, prácticamente no dejarlo respirar, no es el clima de la democracia y de la república al que aspiro, y espero contribuir a construir. En ese clima me parece no hay espacio para progresar. Así que, como es nuestra tradición en derecho, démosle el beneficio de la duda. En la duda es inocente. En la duda, la medida.

**Moderador:** Mencionaba el tema de la inserción internacional, otro lugar donde habrá debate, y hay una pregunta allí: luego de las relaciones carnales siguen las relaciones regionales ¿cree usted que la región está madura y preparada para ello?

**Ricardo López Murphy:** Espero que la Argentina tenga un rol coherente con su política internacional y aspiro además a que ese rol tenga en cuenta nuestros intereses, nuestros valores y también las reglas que hemos defendido durante mucho tiempo.

No quisiera entrar hoy en el debate sobre ese tema porque la verdad que tengo muchas discrepancias con algunas de las cosas que se han dicho; pero quiero aguardar un tiempo más, quiero que más allá de algunas expresiones iniciales tengamos un panorama global de la iniciativa para hacer el juicio. Si puedo decir que me impresionó una foto que salió en *La Nación* hace unos días, de todo el liderazgo del mundo reunido en Evian. Lo más notorio de la foto –cuando hablo de *La Nación* no es por eso que dicen los carteles que tenemos una actitud conspirativa en común, lo hago porque me pareció que la

foto era muy buena- es que refleja la visión de los líderes del mundo. Había dos presidentes por América latina: el Presidente Fox de México y el Presidente Lula de Brasil, y lo que a mí más me llamó la atención es que nadie se preguntó por qué no estábamos; casi lo daban por maduro, ni siquiera en la Argentina alguien se lo preguntó. Eso es lo que me preocupa y es lo que tenemos que transmitir: no nos podemos resignar a estar afuera del mundo, no nos podemos resignar a que nos aparten, que nos pongan en el costado, no nos podemos resignar a una Argentina mediocre.

Ya que se menciona el tema de la inmigración siempre pienso que muchas veces uno se refiere a los hombres y mujeres que lucharon para darnos la independencia, a aquellos que tuvieron la genialidad de construir la organización nacional. También me refiero, casi inevitablemente por mi origen, a aquellos que muchas décadas atrás migraron hacia la Argentina y en esa migración, en ese sueño que había de construir el futuro estaba esa presencia, casi extraordinaria, de un país que no sólo era de un enorme y vigoroso crecimiento, sino que tenía un orgullo desaforado de sus perspectivas.

Espero que reganemos esa autoestima que nos hacía soñar que iba a ser el lugar al que todos iban a aspirar a venir. La tragedia es cuando nuestros hijos comienzan a aspirar a salir. Ése es el sentido, el norte, el eje sobre el que pensaría toda la estrategia argentina, y por supuesto nuestra inserción internacional.



## **SESIÓN ESPECIAL**

**La crisis de los mercados emergentes  
y el mercado financiero internacional.  
Lecciones de la crisis argentina**





GUILLERMO CALVO\*

## **CRISIS Y CRECES: DEL TRASPIÉ A LA ESPERANZA**

### **INTRODUCCIÓN**

Me referiré a este gran tema. Fue muy interesante escuchar la presentación que tuvimos durante el almuerzo porque realmente se plantearon aspectos fundamentales de la economía argentina que deben tomarse en cuenta cuando pensamos hacia el futuro.

La presentación nos dejó una labor para hacer, con la que coincido completamente, y es tratar de entender de dónde venimos, por qué hemos tenido este tipo de crisis. Por eso es que esta presentación la he llamado: "Crisis y creces". Creces, por supuesto, es el lado que esperamos que predomine en el futuro e idealmente estaremos hablando de eso la próxima vez que nos reunamos. Pero cuando hablo de crisis en el caso argentino quiero aclarar una cosa, estoy hablando de esta crisis de ruptura de sistema, no cualquier crisis, porque una de las conclusiones que sacaré es que la crisis argentina no puede ser sólo explicada por cuestiones fiscales. Deseo aclararlo porque con ello no quiero decir que la cuestión fiscal no es central, sino que la cuestión fiscal por sí sola no explica que una economía se deshaga. Hay muchas economías que tienen problemas fiscales y los solucionan de manera paulatina.

¿Qué es lo que explica que la economía argentina se haya caído como lo hizo? Creo que eso es muy importante porque es precisamente lo que causa el pánico y la desorientación y le quita al político, al que está a cargo de la política económica, la capacidad de hacer política económica que tenga consenso político. Porque el mismo político, el mismo que está sobre el problema no entiende qué es lo que le está ocurriendo, y uno no puede darle seguridad al sector privado cuando no sabe lo que le pasa. Creo que eso es muy importante, por eso quiero distinguirlo y tal vez la palabra crisis no es suficientemente precisa: es una gran crisis.

\* Banco Interamericano de Desarrollo.

**CRISIS: PUNTOS CLAVE**

Paso entonces a contarles algunos aspectos de la crisis. Lo que mencionaré está en un trabajo que hicimos con Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, que ahora se acaba de revisar. Algunos de ustedes lo conocen en el contexto de la reunión del BID de Fortaleza.

¿Cuáles son los puntos clave? Primero, hay un frenazo del flujo de capitales en todas partes. Escuchaba a Ricardo López Murphy con mucha atención hoy durante el almuerzo, coincido totalmente con lo que dice, pero le agregaría a eso el aspecto internacional, creo que no lo podemos evitar. No es para culpar al mundo malo que nos trató mal, indudablemente hay mucha responsabilidad nuestra, pero que el mundo peligroso está ahí afuera, es verdad.

¿Por qué? Porque hemos visto que esto que llamábamos frenazo global ha ocurrido en todas partes, y particularmente después de este período, originó algún problema de depreciaciones en el tipo de real de cambio en los emergentes y fortísimas en países que nunca hubiese imaginado, como Corea, por ejemplo.

Lo que sí uno nota es que estas depreciaciones reales tienden a ser más grandes cuanto más cerrado es el país, porque al tener poca capacidad de ajuste, los precios relativos tienen que hacer gran parte del trabajo, ésa es la intuición.

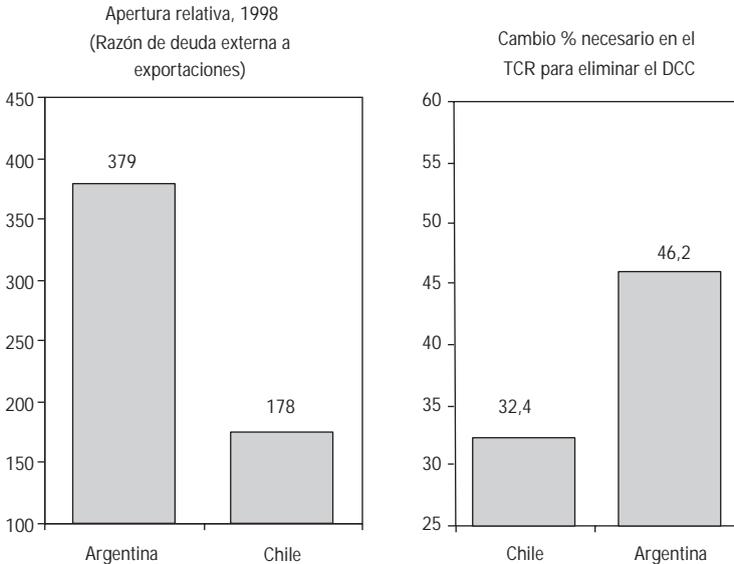
La economía argentina es una economía muy cerrada y a eso se le sumó la dolarización ¿Qué quiere decir en este contexto, dolarización? Creo que es perfectamente entendido hoy día que el problema es que la deuda está en transables y tenemos nuestros activos o actividad en no transables. En esta situación, un cambio fuerte en el tipo real de cambio hace que repentinamente una actividad que era muy atractiva deje de serlo, y eso crea todo tipo de desbarajustes internos.

Una conclusión que sacaría de este análisis es que la crisis era más o menos inevitable dada la persistencia de este shock, que a veces me gusta llamarlo shock ruso. Eso no se sabía por supuesto en el momento en que ocurre el shock, así que es fácil decirlo ahora, pero mirado desde esta perspectiva, duró mucho tiempo y todavía sentimos los efectos.

**FRENAZO Y TIPO DE CAMBIO REAL**

En el trabajo, por ejemplo -no me referiré a ningún detalle en particular- comparamos la Argentina con Chile. Es interesante porque ambos países sufrieron el frenazo, todos los países emergentes lo sufrieron pero, ¿por qué Chile es interesante? Porque Chile sufre un frenazo mucho más grande que el nuestro. Hasta diciembre de 2001 el frenazo argentino era del 4 por ciento del producto, el de Chile era del 7 por ciento del producto y sin embargo Chile sufre como la Argentina, pero no sufre una gran crisis, sufre sólo una crisis: le baja un poco la tasa de crecimiento (crecían al 6 por ciento, crecen al 3 por ciento).

GRÁFICO 1  
FRENAZO Y TIPO DE CAMBIO REAL



Fuente: Calvo; Izquierdo y Talvi, 2002.

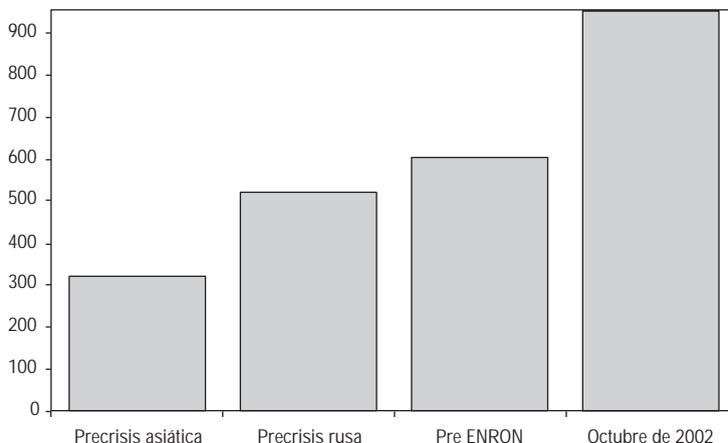
La sugerencia es que Chile es mucho más abierto, lo que requiere que la depreciación del tipo real de cambio asociada con esa crisis sea en principio menor que en la Argentina. La Argentina a pesar de tener un frenazo menor tiene que hacer un ajuste de precios relativos más grande. Pero una cosa muy importante es que Chile tenía un sistema financiero balanceado donde los activos y pasivos más o menos estaban calzados, bien diferente de lo que ocurre en la Argentina.

Entonces se dice que lo que nos hizo daño fue la devaluación de Brasil, o la devaluación del euro con respecto al dólar. Ese tipo de cosas indudablemente complicaron el juego y lo de Brasil no es una cosa menor, pero este 46 por ciento que estimamos nosotros de devaluación real es por encima de eso, y 46 por ciento cuando uno tiene una deuda en dólares es un cambio espectacular. Me puedo olvidar de todo lo demás y el frenazo ya me crea problemas.

Pero esa combinación del frenazo que todos sufrieron –eso es lo interesante– y la estructura financiera de la Argentina, es importantísimo, y quisiera dejarlos con ese mensaje.

Entonces diría que eso es muy central y ¿por qué me preocupa tanto? Porque veo que puede renacer. Si volvemos a redolarizar la economía tendremos el mismo sistema, la misma vulnerabilidad y ahí es donde tenemos el *gran challenge*, una de las fronteras importantísimas en la que vamos a tener que estar trabajando, y a eso me referiré en un momento. El gráfico siguiente es simplemente para mostrarles que a través del tiempo el riesgo

GRÁFICO 2  
CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS PARA LOS MERCADOS EMERGENTES  
(EMBI+, pbs sobre bonos del Tesoro de Estados Unidos)



país para los emergentes ha ido empeorando. No entraré en detalles para dejar tiempo a otros temas pero sí, evidentemente a partir de la crisis rusa el riesgo país ha seguido subiendo para los bonos emergentes y eso fue acompañado por una caída en el flujo de capitales, de manera mucho más marcada en los flujos de capitales financieros.

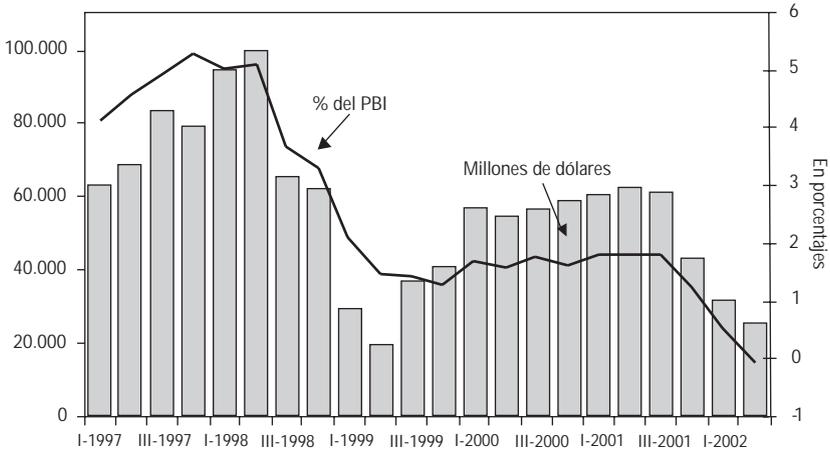
### FLUJOS DE CAPITAL

Nosotros distinguimos entre dos tipos de flujos de capitales. Uno es la inversión directa externa, que llamamos financieros. Vemos que la inversión directa externa durante este período resistió un poquito más, pero lo que realmente se ve es que estos flujos caen y eso es lo que mata al mercado de bonos. Una manera de pensarlo es que 1990 es un período en el que se crean mercados de bonos para los emergentes, y se lo mata definitivamente –por lo menos en la década– con la crisis rusa de 1998. También podemos ver cómo el mercado se está sacando de encima este tipo de inversión.

### SOSTENIBILIDAD FISCAL EN LA ARGENTINA DESPUÉS DE UN FRENAZO EN 1998

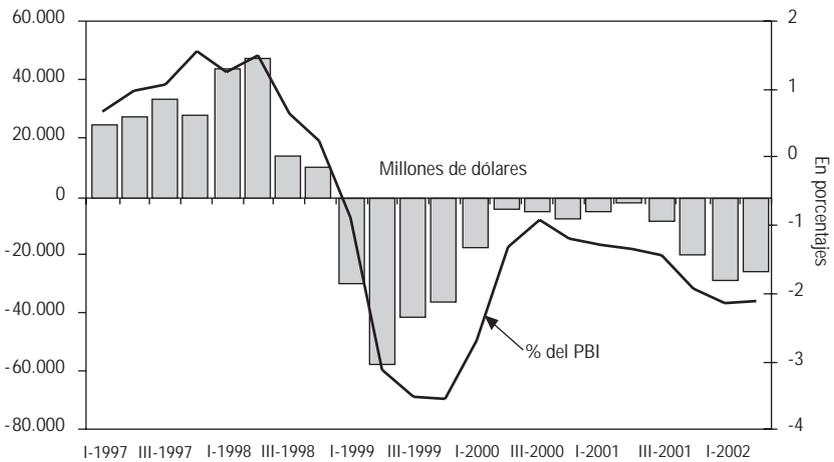
Entiendo que han estado discutiendo temas de sostenibilidad fiscal y desde ya FIEL ha estado en la frontera de este tipo de análisis durante mucho tiempo, así que simplemente quería introducir una pequeña observación adicional.

**GRÁFICO 3**  
**FLUJOS DE CAPITAL, LAC-7**  
 (Últimos 4 trimestres, millones de dólares y promedio en % del PBI)



Nota: Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

**GRÁFICO 4**  
**FLUJOS DE CAPITAL FINANCIERO, LAC-7**  
 (Últimos 4 trimestres, millones de dólares y promedio en % del PBI)



Nota: Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

CUADRO 1  
SOSTENIBILIDAD FISCAL EN LA ARGENTINA DESPUÉS DE UN FRENAZO EN 1998

	Razón de deuda a PBI (%)	Ajuste req. en super. primario	Reducción en la deuda (%)
(a) Ejercicio base	36,5	0,3	25,6
(b) Cambio en precios relativos que cierra el déficit en cta. cte. (depreciación de 46,2%)	49,7	0,7	45,4
(c): (b) + 200 BPS de aumento en la tasa de interés real	49,7	1,7	66,0
(d): (c) + 1% de reducción en crec. del PBI	49,7	2,2	71,7
(e): (d) + pasivos contingentes	58,6	2,7	75,9

Nota: El superávit primario observado en 1998 fue del 0,9 por ciento del PBI. El escenario base supone una tasa de crecimiento de largo plazo del 3,8 por ciento y una tasa de interés del 7,1 por ciento.

Fuente: Calvo, Izquierdo y Talvi, 2002.

Éste es un ejercicio típico de sostenibilidad fiscal –no voy a entrar en detalles– que hicimos para el año 1998 luego de la crisis rusa. En ese momento, con ciertos supuestos que no vale la pena elaborar, uno pudo haber llegado a la conclusión de que la Argentina necesitaba un ajuste en el superávit primario de 0,3 por ciento, muy pequeño; pero luego se empiezan a sumar cosas.

Cuando viene el frenazo, ese cambio en precios relativos, la devaluación –de equilibrio estoy pensando, no la que ocurrió en ese momento– era suficientemente grande. Eso aumenta el costo de servir la deuda que teníamos en dólares, y tiene un costo adicional de 0,7.

Uno podría pensar que además, debido a las condiciones mundiales, las tasas de interés subieron, lo que le agrega más. Haciendo toda la cuenta vemos que el 3 por ciento era el ajuste necesario en el año 1998, si se hubiera considerado que había una devaluación real de equilibrio que no veíamos, y el tema del frenazo.

### ¿ERA PEQUEÑO EL AJUSTE REQUERIDO?

Cuando veo este número pienso que es pequeño, es decir, Brasil puede hacerlo. Es verdad que el 3 por ciento de producto para Brasil es diferente que para la Argentina pero dejemos esos detalles, vemos que Turquía puede hacer ajustes más fuertes.

Pero esto que estoy calculando es con el beneficio de haber visto cómo

pasó toda la historia. En ese momento si alguien decía que había que realizar un ajuste del 3 por ciento parecía totalmente descabellado. Vimos que Ricardo López Murphy cuando trató de hacer un ajuste de menos del 1 por ciento tuvo una reacción virulenta. Realmente no estábamos tan lejos, si hubiéramos hecho el 3 por ciento estábamos bien. Ahí es donde se vuelve muy interesante el tema del frenazo porque no afecta sólo al sector público, es un tema sistémico, del país como un todo.

Entonces, lo que necesita el fisco, ¿de dónde lo obtiene? Se lo tiene que sacar al sector privado que está sufriendo también el frenazo. Ésta es una situación diferente a un fisco que está desequilibrado simplemente pero el sector privado está en buenas condiciones, en donde el fisco está haciendo las cosas mal, que se sobreendeudó. Un frenazo es un corte a la entrada de capital.

Pero, ¿por qué ocurren esas cosas? Todavía no sabemos. Ocurren en todas partes y no tengo una muy buena explicación todavía.

Entonces el frenazo no está haciendo daño sólo al sector público, está haciendo daño al sector privado. Ahí es donde se vuelve la complicación muy importante y ahí es donde digo que la cuestión fiscal puramente no explica el problema que tenía la Argentina. La Argentina como un todo estaba teniendo problemas de acceso al mercado de capitales. Había subido el costo de capital y realmente había dejado de entrar antes al sector privado que al sector público. El sector público se ajustó después, pero el sector privado voluntariamente, debido a que estaba enfrentando condiciones mucho más complicadas, deja de tomar antes; es decir, el sector privado estaba sufriendo el frenazo. Entonces el gobierno, como todo se le complicó, arregló las cosas poniendo un impuesto. De esta manera intenta solucionarlas fiscalmente pero no arregla el problema del frenazo al sector privado, en principio. Eso es lo que me lleva a pensar que no era tan chico el ajuste del 3 por ciento.

Entonces, ¿a quién le agrego un impuesto? ¿Al sector firmas que estaba sufriendo el frenazo? No, se lo tengo que agregar a los consumidores o bajando gasto público, ambas cosas terriblemente complicadas.

Una posible explicación es que José Luis Machinea trata la opción uno y que Cavallo trata la opción dos bajando los salarios, por ejemplo. Ninguna de las dos llegaba al 3 por ciento y políticamente ambas fueron terriblemente complicadas.

Creo que nosotros, los economistas, no lo entendíamos bien y en consecuencia no lo podíamos transmitir, entonces ¿por qué el público aceptaría un impuesto que se imponía por razones que nadie lo podía explicar demasiado bien? Creo que ésta es una posible explicación. Además, la convertibilidad daba una semblanza de que todo estaba bien, y había tal vez una necesidad de depreciar el tipo de cambio pero teníamos suficientes reservas y un sistema financiero fuerte como para mantener la tasa nominal de cambio, eso lo puedo mantener en la peor de las circunstancias si tengo suficientes reservas.

Ahora, el ajuste lo tendría que hacer el nivel de precios y lo iba haciendo de a poco, que es lo que vimos. Muchos opinan que el sector privado se ajustó rápido, y yo he visto trabajos interesantes donde se muestra que sí, que efectivamente el sector privado se ajustaba rápido. Pero al mismo tiempo el sector

privado tenía deudas en dólares, entonces uno solucionaba un problema de ajuste pero tenía un problema financiero que se le armaba por el otro lado. El sector privado iba al equilibrio pero iba también al suicidio bajando los precios por las deudas en dólares que tenía, y probablemente eso contribuyó a que los precios bajaran más lento de lo que debieron hacerlo.

Por otra parte, el resto de la región en el año 2000 por ejemplo, que es cuando ya se debió haber hecho el ajuste y de hecho lo empezamos a hacer nosotros (sólo el fiscal), tenía una pequeña recuperación.

Después de todo esto íbamos a tener este ajuste puramente fiscal a través de impuestos que iban a recaer básicamente sobre los consumidores. Es decir, si lo hacíamos recaer sobre los productores, entonces les hacíamos la vida aún más difícil e iba a haber una recesión más profunda, el gobierno iba a recaudar menos e iba a tener que poner más impuestos. Esto llevaba a un círculo que es vicioso, porque no se puede arreglar un problema que es global con una solución parcial, soluciona el problema del Estado pero no necesariamente el problema del sector privado. Entonces era cuestión de caerle al que pudiera pagar sin romper el sistema productivo ni la intermediación financiera: era el pobre consumidor, al que en cierto sentido Machinea le cae.

Fue muy complicado, pero en ningún momento hablábamos de que el otro elemento del gasto, muy importante, que era el costo de servir la deuda se ajustara. Entonces, mirado así, uno ve perfectamente la resistencia de los grupos, es decir, “no me caigas sólo a mí, también caé sobre la deuda”. La idea era, sin embargo, que si le caíamos a la deuda entrábamos en un sistema completamente diferente donde perdíamos acceso al mercado de capitales y eso era un desbarajuste, lo que es verdad. Pero este ajuste fiscal además lo estábamos haciendo en un contexto donde el capital estaba huyendo de los emergentes, lo que estábamos diciendo es que si adquiríamos confianza nos iban a prestar. Es todo lo que teníamos que hacer, adquirir confianza. Creo que eso se pudo hacer en 1996 cuando se hizo el ajuste fiscal porque los capitales volvieron a entrar en todos los emergentes, entonces el ajuste fiscal de ese estilo da una buena señal y ahí el capital vuelve.

Pero cuando el capital estaba huyendo y no se entendía muy bien el motivo se pensó que el ajuste fiscal nos iba a traer capitales. Pero ahora mirando hacia atrás pienso que iba a ser muy difícil porque se estaban yendo de todas partes, de Chile también. Entonces ¿nosotros íbamos a tener que ser mejores que Chile? ¿Qué ajustes íbamos a tener que hacer hasta que al fin dijese que esto era posible? ¿El ajuste debía caer sobre el sector privado? Es decir, ¿qué es lo que pasó? Wall Street nos miró y dijo: “Hicieron un ajuste pero ahora la economía no crece”; entonces ahí se acabó el juego.

Creo que cuando se llegó a ese momento era muy difícil dar marcha atrás, y no hablaré sobre cómo se soluciona la crisis, eso ya es parte de otro capítulo; pero creo que éstos son los elementos importantes y la Argentina no tenía variables de ajuste como la tasa de cambio. Aunque la hubiese tenido, la tasa de cambio no hubiese sido un instrumento efectivo porque las deudas estaban en dólares, y no puedo arreglar un problema en dólares devaluando.

**CONCLUSIONES SOBRE EL ORIGEN DE LA CRISIS**

Entonces, ahí están básicamente las conclusiones. Creo que tiene mucho que ver la estructura financiera que tenía la Argentina, la estructura en dólares. Estamos haciendo un trabajo empírico en este momento para explicar los *sudden stops* o frenazos y es sorprendente cómo la dolarización es un factor que entra siempre significativamente y aumenta en forma considerable la probabilidad de un frenazo, las dolarizaciones parciales, la dolarización total no, por lo menos si uno mira los pocos ejemplos que hay. Panamá no ha tenido frenazos a través de todo esto, se muere de risa en el sector, tiene otros inconvenientes pero no este tipo de problema. Pero, en fin, ahí es donde creo que termina esta historia y ahora la pregunta es hacia dónde vamos, porque eso crece, y lo miro con esperanzas.

**EL FUTURO: PUNTOS CLAVE**

¿Hacia dónde vamos? Primero, estamos con condiciones externas mucho mejores. Creo que en este contexto redolarizar es volver el reloj atrás, sería un error; pero desdolarizar no será fácil. Cuando uno desdolariza en un país como la Argentina que quiere basar su economía en el peso, no es que la cuestión fiscal es menos problemática que si uno está dolarizado. No me referiré al tema, pero creo que hay un error que se repite con tanta frecuencia que al fin se puede transformar en una “verdad”. Estar en pesos no nos da más flexibilidad fiscal, es un lujo tener moneda propia, y para que ésta sea

**GRÁFICO 5**  
**CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS PARA LOS MERCADOS EMERGENTES**  
 (EMBI+ ajustado por la Argentina, pbs)



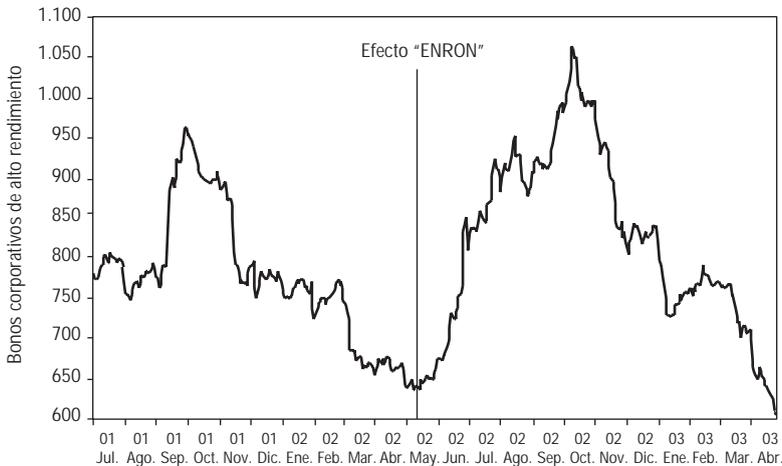
respetada debe tenerse una posición fiscal aún más fuerte. Panamá puede darse el lujo de tener indisciplina fiscal porque está dolarizado. En una economía la credibilidad de la moneda depende indudablemente de la política fiscal y monetaria; pero la fiscal es fundamental. Así que si vamos a ir a un régimen de flotación no nos engañemos, la cuestión fiscal es aún más importante para mi gusto.

Aquí están los puntos centrales: establecer un control a la entrada de capitales no parece muy promisorio, la desdolarización es difícil y estamos en condiciones favorables.

Creo que es el momento de sacarse la deuda, hay una deuda todavía muy grande a pesar de la reestructuración; y además quiero terminar con un punto que es llevar al sector público una institución como FIEL, el Consejo de Asesores Económicos (CAE), que tiene un equivalente en los Estados Unidos que es el Council of Economic Advisors.

He estado una semana en la Argentina, he hablado con mucha gente y hay una desorientación total sobre qué hará la Argentina de acá en adelante y no es para culpar a nadie, simplemente parece un hecho. Tenemos que pensar muy en serio cómo hacemos, esto no se hace a los bofetones, se hace pensando con la mejor gente que tengamos en el país y en el exterior. Por eso sugiero como una de las ideas tener algún grupo que esté pensante, que esté en coordinación, en contacto directo con el presidente, que responda al presidente indudablemente; pero que tenga las mejores mentes. El CEA es un grupo muy pequeño pero muy prestigioso en los Estados Unidos, y creo que necesitamos eso.

GRÁFICO 6  
EFECTO "ENRON" Y BONOS CORPORATIVOS USA DE ALTO RENDIMIENTO  
(Bonos corporativos USA de alto rendimiento, pbs sobre bonos del Tesoro norteamericano)



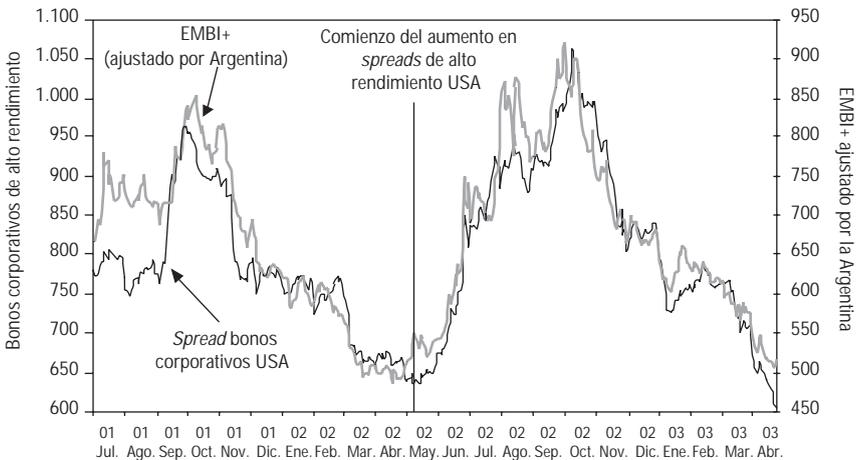
Mirando hacia el futuro uno se pregunta: ¿por qué en el corto plazo no le va bien a todo el mundo emergente? Acá ven el riesgo país que llega al máximo en octubre del año pasado y luego se desploma, le pasa lo mismo a los papeles de alto riesgo de los Estados Unidos, fijense qué parecido.

**EFFECTO ENRON Y MERCADOS EMERGENTES**

Si vemos el gráfico anterior y el siguiente juntos hay una correlación espectacular entre ambas cosas, esto sugiere que parte de lo que está ocurriendo en América latina viene desde afuera.

Otra vez, son los shocks que vienen de afuera, en parte, porque ha mejorado la situación en el sector corporativo de alto riesgo de los Estados Unidos. Lo de ENRON pareció que se iba a generalizar y eso no está sucediendo, ésa es una posible explicación que la gente de mercado cree razonable. Esto se fue hacia abajo, fijense aun en plena guerra de Irak, totalmente indiferente y esto le pasa a todos los países de América latina si miramos uno por uno.

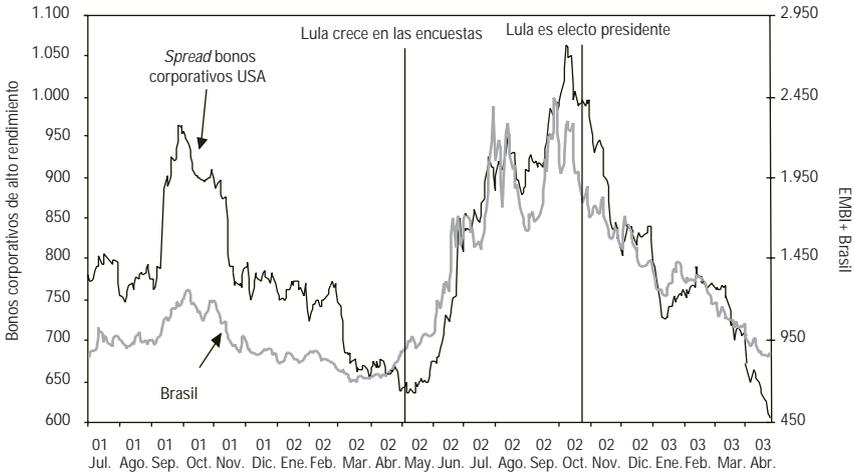
**GRÁFICO 7**  
**EFFECTO “ENRON” Y MERCADOS EMERGENTES**  
 (EMBI+, exc. Argentina y bonos corporativos USA de alto rendimiento, pbs sobre bonos del Tesoro norteamericano)



**EFFECTO ENRON Y BRASIL**

En particular le pasó a Brasil, acá lo ven ustedes. Con Brasil es muy curioso lo que sucede, cosa de mandinga a veces digo yo, porque el riesgo en

**GRÁFICO 8**  
**EFFECTO ENRON Y BRASIL**  
 (EMBI+ Brasil y bonos corporativos USA de alto rendimiento,  
 pbs sobre bonos del Tesoro norteamericano)



Brasil sube cuando Lula crece en las encuestas y todo el mundo pensó que era porque Lula se había hecho popular, porque iba repudiar la deuda, etc. Pero cuando Lula es electo y empieza a hacer esos anuncios positivos pro mercado, se va hacia abajo. Entonces si uno mira esto cree que Lula es responsable de la suba y de la baja; pero cuando uno observa que eso le pasó a todo el mundo empieza a dudar de que sea tan poderoso como para afectar en Filipinas, por ejemplo, eso ya es demasiado. Más bien uno piensa que si el efecto viene de algún lado tal vez sea del norte, y tiene algo que ver con esa liquidez internacional que está dando vueltas por ahí.

De todas maneras eso es lo que está pasando ahora y creo que refuerza la situación de Brasil, pero al mismo tiempo nos tiene que hacer pensar que vivimos en un mundo de sube y baja y eso todavía no acabó. Ahora estamos en la parte buena de ese ciclo.

### ¿DES DOLARIZACIÓN?

Hay dos o tres observaciones que realizaré para cerrar, una es el tema de la desdolarización.

Creo que, en principio, dado que se hizo y se pagó durísimo por desdolarizar, debemos probar vivir con el peso. Podemos hacerlo en una economía donde puedo usar política monetaria y cuando es necesario devaluar para hacer los ajustes, y no necesito depender tanto del nivel de precios; creo que no habría ningún economista en el mundo que diga que eso es malo, es una

variable más que uno tiene, así que probémoslo. Pero la desdolarización del sector privado no es nada fácil. Otra vez, he pasado la semana hablando con mucha gente y cuando he querido o pensado en comprar lo que sea todo el mundo me habla en dólares, no noté ninguna diferencia por ese lado, los contratos que uno hace los hace en dólares. Entonces esa desdolarización, ¿cómo la haremos? Además, la deuda del sector público no puede estar aumentando porque posiblemente eso va a significar que sea deuda en dólares.

La política monetaria debería estar desligada del tipo de cambio nominal, porque si insisto en que quiero un dólar de tres, insisto e insisto, quizá me van a creer que la tasa de cambio es tres y se produce una serie de complicaciones de las que hablé el otro día en las Jornadas del Banco Central. Entonces, a lo mejor me dolarizo de nuevo porque me estoy haciendo menos caro al hacerlo, ya que la tasa de cambio me la están garantizando y puedo tratar con un extranjero mucho mejor en dólares que en pesos, entonces termino haciendo ese contrato. Cuando hago ese contrato viene el Banco Central y dice: "Yo dejaría ahí la tasa de cambio; pero si pasa eso se cae todo". Vayan ustedes a Perú y es explícito lo que dice el Banco Central. Ese país tiene tasa de cambio fluctuante, tiene una dolarización de más del 80 por ciento de los depósitos y no dejan la tasa de cambio, intentaron en 1998, la dejaron ir rápido y les aumentó la tasa de morosidad enormemente, entonces ahí se detuvieron. Miren a Uruguay que ha dejado ir la tasa de cambio y ahora tiene un gran de problema con deudores en dólares. Ésos son problemas muy serios, y cuando sucede queda enganchado el Banco Central, pierde la libertad.

Entonces creo que eso también hay que hacerlo, será penoso, pero lo tenemos que hacer rápido dado que si ahora decimos que no lo hacemos porque hay una transición, después nos encontraremos enganchados con un sistema equivalente.

## ¿CONTROL A LA ENTRADA DE CAPITALES?

Entonces, creo que hay que encontrar una manera de mantener esta desdolarización y lo único que me viene a la mente, y no es una gran idea pero le funcionó a Chile, es el control de entrada de capitales. Sin embargo quiero aclararles que en Chile, según un trabajo de Rodrigo Valdés, llevó treinta años establecer esa unidad de cuenta, así que no es una cosa que se pueda hacer rápido. El otro día Bolivia trató de introducir papeles indexados y no tuvo mercado. Pero yo creo que acá los capitales están adentro ya, es decir, hay un montón de dinero debajo del colchón, con que directamente se meta en el sistema financiero lo reactivará enormemente. Entonces si a mí me preocupa eso, debería tratar de controlarse la expansión del crédito, a lo mejor uno puede decir que no le gusta hacerlo, pero puede hacerse a través de encajes o cuestiones por el estilo. Pero el diablo ya está adentro, así que no veo que eso sea muy efectivo.

La última observación que haría con respecto a esto es que Chile tuvo controles a la entrada de capital y es el país que tuvo la salida más grande

de capitales. No debe haber una correlación entre una cosa y otra, es decir yo puedo querer que entre capital de largo plazo porque no entra, pero resulta que está adentro, y lo que fue alguna vez largo plazo después de un tiempo va a ser de corto plazo. Eso y otras consideraciones lo llevan a uno a pensar que para controlar la salida de capitales lo único que quedaría es control directo sobre eso, lo que es muy difícil.

### ¿CREAR EL CAE?

Finalmente, termino con una idea que creo que deberíamos pensar seriamente. Me puse a mirar con algo más de detalle cómo funcionaba esto del CAE. Es un pequeño grupo de tres economistas senior y alrededor de diez junior, que además no tienen ninguna estructura burocrática, tendrá dos o tres secretarías, creo que tienen un estadístico, un econometrista y nada más; y su estadía en el puesto es de dos a tres años porque están enseñando (se toman licencia por uno o dos años y luego vuelven). Se extraen de las mejores universidades, asesoran directamente al presidente, tienen mucho más tiempo que el resto del gobierno para pensar, para buscar otras opiniones. Ha traído lo mejor de lo mejor pero fíjense que con diferentes colores, aquí tienen al caballero Stiglitz, por ejemplo. Pero toda esta gente ha estado asociada de alguna u otra manera, y hay muchos más nombres de altísimo prestigio. Se considera, además, una de las posiciones más atractivas por parte de los académicos.

Entonces creo que dada la complejidad de los problemas que nosotros estamos enfrentando, la necesidad de buscar consenso, de demostrarle a la gente que los gobiernos son serios, es el momento de crear algo así tan pequeño donde se proponga el cambio fluctuante desde el principio. Eso va a doler, todos los sistemas duelen. El sistema que no duele, lamentablemente, es el sistema acomodaticio y ese sistema lleva a inflación, ese sistema ya lo hemos vivido tantas veces que por supuesto todos sabemos que no lo queremos. Entonces tenemos que elegir entre dos maneras de atarnos un poco las manos: o nos atamos con el dólar o con algún tipo de cambio fijo o nos atamos con la cantidad de dinero o *inflation targeting*, pero tenemos que atarnos en ambas. Y habrá circunstancias donde atarse será pensado como algo lamentable, pero eso siempre pasa con cualquier disciplina; y lo peor es abandonarla cuando duele un poquito.



---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS

**Moderador:** Dado que es tan difícil desdolarizar, como usted mismo acaba de marcar, que además el sector privado está dolarizado, que la pesificación no nos salva del equilibrio fiscal, ¿por qué no dolarizamos? Para completar la pregunta, acá hay algunos comentarios sobre algo más institucional, incluso como una unión monetaria con Estados Unidos.

**Guillermo Calvo:** Escribí en su momento a favor de la dolarización, cuando teníamos la convertibilidad, porque me parecía que iba a reforzar el sistema. Hoy observando estas crisis veo que no es la dolarización en sí, sino cuando las deudas se toman en término de un objeto que no se produce: los transables. Cuando se producen no transables es complicado, si es que hay cambios entre ese precio relativo entre transables y no transables. Eso lo hemos visto no sólo en la Argentina sino en otros países. Entonces hoy día estoy empezando a tener dudas sobre una solución, que en muchos aspectos es muy atractiva, como la dolarización.

Creo que para dolarizar necesitamos tener un sistema financiero que al menos sea contingente a ese precio relativo. Por ejemplo, me preocuparía mucho menos que se dolarice, en el sentido estricto de adoptar el dólar como moneda, si el sistema financiero siguiera operando indexado a un nivel de precios domésticos. Eso se puede hacer perfectamente, no es inconsistente con la dolarización, estoy dolarizado pero al mismo tiempo mis deudas están indexadas al nivel del CPA, al IPC del país en el que estoy. Eso me preocuparía menos. Pero creo que necesito algún tipo de instrumento financiero como ése para evitar el desbarajuste que causa el cambio de precios relativos, por eso digo sólo dolarizar no necesariamente nos lleva a un sistema que evita este tipo de problemas. Es decir, no se podrá devaluar nominalmente, pero habrá una depresión de los precios por mucho tiempo.

Además, hay complicaciones que hay que arreglar, por ejemplo, estoy muy preocupado en el caso de Ecuador. Ecuador está totalmente dolarizado pero los precios públicos, los salarios públicos están en dólares, no están indexados a nada. Entonces, ahora da la impresión de que Ecuador ha tenido un *overshooting* de la tasa de cambio, una apreciación muy grande de la tasa

de cambio, y eso debería revertirse. Pero para revertirse deberían caer los salarios públicos y ahí van a tener el mismo tipo de problema que tenemos nosotros. Entonces también, por ejemplo, los salarios públicos deberían ser flexibles, una serie de cosas que nosotros no teníamos. Si esas cosas se pueden poner en su lugar, entonces dadas las preferencias del sector privado, no vería ningún problema fundamental.

**Moderador:** Puede ser que el problema fiscal no fuese el determinante, sino la rigidez que resultó de la dolarización. Pero la dolarización más convertibilidad fueron consecuencia de los déficit fiscales de los setenta y los ochenta, *ergo*, el origen más lejano fue fiscal. ¿Está usted de acuerdo con esto?

**Guillermo Calvo:** Totalmente, no hay duda. Las razones más profundas son que no hemos tenido responsabilidad fiscal y la variable de ajuste ha sido la tasa de inflación. Por eso si queremos pesificar de verdad y mantener un sistema pesificado de verdad, deberemos tener un sistema fiscal aún más fuerte. Estoy de acuerdo con la cuestión fiscal, no hay duda. Con esto lo único que quiero indicar es que uno puede ver otros países que tienen problemas fiscales y no tienen un desbarajuste tan grande como el nuestro. Creo que lo que nos ocurrió a nosotros es que la devaluación hace que muchos préstamos no se puedan pagar, entonces se rompe el sistema financiero, y cuando se rompe el sistema financiero aparecen todos los grupos de poder. Se acaba el mercado lógicamente. Cuando se rompe un mercado en situaciones en que no hay contratos contingentes aparece el gobierno, que es el único que puede determinar quién gana y quién pierde. Pero en ese proceso se mete todo el mundo y no se produce. Eso tiene un costo enorme.

**Moderador:** Cuando usted planteaba la trampa del frenazo decía que tenía que hacer el ajuste fiscal del sector público, pero había que hacerlo caer sobre el sector privado, que a su vez tiene deudas en dólares, etc. Entonces se plantea el problema de cómo hacerlo. ¿Qué rol tienen los organismos multilaterales en toda esta historia?

**Guillermo Calvo:** Creamos el FMI y las otras instituciones, pero el Fondo en particular, para que los países no tuvieran que devaluar competitivamente, y ofrecerles financiación en un contexto en el que no existía la movilidad de capital que tenemos hoy día. Si miramos los fondos que tenía el FMI en el año 1948, los comparamos con los que tiene ahora y los ponemos al día usando un índice de precios, vemos que el FMI de hoy día es insignificante con respecto al de 1948. Además, el Fondo de hoy día se mueve en un medio en el que, además del movimiento de bienes, tenemos movimientos muy fuertes de capitales.

Entonces el Fondo ha quedado muy reducido, y eso se ve en la práctica. El Fondo es un auditor, viene a analizar las cuentas y decirle al sector privado si éstas cierran o no; y muchas veces tendrá que escuchar lo que le dice el sector privado; y para establecer su credibilidad pone un poquito de dinero sobre la mesa. Si ustedes miran todos los paquetazos que hubo, los grandes,

los importantes, encuentran que el dinero viene de otra parte, básicamente, del sector privado. Entonces, lo que veo es que no hemos hecho un *up dating* del Fondo y no creo que exista la voluntad de hacerlo, porque el Fondo se crea después de dos guerras mundiales, creo que estas grandes instituciones se crean por las grandes guerras.

Ahora lo que tenemos es un problema de seguridad mundial que no está basado en América latina sino en el Cercano Oriente, nosotros estamos afuera. Tampoco estamos en el norte de América latina que tiene el problema de las drogas. Es decir, estamos ahí abajo, con las estancias, los lugares lindos para venir a pescar truchas. Una zona como la Argentina en particular, si necesitara apoyo no cambiará la arquitectura financiera internacional. Entonces creo que de hecho el FMI no tiene fondos y las otras instituciones que están pegadas al Fondo tienen también una capacidad limitada. Por ejemplo, nosotros tenemos fondos de emergencia que son muy pequeños, entonces la capacidad de ser prestamista de última instancia no está ahí. El Banco Mundial, el BID prestarán para proyectos de mediano o largo plazo, cuestiones por el estilo, pero eso es otro tema completamente diferente. Para sustentar estas economías creo que directamente no hay recursos suficientes.

**Moderador:** La imprevisión del frenazo ¿debería hacer pagar sus costos a los acreedores de empresas que se endeudaron mal? Es decir, usted planteó que una alternativa para afrontar los costos del frenazo era por medio de la baja del gasto público, o aumento de impuesto; digamos, lo que intentaron por un lado Machinea y por otro lado Cavallo. Pero daba la impresión de que estaba sugiriendo que, en realidad, había que hacer recaer más los costos sobre los acreedores. ¿Que grado de *involvement* tienen los acreedores en esta historia?

**Guillermo Calvo:** Claro, es evidente y además así funcionaba el mercado. El mercado cobra tasas de interés más altas, el famoso riesgo país, porque piensa que hay circunstancias en las que no podremos pagar. Es decir, que no es un pecado mortal no pagar para el sector privado. El problema es que no tenemos reglas, por eso estas ideas que tenía Anne Krueger que han salido del Fondo, que no están prosperando hoy día pero de todas maneras son ideas que están bien inspiradas. Es decir, busquemos maneras para que llegados ciertos momentos se pueda ordenar la situación y que nadie piense que el país no es responsable sino que ha sido objeto de un shock inesperado demasiado grande, donde habrá que hacer un ajuste por todo el mundo y, en particular, el sector privado. Ahí no hay ningún problema porque el sector privado ya se protegió antes de eso, si entiende las reglas de juego fantástico.

¿Cuál es el problema? No tenemos un policía, entonces cuando el sector público es juez y parte, en un país soberano, y dice "No puedo pagar, no te pago", no hay nadie más que aparezca ahí. Es lo mismo que si fuera al banco y dijera que puedo pagar y no lo hago. Bueno, ahí tengo un problema como individuo porque hay una ley, me quitarán la casa, harán una serie de cosas. A un país soberano no se le puede hacer. Por eso digo: necesitamos otra arquitectura, de lo contrario dejaremos que el gobierno sea juez y parte.

Si el gobierno decide un día que no puede pagar, el sector privado mira sus cuentas y hace lo mismo, en primer lugar, no paga los impuestos, que es lo que pasó. En definitiva, se rompen totalmente los derechos de propiedad pero de una manera más o menos endógena, donde puedo tener la ley que quieran pero cuando todos robamos o somos criminales nadie es criminal.

Entonces, ese gran desorden que se origina es muy serio porque, repito, es un problema de tomarse la ley en las manos. Cuando uno dice que no pagará, cuando el Estado dice que tampoco va a hacerlo, está agarrando la ley con las manos, no hay principios. Además, como no hay leyes internacionales que protejan eso o que, por lo menos, permitan solucionarlo de manera prolija y rápida, toda la situación se paraliza. Mientras tanto no hay acceso al mercado de capitales y la situación de hemorragia no se detiene, continúa porque no hay instrumentos para pararla. Ése es un factor que está faltando y hace que las instituciones internacionales, tal como están diseñadas, excepto que tengamos ahora el *cop*, puedan dar un poco más de colchón. Pero la institución internacional como está, no se ve muy apropiada para este trabajo.

**Moderador:** Hay varias preguntas sobre la moneda única con Brasil, ¿quiere arriesgarse?

**Guillermo Calvo:** Honestamente, es un tema que no responderé ahora porque quisiera pensar sobre él, así que les prometo que la próxima tal vez, estoy un poco desorientado. Es decir, cuando miro la Argentina y Brasil, una devaluación de Brasil, una devaluación de la Argentina crea problemas inmediatamente. Esta mañana estaba con la gente de la UIA y era uno de los temas que circulaba. Pero hace dos días estuve con el asesor del Presidente del Banco Central de Canadá y me decía que no importa cómo se mueva la tasa de cambio, nos importa por otras consideraciones, pero no afecta el comercio. Fíjense el peso mexicano con respecto al dólar, se ha estado moviendo mucho, se apreció sobremanera, se depreció inmensamente; todavía no he escuchado a nadie que diga que eso está haciendo daño, a lo mejor lo está haciendo. Pero la sensibilidad que veo en la Argentina en esa tasa de cambio es espectacular porque ya hoy día se está hablando de esa tasa de cambio, entonces quisiera poder entenderla un poco mejor por eso no daré una respuesta, pero quisiera hablar del tema porque es bien interesante ¿Por qué es tan sensible acá? ¿Por qué es tan sensible en Europa? Fíjense que se llega a la unidad europea a pesar de lo que los economistas recomendaron. La mayoría de los economistas europeos estaban en contra de eso porque decían que tenían shocks asimétricos, todas esas cosas que dicen los economistas y nos preocupan. Sin embargo los políticos decidieron avanzar hacia la unidad, porque no querían una tercera guerra mundial. Es decir, para ellos también es muy importante aparentemente la tasa de cambio bilateral, entonces ¿qué es lo que hace que en un caso sea importante y en otro no? No tengo la respuesta, pero es un lindo tema.

**Moderador:** Con respecto a la conformación del CAE (Consejo de Asesores

Económicos), ¿cómo compatibilizar a Lavagna, Lo Vuolo, Carbonetto, Sze-wach, Artana, Roque Fernández, Pedro Pou y otros entre sí?

Siguiendo sus sugerencias sobre el CAE, ¿qué ocurre si lo que ellos piensan no coincide con la opinión del ministro de Economía?

**Guillermo Calvo:** Creo que los economistas diferimos sobre cosas de las que sabemos muy poco, y es de esperar. Sobre la tasa de cambio, que es una variable muy complicada, podemos diferir mucho, pelearnos mucho; pero hay otras cosas donde hay muchas más ideas comunes. Todos los temas microeconómicos, todos los temas de distorsiones, creo que la mayoría de los economistas estarían de acuerdo en muchas cosas. Fijense, en esa lista que les mostré estaba Stiglitz, por ejemplo. Todo el mundo, creo, tiene en sus listas la reforma del sistema financiero, una reforma fiscal, son dos reformas muy serias, muy importantes donde lo que querría es tener un grupo de economistas que esté pensando sobre esas cosas, que comente cuál es la evidencia en el mundo, que lo piense en términos de la Argentina seriamente y que le lleven al presidente y al ministro de Economía las opciones confeccionadas sobre bases analíticas. La mayoría de los economistas tienen un esquema común sobre las cosas básicas, y eso es lo que creo que este grupo podría proveerle, no una decisión, sino un análisis serio. Después que el político y el ministro de Economía, que es político en su función, elijan.



## **PANEL III**

**La macro después de las elecciones**





---

RICARDO ARRIAZU\*

## INTRODUCCIÓN

Comenzaré señalando, brevemente, tres cosas sobre la coyuntura actual. En primer lugar, distinguiré entre recuperación, crecimiento y desarrollo sustentable: recuperación es cuando tenemos capacidad ociosa, están saliendo capitales y repentinamente salen menos, aumenta la demanda interna y usamos más de la capacidad ociosa; crecimiento es cuando aumenta la capacidad de producción, la inversión supera la amortización de los bienes de capital, y desarrollo sustentable es cuando todas las variables sociales, políticas y económicas se mueven en forma armoniosa para evitar que se produzcan shocks lo suficientemente grandes que interrumpan el proceso de desarrollo.

Claramente, en la Argentina estamos en este momento en la primera etapa: la economía creció en el primer trimestre alrededor del 11 por ciento, básicamente con menor salida de capitales con respecto al año pasado. Los economistas estamos discutiendo si la economía se está desacelerando o no, los datos del mes de abril de importaciones con un crecimiento del 82 por ciento indicarían que no. Pero evidentemente no puede seguir a este ritmo y si la economía de ahora en adelante creciera cero terminaríamos el año con 4 por ciento. La posibilidad de un año negativo tendría que ser un desastre desde el punto de vista político.

¿Por qué estamos en esta situación? Porque tenemos la paradoja de un sector público quebrado, un sector privado y un sector financiero como mínimo con patrimonios cuestionables y con crecientes excedentes de caja, resultado de no invertir y de no pagar. Siempre digo que como tucumano me debería haber dado cuenta hace de eso muchos años: en Tucumán la típica costumbre es hacer una casa más grande de lo que uno puede, nunca hacerle mantenimiento y pedir prestado para no pagar. El tema es pensar de aquí en adelante y para eso tenemos que comenzar con los problemas pendientes.

\* Ricardo H. Arriazu & Asociados.

## PROBLEMAS PENDIENTES

¿Cuáles son los dos problemas más importantes de la economía argentina? Los problemas patrimoniales de los sectores privado, público y financiero, y los sectores proveedores de servicios públicos. El 80 por ciento de los sectores productores, la totalidad del sector financiero y el sector público tienen patrimonios cuestionables, para no decir que están quebrados, y al mismo tiempo están rotos los contratos. Esto hace enormemente difícil transar en la economía.

¿Cuál es la solución de los problemas pendientes? Estuvieron viendo hoy muchos de estos temas en forma separada, y lo único que quiero agregar es que estamos en equilibrio general: la solución debe ser simultánea, la idea de hacer la solución paso por paso no va.

## SOLUCIÓN DE LOS PROBLEMAS PENDIENTES

Es típico escuchar a las empresas en dificultades y en default afirmando que tendrán una quita de los bancos, y entonces ¿quién resuelve el problema de los bancos? Si no resolvemos la parte de los activos de los bancos y la parte patrimonial de las empresas en forma simultánea no tenemos manera de resolver el problema.

El segundo problema es que la solución tiene que ser intertemporal, es decir, verán ustedes que es imposible resolver los problemas hoy en el momento cero, con los contratos en esta situación; pero sí es posible resolverlos a través del tiempo y creo que debemos ser un país confiable, tanto en el sector público como en el privado.

Éste es el mayor ejercicio de reestructuración de un país y de una empresa en la historia y es la primera vez que se da simultáneamente la resolución del problema del sector público y del sector privado, pero además con un agregado: en la década del noventa hicimos una reforma del sistema de seguridad social. Deben estar cansados de escucharme comentar los problemas contables que causa la contabilidad pública. Sus deficiencias jugarán a favor de aquí en adelante.

La clave es cuál es el superávit primario o el resultado operativo en el caso de una empresa suficiente para pagar el servicio de la deuda reestructurada y, ¿qué es lo que ocurre? En el corto plazo no nos alcanza, sea cual fuere el supuesto que hagamos, y en el largo plazo, con supuestos optimistas, nos sobra. Entonces correremos el riesgo de tener un gran problema ahora y que en el futuro malgastemos el dinero.

La solución obvia es, claramente, hacer un *matching* entre la estructura de superávit primario que uno prevé y la estructura del servicio de la deuda acordada. ¿Cuál es el gran problema? Tenemos que decirle a los acreedores públicos y privados que por ahora no les podremos pagar lo que debemos, pero en el futuro les pagaremos más; promesa hecha por un país que nunca cumplió lo que prometió.

**ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y SOLVENCIA INTERTEMPORAL**

Eso implica que éste no solamente es un gran ejercicio de reestructuración financiera y de seriedad, sino además es un ejercicio de instrumentación, garantías, colaterales; es decir, de cómo hacemos para ser nuevamente confiables en el mundo.

Básicamente ésta es la deuda pública de la Argentina, el único número que quiero mostrar es 164.000 millones al 31 de marzo. Recuerden que eran 144.000 millones al momento de la devaluación, con la pesificación bajó a 122.000 millones y ahora no deja de subir porque en el fondo con la devaluación nunca determinamos quiénes iban a pagar las pérdidas. Supusimos que pagarían los extranjeros, los depositantes. Pero lo único que sí dijimos es quién no la paga, y quien no lo hace es aquel que tiene las deudas pesificadas; y que los depositantes no sean quienes pierdan.

**CUADRO 1**  
**LA DEUDA PÚBLICA**

Instrumento	En miles de US\$ Saldo estimado al 31-03-2003	% Particip.
Deuda pública bruta	164.131	100
Mediano y largo plazo	130.121	79
Títulos públicos	65.841	40
Préstamos	64.280	39
Préstamos garantizados	27.213	17
Organismos internacionales	31.209	19
Agencias oficiales	4.287	3
Bancos comerciales	1.279	1
Otros acreedores	291	0
Corto plazo	999	1
Atrasos	14.890	9
Operaciones comprometidas	18.121	11
Bonos provinciales (garantizados por la Repúb.)	9.093	6
Nueva consolidación de deuda	2.528	2
- Bocones	618	0
- Bono BCRA	259	0
- Restitución 13% (empleados públicos)	1.000	1
- YPF	265	0
- Personal militar	176	0
- Provincias y otros	210	0
Restantes BODEN fase 1 y 2	3.853	2
Amparos e indexación asimétrica	2.647	2

Eso requiere entonces que alguien pague en la forma de una deuda pública, y ese alguien somos nosotros y las generaciones futuras.

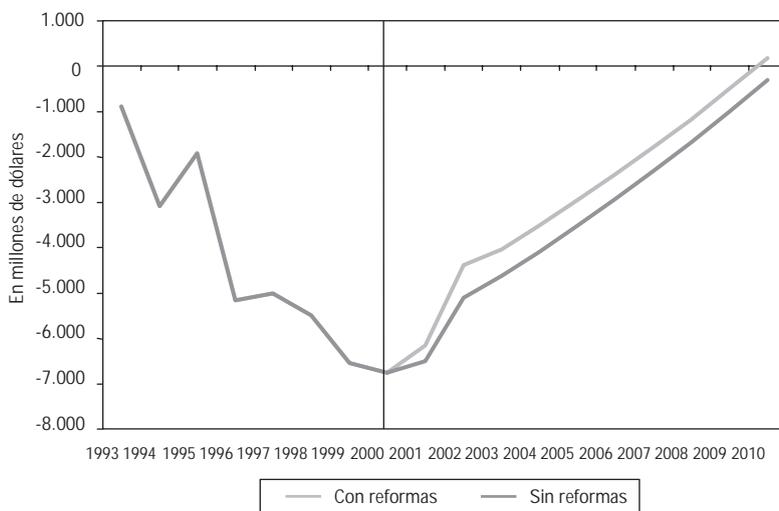
Tomen ese número, aplíquense la tasa de interés que quieran y calculen si podremos pagar realmente los intereses, no los servicios de esa deuda. Verán que al principio no alcanza el superávit primario para pagar los intereses, después sobraré para hacerlo, y ahí tendremos que comenzar a decidir cómo usaremos el dinero.

¿Por qué se habla de fondos anticíclicos? Porque cualquiera sea el sistema cambiario o monetario, en el largo plazo deberemos tener un sistema que no genere inflación, y que haga que financieramente operar, ya sea en un instrumento indexado, en un instrumento en dólares o en un instrumento en pesos, sea equivalente. Ésa es la única manera de evitar las fluctuaciones de unidades de cuenta que tiene la economía.

Todos ustedes saben que soy partidario de un sistema de tipo de cambio fijo y no de un sistema de tipo de cambio flotante porque en la Argentina la unidad de cuenta es el dólar, pero no discutiré ese tema, creo que la Argentina hoy no lo puede aplicar porque nadie le cree.

Eso requiere una gigantesca tarea para poder hacer frente a los shocks que vienen del exterior. El resultado primario saldrá de los ingresos y de los gastos, donde he separado la parte de la seguridad social. Están los ingresos que son función del PBI, los que son función del comercio exterior y función del empleo; y están los gastos discrecionales, los no discrecionales y los que dependen de la demografía.

GRÁFICO 1  
RESULTADO DEL SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL  
EN UN ESCENARIO DE 2% DE CRECIMIENTO



Entonces es un gigantesco ejercicio que tiene que hacer la Argentina para cubrir cada una de estas variables en función de los shocks que la economía va recibiendo.

Esto es nada más para que vean un cálculo hecho en el año 1999 con la deficiente contabilidad pública de cuál sería el resultado de seguridad social, nada más que por razones demográficas. Es decir, si hay algo seguro en la vida es la muerte, y por lo tanto el número de jubilados bajo el sistema de reparto está cayendo. Si cae bajo la contabilidad pública mala, eso aparecerá como una baja de los gastos corrientes. Si la contabilidad fuese buena, no pasaría nada de todo eso.

Esto es algo que no se está tomando en cuenta en ninguno de los cálculos de reestructuración, y son números muy grandes.

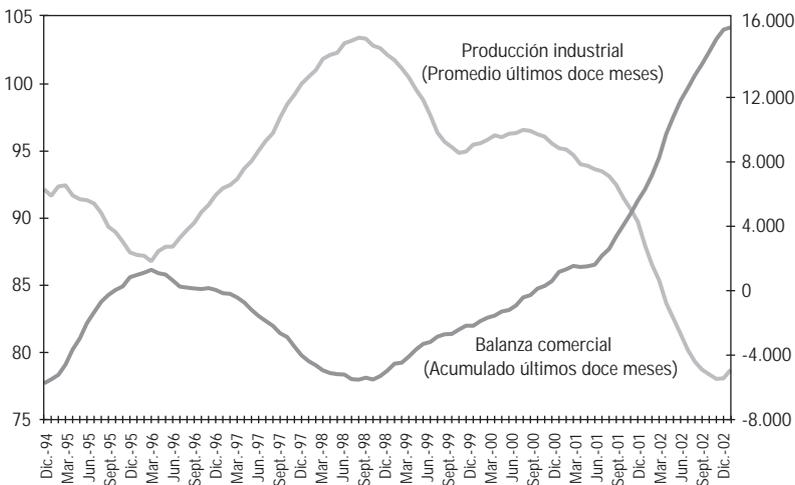
**LOS SHOCKS EXÓGENOS Y SUS EFECTOS MACROECONÓMICOS**

Todo comienza con los shocks. Ustedes acaban de escuchar la exposición de Guillermo Calvo, yo diría que hemos razonado de forma idéntica.

Básicamente, lo que ustedes tienen aquí es el promedio móvil de la balanza comercial y el promedio móvil de la producción industrial. Notarán que son una imagen de espejo. ¿Creen que eso es casualidad? No, toda la contrapartida de la variación en los movimientos de capitales en el sector comerciable se refleja en la balanza comercial, y en el sector no comerciable se refleja en la actividad económica y en las variaciones de la producción de bienes no comerciables.

En el gráfico 2 pueden ver las operaciones de mercados, el total de mer-

**GRÁFICO 2  
BALANZA COMERCIAL VS. PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**



cado y las de no mercado, la contrapartida de bienes y servicios reales, la crisis del tequila que Calvo llamó el frenazo. Como no nos caímos volvimos a subir, luego tuvimos el gran boom de ingreso de capitales que malgastamos. Gastamos todo el dinero y además pedimos prestado para seguir gastando en lugar de hacer fondos anticíclicos. Pero miren luego de Rusia la magnitud del cambio en la demanda agregada producto de los cambios en las transferencias, entre 10 y 15 por ciento en un año. Eso es lo que explica la recesión y los enormes problemas.

Obviamente, al principio usamos los organismos internacionales y las reservas y cuando eso se acabó resolvimos no pagar más, y ahí comenzó la gran crisis. Ahora, si miran trimestralmente notarán cómo esto está cayendo ¿Por qué? Por la codicia. Con tipos de cambio estable, con tasas de interés originalmente del 90 por ciento, con elecciones que se vienen, el argentino pensó que podía sacar cuarenta años de tasas de interés en los Estados Unidos y que sería siempre el vivo que primero entra y primero sale. Eso es lo que está ocurriendo.

Aquí les presento una caracterización de la economía en un escenario po-

CUADRO 2  
TRANSFERENCIAS NETAS AL SECTOR EXTERNO  
(En millones de dólares)

	Sector público no financiero y BCRA (excl. org. int. y var. de reservas)	Sector privado	Total sin org. internac. y variación de reservas	Organismos internac.	Variación de reservas (+ caída; - suba)	TOTAL
1994	1.836	6.282	8.118	489	-682	7.925
1995	1.658	-4.048	-2.390	3.389	102	1.101
1996	5.398	-1.015	4.383	1.321	-3.882	1.822
1997	2.742	6.005	8.747	1.098	-3.273	6.572
1998	2.580	6.362	8.942	2.109	-3.438	7.613
1999	3.880	1.041	4.921	1.230	12.083	4.951
2000	2.180	-2.728	-548	1.856	439	1.747
2001	-9.685	-17.077	-26.762	11.199	12.083	-3.480
2002	-1.181	-15.402	-16.583	-3.319	4.516	-15.386
2001: I	-3.001	-2.545	-5.545	2.671	3.886	1.012
2001: II	-2.958	-387	-3.345	880	1.439	-1.026
2001: III	-2.137	-7.544	-9.681	7.981	262	-1.439
2001: IV	-1.589	-6.602	-8.191	-333	6.497	-2.027
2002: I	-664	-4.472	-5.136	-245	2.187	-3.193
2002: II	-524	-5.409	-5.932	-1.481	3.128	-4.285
2002: III	-343	-3.457	-3.799	-546	215	-4.130
2002: IV	349	-2.065	-1.716	-1.048	-1.014	-3.778

**CUADRO 3**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**PROYECCIÓN ESCENARIO POSITIVO**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PBI (Millones de dólares)	268.697	105.367	126.473	157.565	186.758	211.771	233.622
PBI (% de la variación real anual, precios de 1993)	-4,4%	-10,9%	5,8%	5,7%	6,1%	5,5%	5,0%
PBI per cápita (US\$)	7.341	2.836	3.354	4.117	4.808	5.371	5.838
Inflación CPI (variación anual porcentual)							
Promedio	-1%	26%	17%	18%	13%	8%	6%
Fin de año	-2%	41%	15%	15%	11%	7%	5%
Inflación WPI (variación anual porcentual)							
Promedio	-2%	77%	19%	9%	8%	5%	3%
Fin de año	-5%	118%	4%	9%	7%	5%	2%
Tipo de cambio (Pesos/US\$)							
Promedio	0%	208%	-5%	-3%	0%	0%	0%
Fin de año	0%	236%	-15%	0%	0%	0%	0%
CVS (final del período)	-	101	116	137	156	171	182
Tipo de cambio real (fin de año)	100	245	187	165	150	143	139
Tipo de cambio real (variación anual porcentual)	-	145%	-24%	-12%	-9%	-5%	-3%

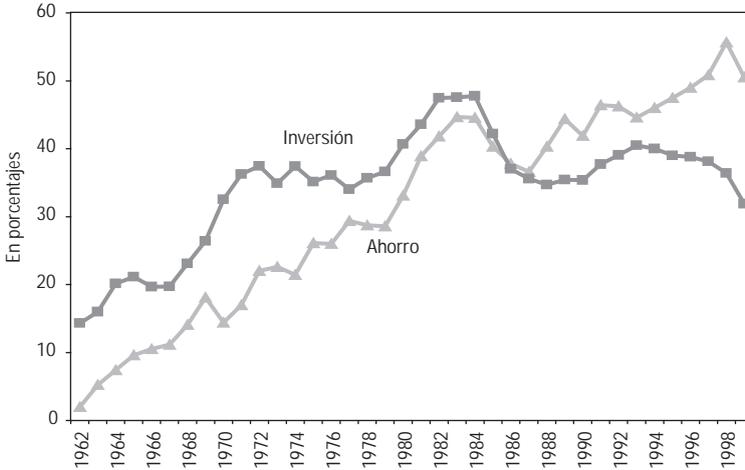
sitivo. Vean las tasas de crecimiento; pero también miren el producto bruto, pónganle cualquier número como superávit primario y se darán cuenta de que hasta el año 2007 no tenemos manera de pagar ni siquiera los intereses. Eso me está diciendo que la solución tiene que ser tasas del tipo *step-ups*.

Ahora, una vez que superemos estos problemas, aparece otro: ¿cómo haremos la dinámica del crecimiento?

## DINÁMICA DEL CRECIMIENTO

Esto es lo que, teóricamente, debería suceder en un país globalizado: cuando estamos muy mal tenemos muy baja tasa de ahorro pero bajísima tasa de inversión, y tenemos un superávit en cuenta corriente –que es ahora-. Si hacemos los cambios y damos confianza, comienza a subir la tasa de

GRÁFICO 3  
SINGAPUR: AHORRO E INVERSIÓN  
(Como porcentajes del PBI)



inversión. Si invertimos bien comienza a crecer el producto, comienza a crecer la tasa de ahorro. Durante ese período atraemos capitales, hay déficit en cuenta corriente y luego –si hacemos la cosas bien– hay un momento en donde tenemos tanto ahorro que ya no hay en la Argentina suficientes proyectos para invertir ese dinero, entonces comenzamos a exportar capitales. Eso es teoría.

El país más cercano a este ejemplo es Singapur. Allí durante veintiocho años consecutivos hubo déficit en cuenta corriente, con niveles de hasta el 20 por ciento del producto, pero miren la tasa de inversión, la tasa de ahorro y cómo dejaron de invertir y comenzaron a exportar para pasar a tener superávit en cuenta corriente. Eso es a lo que deberíamos aspirar.

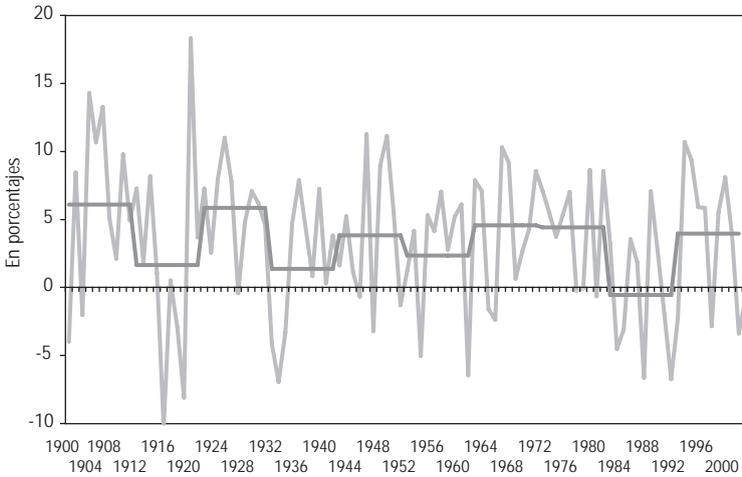
Aquí ven a la Argentina, aclaro, no es nuestro electrocardiograma –aunque debería serlo–. En cien años no hemos podido lograr el funcionamiento de las instituciones y de los mecanismos anticíclicos que impiden este comportamiento.

Éste es el tipo de cambio real de la Argentina en los últimos cien años, la década del noventa igual a la primera década del siglo XX. Cada vez que tenemos salida de capitales el tipo de cambio realiza un *overshooting*, cada vez que tenemos ingresos de capitales se nos cae el tipo de cambio. Obviamente, el sistema de incentivos que esto da para la economía es terrible.

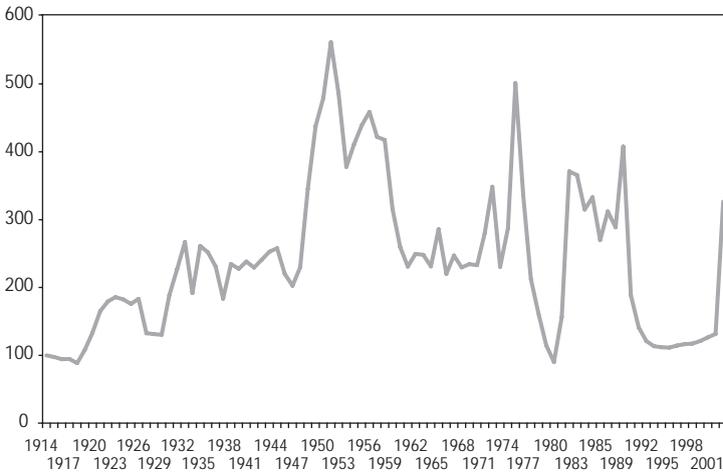
Pero hay gente que piensa que debemos controlar los movimientos de capitales. Sin embargo vemos que cuando existen controles más salen los capitales, y lo que es gracioso es que hablamos siempre de patria y antipatria financiera, que existe justamente cuando hay controles.

Lo que nosotros queremos es que la economía se monetice, eso no es pa-

**GRÁFICO 4**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO A PRECIOS CONSTANTES**



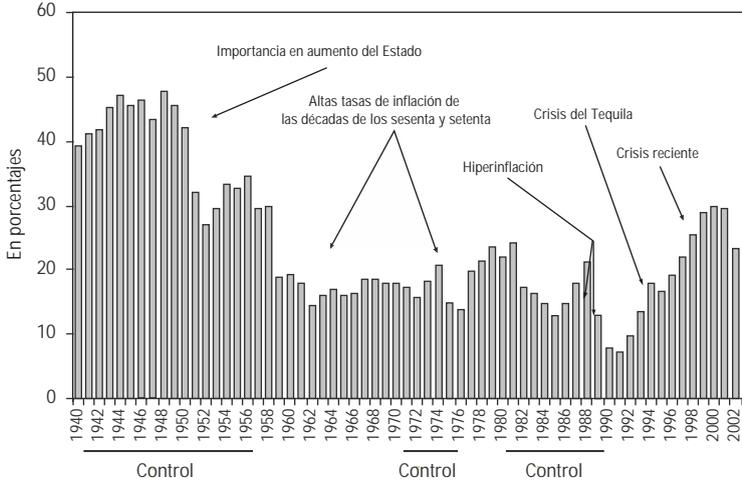
**GRÁFICO 5**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
**(1914 = 100)**



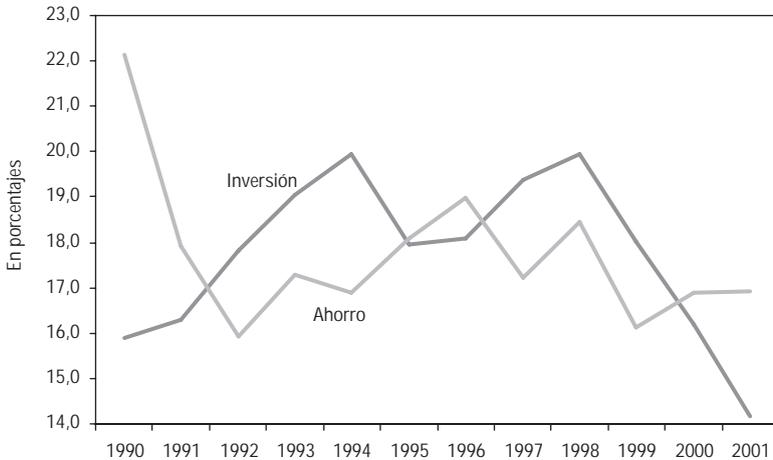
tria financiera, eso es intermediación financiera que es exactamente la contrapartida del crecimiento del sector real.

Ésta es la Argentina. Observen que pasamos a la segunda etapa con ahorro e inversión en aumento, luego llegó la crisis del tequila y nos fuimos

**GRÁFICO 6**  
**RECURSOS MONETARIOS COMO PORCENTAJE DEL PBI**  
**Y CONTROLES CAMBIARIOS**



**GRÁFICO 7**  
**ARGENTINA: AHORRO E INVERSIÓN**  
**(Como porcentajes del PBI)**



al demonio. Nos metimos en el medio y en lugar de dejar la dinámica natural del proceso de crecimiento tratamos de acelerarla, nos volvimos irresponsables.

**ESTRATEGIA ÓPTIMA DE DESARROLLO**

Entonces, ¿cuál es la estrategia óptima tomando en consideración las limitaciones existentes? Chile. En la década de 1980 Chile nunca pudo pasar a la segunda etapa, tenía un régimen dictatorial y estaban prohibidos los ingresos de capitales. Si no hay ingresos de capitales no hay déficit en cuenta corriente, y si no hay déficit en cuenta corriente por definición lo que tengo que hacer es vivir con lo mío.

Todos estos números están exagerados por la reforma en el sistema de seguridad social que Chile cambió a la contabilidad correcta.

En cuanto se abrió la economía llegó la democracia y cambiaron. Ahora el sector privado en Chile, no el sector público, tiene un gran déficit en cuenta corriente. La Argentina va a enfrentar ese problema.

Observen en el gráfico siguiente la tasa de inversión comparada de la Argentina, Chile y Singapur, en el año en que comienza la reforma: 1962 en Singapur, 1982 en Chile, 1990 en la Argentina.

Lo que esto básicamente muestra es en qué orden hay que abrir la cuenta capital. Muchos dicen que ésta es la dinámica óptima; es una alternativa. El gran problema es que la cuenta capital no es manejada por el gobierno. Si estamos en una economía completamente globalizada y abierta, no hay ningún país en el mundo que pueda tener política monetaria independiente, ni siquiera Estados Unidos. Estudien la experiencia de los Estados Unidos entre 1996 y 1999, verán el intento de hacer política monetaria independiente que no pudo llevar a cabo. Acá, si la economía se abre a capitales no tengo otra alternativa que abrir inmediatamente a bienes, de lo contrario entro en problemas muy serios.

**GRÁFICO 8**  
**CHILE: AHORRO E INVERSIÓN**  
**(como porcentaje del PBI)**

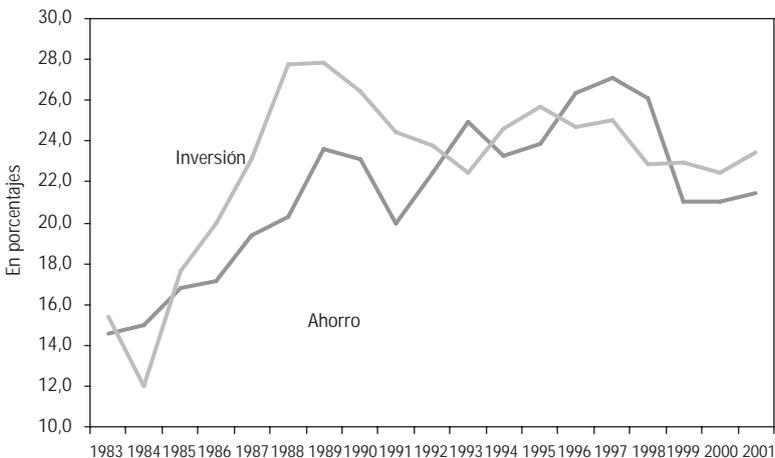
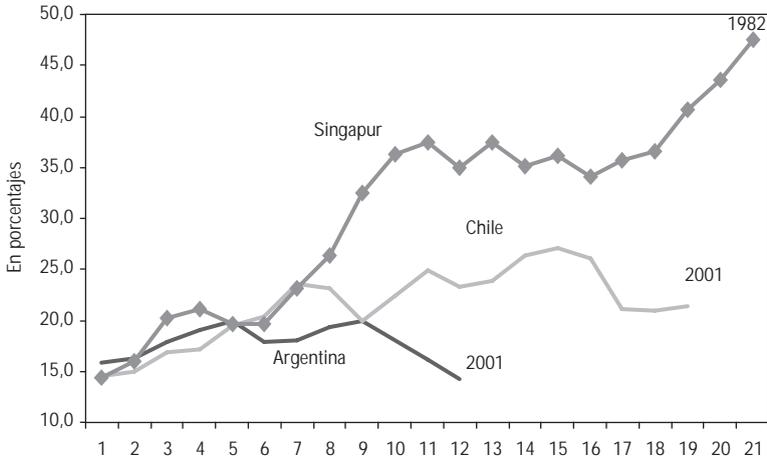


GRÁFICO 9  
TASA DE INVERSIÓN EN LA  
ARGENTINA, CHILE Y SINGAPUR



Ahora por primera vez en la historia vamos a poder. ¿Por qué? Porque como nadie nos cree la oferta de fondos que hoy estamos enfrentando es absolutamente inelástica. Si es inelástica puedo hacer política monetaria y política fiscal anticíclica.

Entonces hay que aprovechar este tiempo para armar todos los mecanismos anticíclicos, monetarios, fiscales y financieros, justamente porque es el único momento en donde podremos hacer algunas de esas cosas y con perdón, porque la economía es completamente abierta. No importa si tengo *inflation targeting*, *crawling peg* o tipo de cambio fijo; es exactamente lo mismo. Captales funciona de la misma manera como lo demostró Chile y los números que mostró Guillermo Calvo hace un instante.

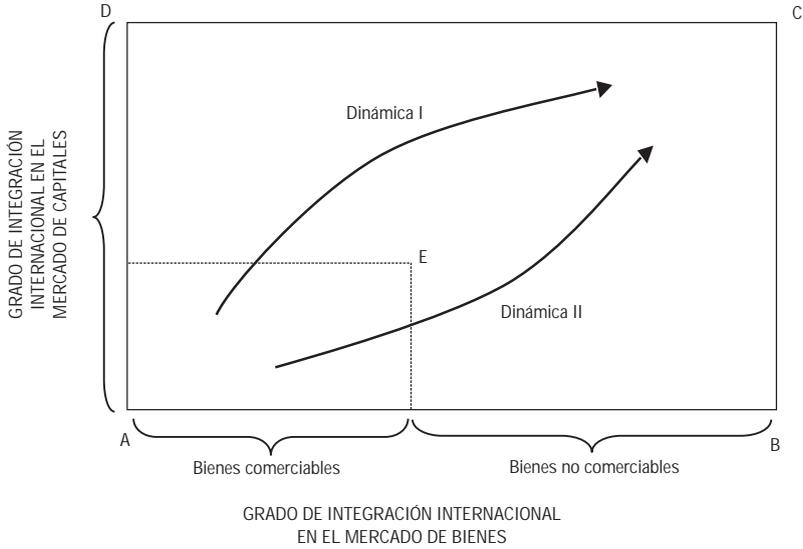
Esto implica que el tipo de cambio real dependerá del aumento de la productividad. El país que más crece tendrá apreciado su tipo de cambio real porque el aumento de productividad hará que suban los salarios y, por lo tanto, habrá un aumento de la competitividad y de precios. Como el tipo de cambio real se mide mal porque no se ajusta por productividad, tendrá este tipo de comportamiento.

## CONCLUSIONES

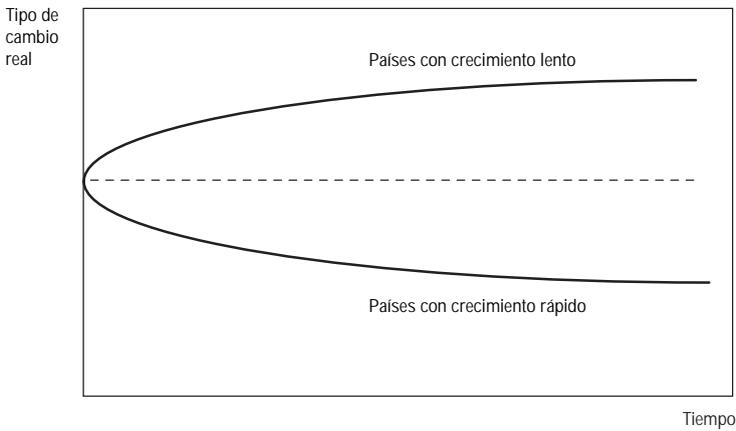
Nosotros nos estamos enfrentando en este momento a una situación de relativa bonanza, eso da tranquilidad.

Hay un cambio de gobierno que podría dar fortaleza y esperanza, pero la Argentina tiene que hacer tantas reformas estructurales y al mismo tiempo

**GRÁFICO 10**  
**SECUENCIA DE APERTURA EN LOS MERCADOS DE BIENES**  
**Y DE CAPITALES: ARRIAZU BOX**



**GRÁFICO 11**  
**EVOLUCIÓN TEÓRICA DEL TIPO DE CAMBIO REAL PARA PAÍSES CON**  
**TASAS DE CRECIMIENTO SUPERIORES O INFERIORES AL PROMEDIO**



apagar incendios, que diría que no festejemos, sólo digamos que tenemos una oportunidad.

GRÁFICO 12  
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL  
COMENZANDO SOBRE O DEBAJO DE LA TASA DE EQUILIBRIO DE LARGO PLAZO

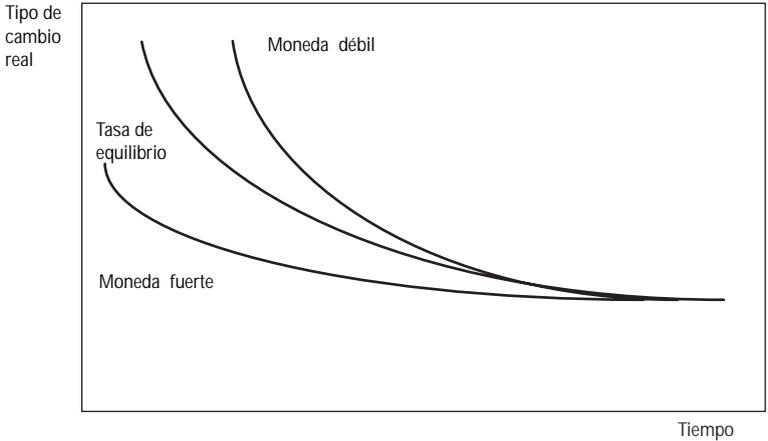
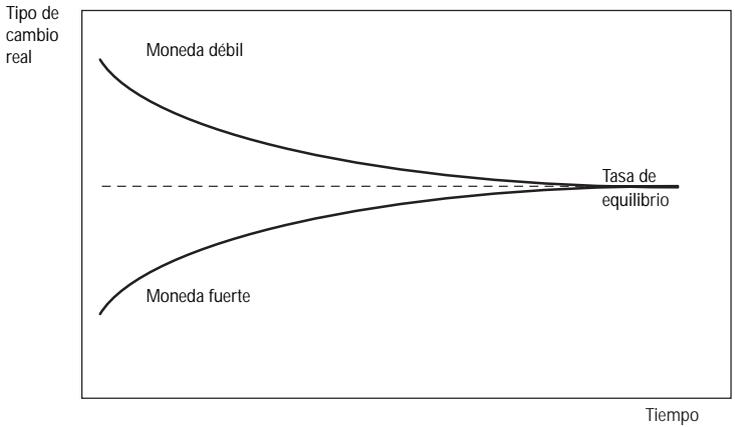


GRÁFICO 13  
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL  
COMENZANDO SOBRE O DEBAJO DE LA TASA DE EQUILIBRIO DE LARGO PLAZO



Vemos que los argentinos tienen muchas divisas en el exterior. A veces me da risa cuando la gente se pregunta: ¿economía dolarizada o en pesos?; los portafolios del sector privado son de entre el 75 y el 80 por ciento en dólares, con total independencia de lo que diga el gobierno. Si queremos forzar a la gente a que opere en pesos tendremos un pequeño sistema financiero en la Argentina, totalmente en negro y operando en cuevas.

La manera de pesificar es con equilibrio fiscal, con disciplina, sin inflación, y con toda una generación que vea resultados y que confíe en que no será estafada.

Los problemas argentinos son la estafa permanente por parte del gobierno y el incumplimiento de las leyes por aquel que está encargado de hacerlas cumplir. Si nosotros queremos cambiar tenemos que modificar este comportamiento.





---

ALBERTO ADES\*

## INTRODUCCIÓN

Hoy analizaré la situación de la Argentina y de sus posibilidades de crecimiento, centrándome en la macro después de las elecciones, pero viendo el después de las elecciones no como un periodo de seis o doce meses, sino como un período de más largo plazo.

Lo primero que querría hacer es comenzar con el resumen de la presentación, los puntos más importantes que enfatizaré.

El primer punto tiene que ver con algo que sabemos todos: la crisis que está atravesando la Argentina no es solamente una crisis económica, sino que también es política y social; y si bien la recuperación en el nivel de actividad que hemos visto en los últimos seis o nueve meses ha contribuido a generar un ambiente algo más tranquilo, claramente, la situación política y social no se resolverá solamente con recuperación: lo que hace falta es crecimiento en el mediano plazo, y no hay crecimiento sostenible sin inversión.

Ahora, la Argentina como otros mercados emergentes enfrenta una situación de menores flujos de capital hacia la región y hacia los mercados emergentes en general, y por lo tanto para invertir en el futuro habrá que ahorrar mucho más de lo que se hizo en los noventa.

También deberemos mejorar la eficiencia de la inversión. Si vamos a crecer con menor ahorro y probablemente sin capacidad de atraer ahorro externo restringidos por ese límite, probablemente tendremos que ser mucho más cuidadosos en la forma que invertimos.

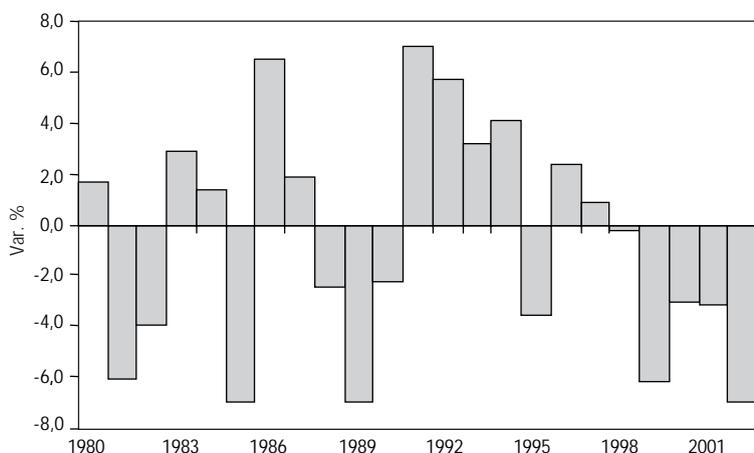
Creo que la conclusión que se deriva de aquí es que el motor de la inversión en el futuro deberá ser la inversión privada y no la inversión pública. También hay cuellos de botella para resolver en el corto plazo, se ha hablado mucho del tema en los paneles de la mañana así que pasaré directamente al análisis del crecimiento.

\* Goldman Sachs & Co.

## LA PRODUCTIVIDAD DE LOS FACTORES

En el gráfico siguiente se muestra la productividad o el cambio, la variación anual en la productividad total de los factores a partir del año 1980. Se observa que tras una performance bastante poco usual, por lo menos comparada con los standards históricos de la Argentina, la productividad total de los factores ha caído un 18 por ciento en los últimos cinco años, con un descenso muy importante el año pasado.

GRÁFICO 1  
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



Fuente: Goldman Sachs.

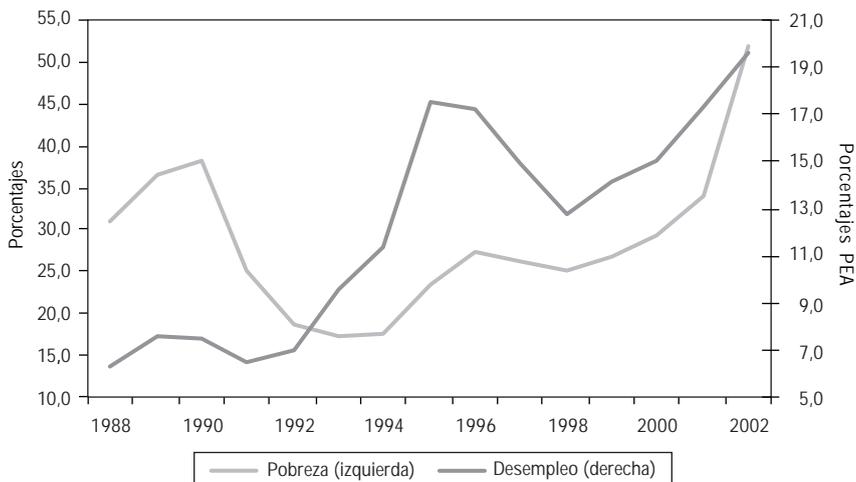
## CONSECUENCIAS DE LA CRISIS

Esto muestra que la crisis que tuvimos el año pasado y la destrucción de instituciones económicas en particular, ha generado una economía bastante menos productiva, eso ha tenido un correlato en un aumento sustancial en los niveles de pobreza y desempleo –nada de esto es nuevo– y también ha habido un aumento importante en la inseguridad y en la criminalidad.

Es interesante ver aquí que el aumento de la criminalidad en la Argentina es un tema tendencial, no cíclico. Obviamente ha habido un aumento importante en los últimos dos o tres años, pero por lo menos con los datos que tenemos, se observa desde principios del año 1991.

Como consecuencia de los problemas sociales de los que estamos hablando, la percepción que tiene la población de sus instituciones se ha deteriorado muy sustancialmente. Tomando datos del Centro de Estudios Nueva Mayoría se observa que en las principales instituciones, incluyendo el em-

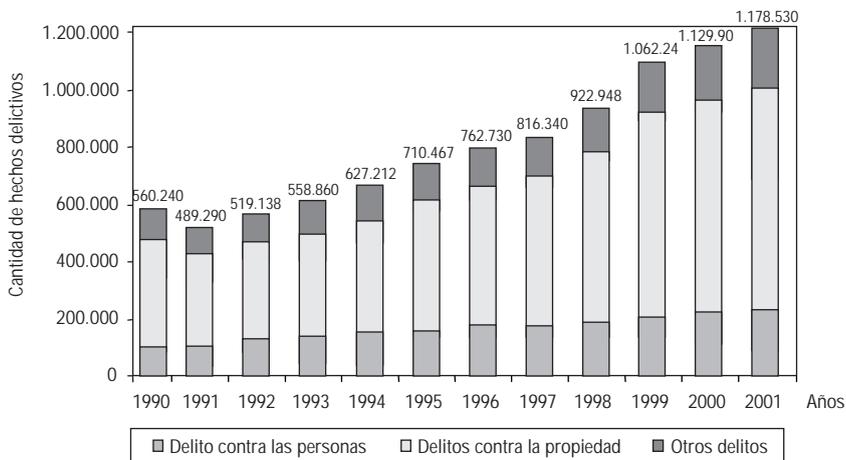
GRÁFICO 2  
DESEMPLEO Y POBREZA



Nota: Pobreza se refiere al porcentaje de individuos por debajo de la línea de pobreza en el Gran Buenos Aires. Desempleo se refiere al porcentaje de desempleados en relación con la PEA en los mayores centros urbanos del país.

Fuente: INDEC.

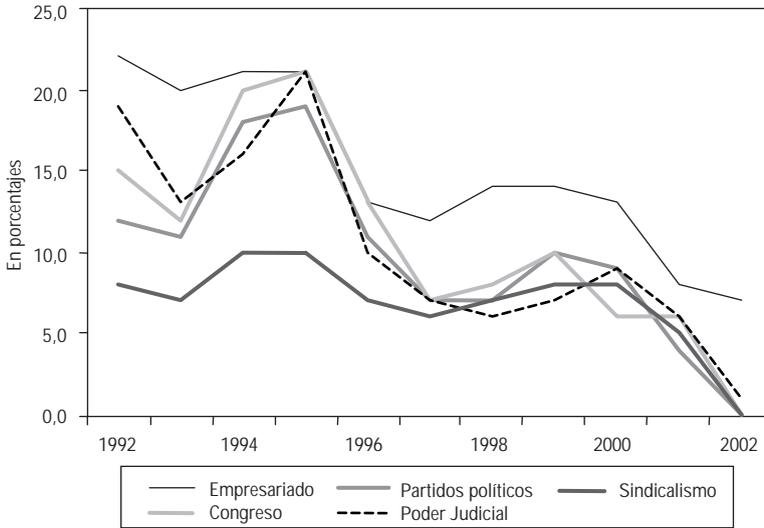
GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DE LA DISTRIBUCIÓN DE HECHOS DELICTIVOS\*  
TOTAL PAÍS. 1990-2001



Nota: \* Los datos son obtenidos a través de las denuncias de las víctimas. Sólo el 25 por ciento de las personas denuncian cuando han sido víctimas de delitos.

Fuente: Dirección Nacional de Política Criminal.

GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN DE LA IMAGEN POSITIVA DE LAS INSTITUCIONES



Fuente: Centro de Estudios Nueva Mayoría.

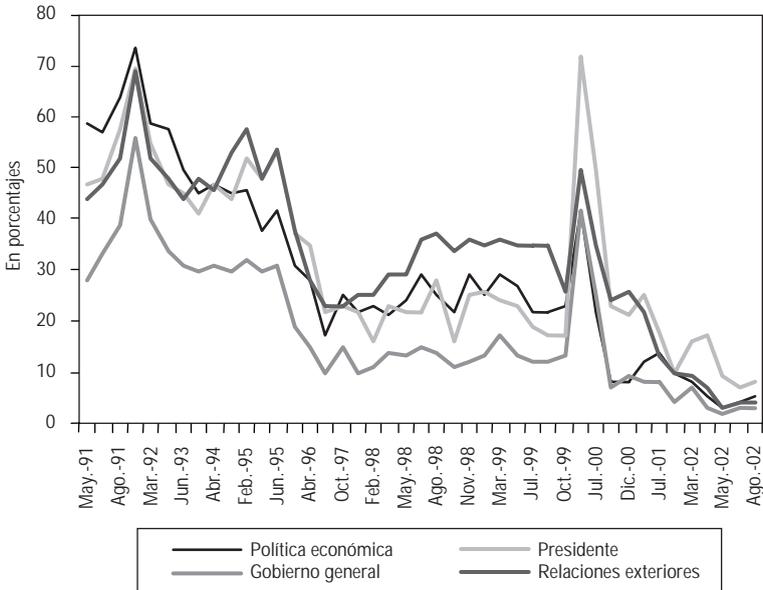
presariado, el Congreso, el sindicalismo, los partidos políticos y el Poder Judicial, hay un descenso muy marcado en la imagen positiva que tiene la población de sus instituciones. También se ve un descenso muy marcado de la apreciación que tiene la población acerca de la política económica, del gobierno en general, del presidente y de las relaciones exteriores.

Por último, ilustrando lo que decía Ricardo López Murphy hoy al medio día, cuando la gente no está contenta, cuando la gente se siente amenazada, cuando percibe que sus derechos no son respetados, vota con los pies. Lo que estos números muestran son los flujos acumulados de movimientos migratorios a través de Ezeiza y el aeropuerto metropolitano (son flujos acumulados de doce meses) y lo que vemos es un aumento muy sustancial en los flujos negativos que comienza a fines del año 2000.

Resumiendo, lo que vemos es una crisis social con tasa de desempleo y pobreza muy altas, una crisis política con una apreciación negativa por parte de la población, de sus instituciones y una reversión de lo que fue tradicionalmente la Argentina: un país que recibía flujos migratorios en los últimos dos o tres años, con flujos migratorios negativos muy sustanciales.

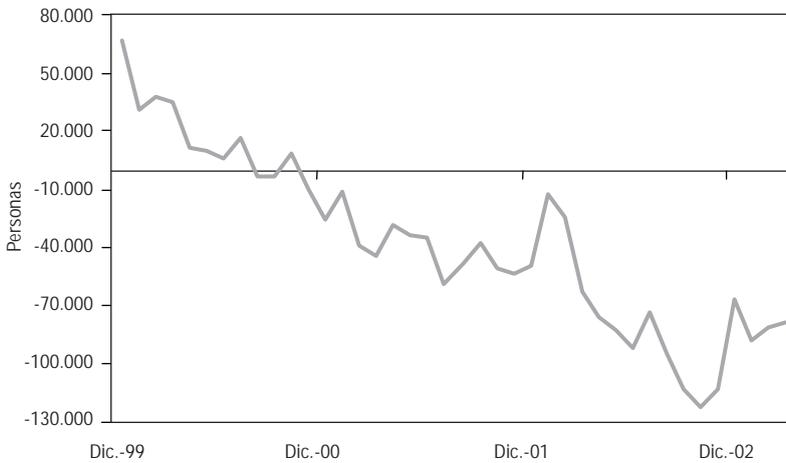
¿Cómo se resuelve esto? Obviamente, como comencé diciendo, en el corto plazo la recuperación en el nivel de actividad contribuye pero hace falta además crecimiento sostenible en el mediano plazo; y el contexto internacional –al margen de la baja en la prima de riesgo país medida por el EMBI o algún otro indicador– no es favorable.

**GRÁFICO 5**  
**EVOLUCIÓN DE LA IMAGEN POSITIVA DEL GOBIERNO**



Fuente: Perspectiv@s.

**GRÁFICO 6**  
**MOVIMIENTO INTERNACIONAL NETO DE PERSONAS**  
**(Principales puestos migratorios del GBA, doce últimos meses)**

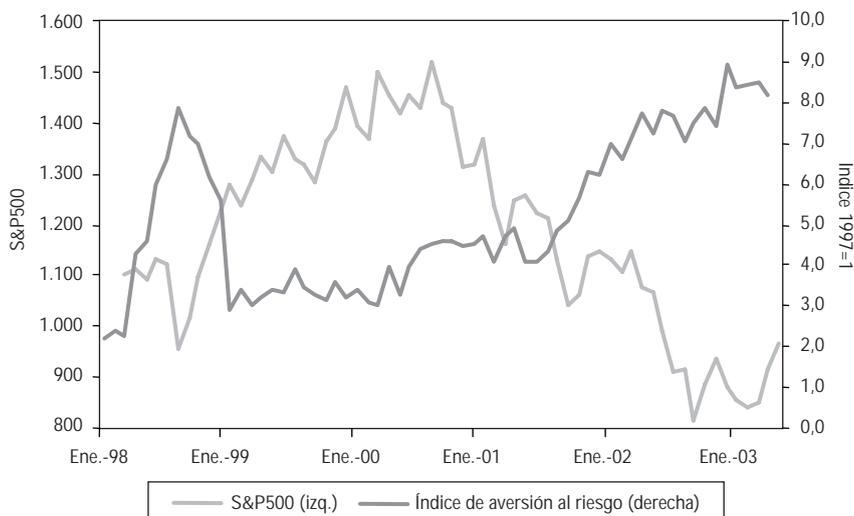


Fuente: INDEC.

## EL CONTEXTO INTERNACIONAL

¿Cómo podemos verlo? Una medida posible es un índice de aversión al riesgo que hemos construido utilizando metodología tradicional de la literatura financiera. Lo que el índice muestra en el gráfico siguiente es una suba bastante sustancial en la aversión al riesgo comenzando a principios del año 1999, coincidente con algunas de las crisis que ustedes conocen, como la crisis rusa o la de *capital management* que sucedió a fines de 1998, y también coincidente con la primera crisis brasileña a principios de 1999.

GRÁFICO 7  
LA AVERSIÓN AL RIESGO



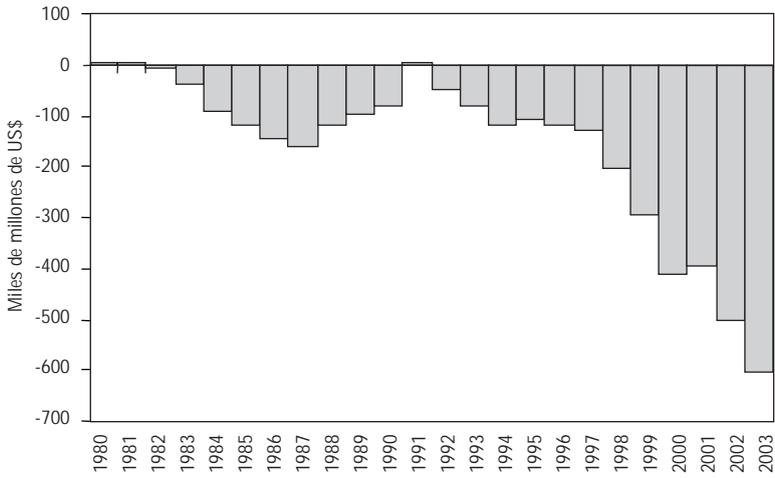
Fuente: Goldman Sachs, Bloomber.

Asociado con esto vemos en el gráfico siguiente un aumento muy sustancial en el déficit de cuenta corriente en la economía norteamericana, que se ha convertido en una fuente de absorción de ahorro excedente europeo y asiático, compitiendo con los emergentes.

La otra cara de la moneda es la reducción en los flujos de capital a los mercados emergentes. En el gráfico 9 puede observarse el total de flujos netos de capital a los mercados emergentes partiendo de aproximadamente 330.000 millones de dólares en el año 1997, en el año 2003 se estima un flujo neto de aproximadamente 200.000 millones de dólares.

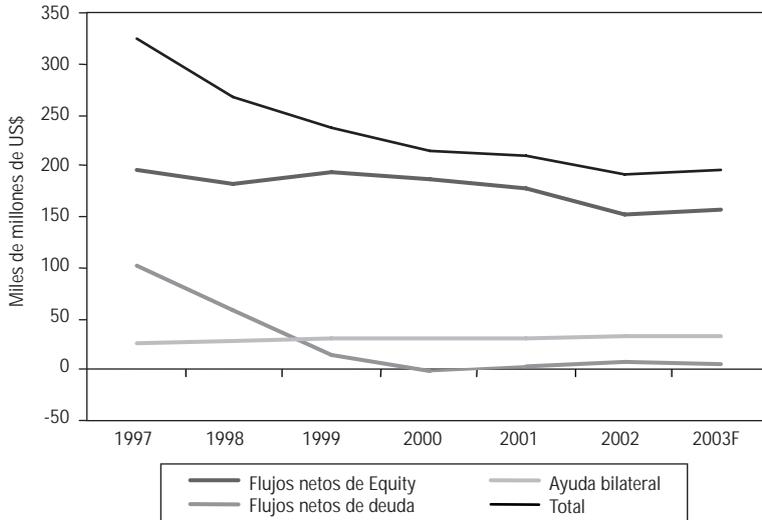
En esta reducción, América latina no ha salido beneficiada, vemos a partir del año 1997 una caída de más del 50 por ciento en los flujos de capital que van a la región, y la Argentina ha dejado de recibir capital.

**GRÁFICO 8**  
**DÉFICIT EN LA CUENTA CORRIENTE NORTEAMERICANA**



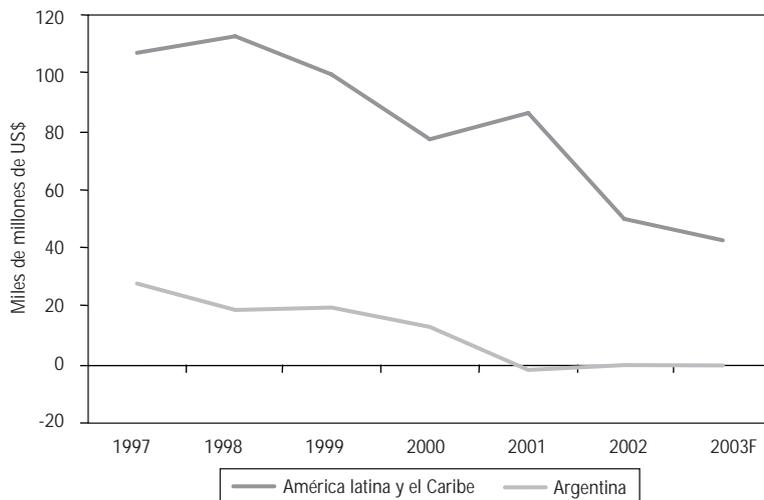
Fuente: Goldman Sachs.

**GRÁFICO 9**  
**FLUJOS DE CAPITAL HACIA LOS MERCADOS EMERGENTES**



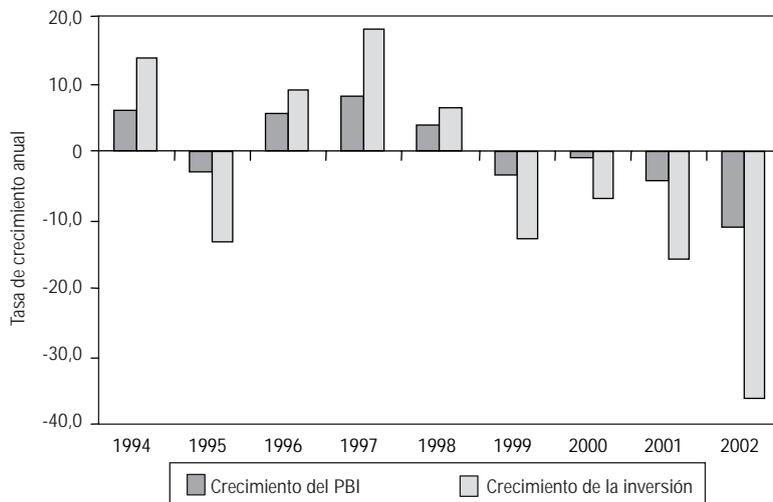
Fuente: Banco Mundial.

**GRÁFICO 10**  
**RECEPCIÓN NETA DEL CAPITAL**



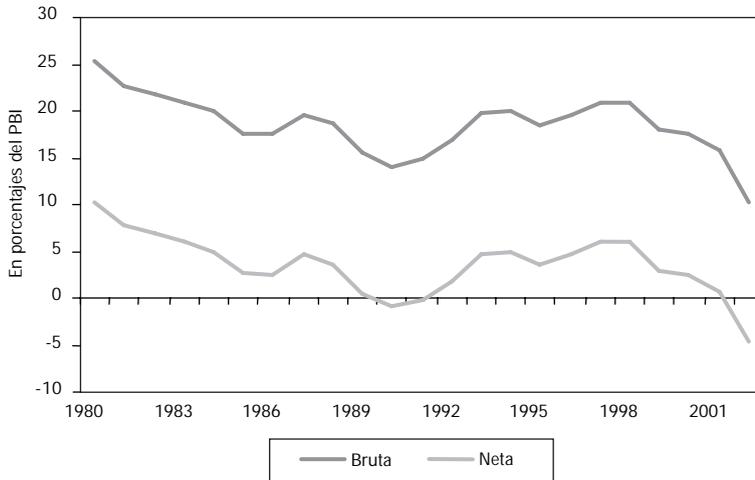
Fuente: Banco Mundial.

**GRÁFICO 11**  
**LA INVERSIÓN Y EL PBI**



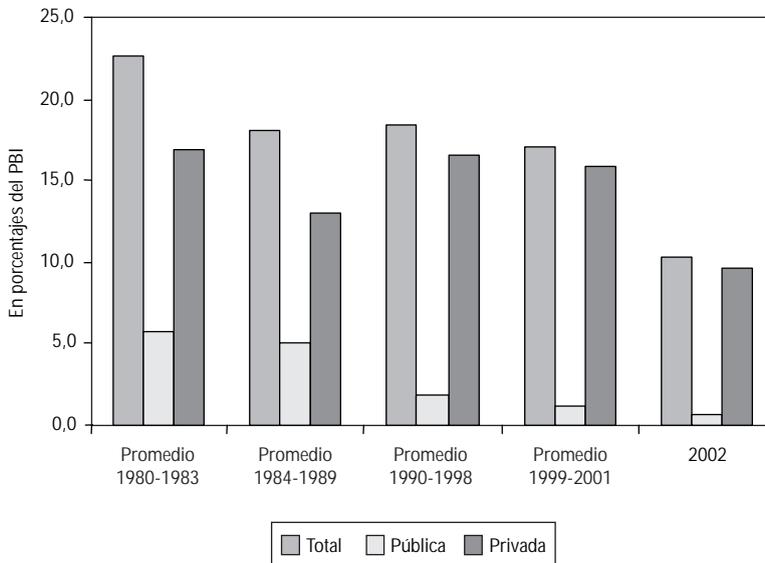
Fuente: Ministerio de Economía.

**GRÁFICO 12**  
**TASA NETA DE INVERSIÓN**



Fuente: Goldman Sachs y Ministerio de Economía.

**GRÁFICO 13**  
**LA INVERSIÓN**



Fuente: Ministerio de Economía, Perspectiv@s y CEPAL.

Éstos son números del Banco Mundial que muestran a la Argentina recibiendo aproximadamente 30.000 millones de dólares de flujos netos de capital en el año 1997 y cero el año pasado. Mi impresión es que los números mirados del lado argentino mostrarían en realidad una cifra negativa en el año 2002.

Entonces, ¿qué es lo que se observa en el problema argentino desde los mercados globales? Lo que vemos es menor apetito al riesgo –por lo menos a tomar riesgo en mercados emergentes–, un aumento sustancial del déficit en cuenta corriente norteamericana y por lo tanto vemos una porción sustancial del ahorro excedente que se genera en Asia y en Europa volcado hacia Estados Unidos. La contracara es una reducción muy importante en el ahorro externo que son capaces de atraer los mercados emergentes, América latina y la Argentina en particular; y por lo tanto mayores dificultades para financiar la inversión.

Si miramos lo que sucedió desde el año 1997 en la Argentina, vemos que a partir de 1999 ha habido un crecimiento negativo de la inversión; en particular en el año 2002 la inversión se contrajo prácticamente el 35 por ciento. Hoy la inversión se encuentra en mínimos históricos –me refiero al año 2002–, aproximándose al 12 por ciento del PBI, que es muy inferior al promedio que vimos desde 1980 a 1983. Es similar, aun inferior, al promedio observado entre 1984 y 1989. En términos netos, o sea, restándole a la inversión la amortización o la depreciación del capital, la inversión hoy se encuentra en niveles negativos. El stock de capital se está reduciendo.

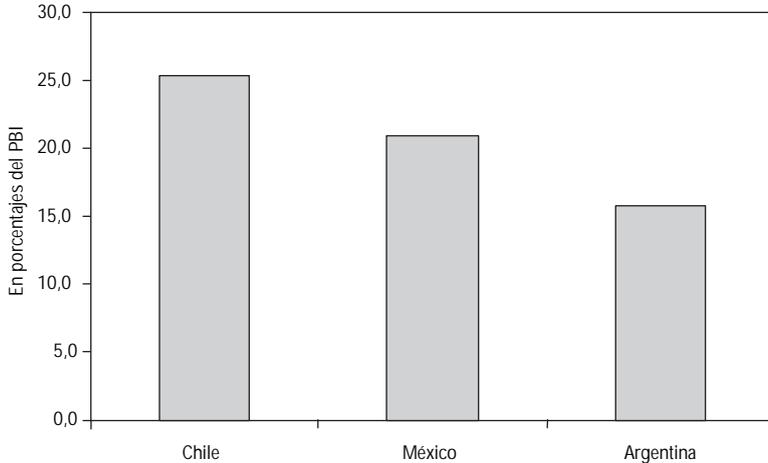
### ¿QUÉ DEBEMOS HACER PARA CRECER?

Entonces la pregunta es ¿cómo hará la Argentina en un contexto de dificultades para atraer o absorber ahorro externo para crecer? Para crecer la Argentina necesitará aumentar el ahorro doméstico, como decía Ricardo López Murphy hoy a la mañana, partiendo de una base tradicionalmente muy baja. Si uno mira la tasa de ahorro en la Argentina, durante los noventa promedió entre el 18 o el 19 por ciento, el año pasado fue del 19 por ciento; hay mucho espacio para aumentar el ahorro. Vemos que el promedio para México de 1996 a 2002 fue de aproximadamente el 21 por ciento y para Chile, de alrededor del 25 por ciento.

No solamente la Argentina tendrá que aumentar su tasa de ahorro con el fin de financiar la inversión para poder crecer, sino que también será importante asegurarnos de que esa inversión sea productiva. Una forma de medir el retorno que genera la inversión es lo que los economistas llaman ICOR.

El ICOR es muy fácil de computar: es la razón entre la inversión como porcentaje del producto y el crecimiento del PBI. Esto está diciendo que a una razón más alta hace falta más inversión para crecer a un determinado nivel. Por ejemplo si miramos el promedio de 1980 a 1983, para crecer el 3 por ciento del PBI se necesitan aproximadamente 18 puntos del producto de inversión. Esto nos está diciendo que con el 18 por ciento del producto crecíamos solamente el 3 por ciento, esa inversión era muy ineficiente. Si mira-

GRÁFICO 14  
TASAS DE AHORRO DOMÉSTICO COMPARADAS  
AHORRO COMO PORCENTAJE DEL PBI, PROMEDIO 1996-2002



Fuente: Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central de Chile, Banxico.

mos el promedio de 1984 a 1989 la inversión fue aún más ineficiente: la razón nos daba 3,8. Comparativamente, la inversión fue mucho más eficiente en los años 1990 a 1998, donde el ratio fue 3, o sea, para crecer el 3 por ciento lo que necesitábamos en esos años era solamente el 9 por ciento del producto en inversión; con el 18 por ciento del producto en inversión podíamos crecer en esos años el 6 por ciento en promedio.

Obviamente, no lo hemos analizado econométricamente, pero si uno mira hay algunas relaciones que llaman la atención en un análisis comparativo de países. La primera es que en general, y en particular en América latina, la

CUADRO 1  
LA EFICIENCIA DE LA INVERSIÓN EN LA ARGENTINA

	Inversión total % PBI	Inversión pública % PBI	Inversión pública/ inversión total	ICOR
Promedio 1980-1983	21,8	5,7	26,0	5,8
Promedio 1984-1989	18,1	5,1	28,3	6,8
Promedio 1990-1998	18,4	1,9	10,8	3,0
Promedio 1999-2002	15,4	1,0	6,4	-

Fuente: Ministerio de Economía, Goldman Sachs y CEPAL.

inversión privada tiende a ser más eficiente que la inversión pública y lo vemos en el caso de la Argentina: en los años en los cuales la inversión pública ocupaba un rol más importante como proporción de la inversión total –particularmente en la década del ochenta– la inversión tendía a ser menos eficiente, y por cada dólar invertido generaba menor crecimiento.

Sospecho que hay una relación similar entre el grado de apertura de la economía y la eficiencia de la inversión en economía donde hay menos distorsiones que generan un sesgo de la inversión en favor del sector no transable porque la economía es cerrada. En economías más abiertas la inversión tenderá a ser más eficiente.

## CONCLUSIONES

Para resumir, necesitamos mercados de capitales más complicados, con menor flujo de capital hacia la región. Necesitamos ahorrar más e invertir mejor, esto quiere decir que necesitamos por el lado del sector público tener al menos un superávit primario mayor, mayor ahorro público, y por otra parte generar las condiciones para que la inversión privada (no la inversión pública) resurja.

Hay también problemas en el sistema financiero ya que su responsabilidad fundamental es intermediar el ahorro para convertirlo en inversión. Hay una percepción generalizada hoy, que está apoyada por los datos, acerca de que el sector financiero no está cumpliendo ese rol, que a pesar de que ha habido un aumento importante en los depósitos éste no se ha volcado a los préstamos para el sector privado. Un sistema financiero que tiene un patrimonio negativo no prestará, un sistema financiero con patrimonio negativo tenderá a no tomar riesgo. Prestar es tomar riesgo y por lo tanto mientras la situación del sistema financiero siga sin resolverse el sistema financiero quedará sin *cash* o comprará Lebac, tiene mucho menos riesgo que prestarle al sector privado. Un sistema financiero que tiene patrimonio negativo no tiene el *upside* que pueda realizarse prestándole al sector privado.

Entonces, el punto fundamental es que la Argentina hoy atraviesa una crisis que es social, política y económica. Para resolver los graves problemas que tiene, la Argentina necesita no solamente recuperarse sino crecer en forma sostenible en un contexto internacional de menores flujos de capital a la región y menor capacidad de absorber ahorro externo; hay que generar el ahorro internamente. La clave del éxito en cuanto al crecimiento a mediano plazo será una tasa de ahorro mucho mayor de la que tuvimos en los noventa y además tendremos que invertir mejor. Esto quiere decir, no inversión pública sino generar condiciones para que resurja la inversión privada, y el mecanismo transmisor de esa inversión o de ese ahorro para que éste se convierta en inversión privada eficiente deberá que ser un sistema financiero que funcione.



---

ROQUE B. FERNÁNDEZ\*

## LA DÉCADA DE 1990

Brevemente, quisiera hacer un comentario sobre algunos de los tópicos que se han tratado en esta conferencia, no para hablar del pasado porque creo que lo importante es la macroeconomía del futuro, pero como el que calla otorga, no puedo callarme en algunos aspectos que considero importantes para una adecuada interpretación de la historia reciente.

No los voy a aburrir con una defensa de lo que fue la década del noventa porque todavía no es el momento oportuno, pero desde ya creo que la crisis argentina poco tiene que ver con el problema de la deuda de los noventa y nada tiene que ver con la convertibilidad de esa década ni con la reformas estructurales que permitieron la privatización de servicios públicos, la independencia del Banco Central o la creación de un nuevo sistema previsional. Algunas de estas cosas han sido mencionadas en los análisis anteriores con algunas dudas y vacilaciones con respecto al rol que tuvieron las finanzas públicas y la política cambiaria. No obstante pienso que ninguno de estos dos elementos –deuda y convertibilidad– son los desencadenantes de la actual crisis.

Sí creo que la Argentina es un país que tiene serias dificultades para asegurar una solvencia fiscal de largo plazo, que las reformas en el sector público son fundamentales –ojalá se pudiera haber hecho mucho más durante la década del noventa– pero las modificaciones que se hicieron en la década fueron mucho más importantes que las del ochenta, setenta y sesenta, y la crisis fue el resultado de los errores cometidos con posterioridad a los noventa, en particular a fines de 2001 con la abolición de la autonomía del Banco Central, la apropiación de las reservas líquidas del sistema financiero y fondos de pensión por parte del gobierno nacional, la suspensión del retiro de depósitos de los bancos comerciales, y el Congreso Nacional aplaudiendo el default argentino y convalidando la devaluación asimétrica de principios de

\* Universidad del CEMA, ex ministro de Economía de la Nación.

2002. Estas últimas medidas son las responsables de la crisis actual y no la política económica de los noventa.

## LA CONTABILIDAD DEL SECTOR PÚBLICO

Tanto es así, que voy a hacer una referencia en honor a Ricardo Arriazu, que me precedió en el uso de la palabra, y que ha presentado hace menos de un mes un libro que refleja mucha de su experiencia y visión. Incluso los gráficos que presentó en esta conferencia están en su libro y también resaltan un tema que ha enfatizado permanentemente –desde que yo lo conozco por lo menos–, que es la necesidad de tener una buena contabilidad patrimonial del sector público.

Una de las cosas que se muestra en el libro es el impacto estadístico de registrar durante los noventa toda la deuda que no se había registrado previamente. Si se toma la deuda registrada más la deuda no registrada hasta el año 1991 y se la compara con la evolución de la deuda total se llega a la conclusión de que en proporción al producto bruto la deuda no cambió. También en otra tabla muy interesante Ricardo Arriazu incluye la disminución en los pasivos contingentes, como resultado de la reforma de la seguridad social. Resulta que desde el año 1991 a 2001 la deuda pública definitivamente cayó. Esto no quiere decir que si pudiésemos haber disminuido aún más la deuda no hubiese sido mejor, no me cabe la menor duda de ello, y creo que son temas que se deben tomar en cuenta para el futuro. Pero tampoco tengo dudas de que es falsa la interpretación de que el origen de la crisis actual es la evolución de la deuda en los noventa, ya que bien contabilizada e interpretada la deuda efectivamente cayó.

## LA PESIFICACIÓN DE LA ECONOMÍA Y LA MONEDA PROPIA

Otro tema es el debate pesificación versus dolarización. Creo que la mentalidad argentina está significativamente dolarizada y parece difícil que se la pueda cambiar fácilmente a una mentalidad no dolarizada, más allá de que eso sea bueno. Una reflexión que me impresionó de Guillermo Calvo –que trataré de reproducir más o menos fielmente– fue: “La pesificación y tener una moneda que es el peso es bárbaro. Lamentablemente, es un lujo que la Argentina no puede tener por mucho tiempo”. Es decir, harán falta generaciones o cambios culturales importantes para que ese setenta u ochenta por ciento del portafolio argentino que está dolarizado sea convencido de que estar en pesos es mejor, es más seguro. Creo que son temas que, a pesar de ser deseables –y comparto el deseo– en el corto plazo son muy difíciles.

## POLÍTICA CAMBIARIA

No obstante quiero aclarar que no tengo tal vez la visión, yo diría fuerte, como la de Ricardo Arriazu con relación al tipo de cambio fijo. Creo que el tipo de cambio fijo no tiene nada malo, pero los problemas de la Argentina pasan por otro lado, no por la política cambiaria sino por otros elementos que se han estado discutiendo. Creo que sobre el tema de la política cambiaria podríamos discutir mucho, pero en particular no soy adherente muy firme a que el problema argentino sea un tema de naturaleza cambiaria. Por supuesto que una mala política cambiaria puede hacer daño, que muchas veces puede demorar algún tipo de ajuste, pero definitivamente creo que si nosotros pensamos que el problema de la Argentina lo generó el tipo de cambio fijo nos estamos equivocando mal. En este sentido comparto más el diagnóstico de Guillermo Calvo sobre detenciones súbitas (*sudden stops*) de flujos de capitales que tienen un impacto recesivo tanto con tipo de cambio fijo como con tipo de cambio flotante.

## LA MACROECONOMÍA DEL FUTURO: LA NEGOCIACIÓN DE LA DEUDA

Varios de los paneles de esta mañana hablaron sobre el problema de la deuda que tiene la Argentina y sin duda que la macroeconomía que nosotros vamos a tener hacia el futuro va a depender mucho de cómo manejemos este problema.

Creo también que es importante analizar con crudeza las distintas alternativas que tenemos, y voy a empezar por la que menos me convence, que es directamente postergar y no avanzar en la negociación de la deuda. Creo que eso abre un par de variantes: la primera es con respecto al sector público y la segunda, con respecto al sector privado.

Con respecto al sector público si vamos por la variante de no resolver el problema, o sea, no encontrar una solución con los acreedores, mantendremos la parte de la deuda que ya tenemos en default, o (en deuda irregular) con todos los inconvenientes que eso significa. Por otro lado vamos a tener el problema de los intermediarios financieros internacionales y organismos multilaterales que también tienen una serie de acreencias con vencimientos relativamente pronto. Por lo tanto si no se refinancia la deuda pública con los acreedores del sector privado, habrá que decidir qué hacer en el caso de los acreedores del sector público internacional donde también se podría ir por el default; o alternativamente no hacerlo con los organismos internacionales mediante alguna refinanciación o mecanismo de amortización.

Eso deja al sector público sin la posibilidad de recurrir al crédito, y no voy a insistir en esto porque ha sido bastante tratado, pero sí voy a hacer referencia a cómo era la situación de la Argentina a principios de la década del noventa.

Recuerden que a principios de esa década la Argentina estaba en default. Se sale de éste recién cuando se firma el acuerdo de los bonos Brady en el año 1993, pero ya tenemos una experiencia desde el final de la década del

ochenta hasta 1993, año en que se cierra esa negociación. El país en default en esas circunstancias tenía una gran ventaja: venía de una hiperinflación, por lo tanto, se habían licuado todos los pasivos empresarios. La hiperinflación había licuado una gran parte de esos pasivos y el sistema financiero se había reducido a la mínima expresión. Por lo tanto, en la salida de la hiperinflación todo era relativamente fácil desde el punto de vista del crecimiento: las deudas eran muy chicas, los depósitos en el sistema financiero también, los bancos que superaron la crisis tenían la posibilidad de crecer y evidentemente lo hicieron.

El sector privado no estaba en default al final de la crisis de los años ochenta sino que tenía cierto grado de solvencia patrimonial. Recordemos que parte de las crisis que tenemos y que tuvimos en los ochenta, resultan de la forma particular los argentinos de traspasar las deudas privadas al sector público. Así fue al final de la década de los ochenta, así es ahora.

Hoy en día este sistema de pesificación asimétrica permitió que quienes tenían fuertes deudas con el sistema financiero local las licuaran y le traspasaran el problema de la dolarización de las deudas al sector público. Entonces el sector privado en estas crisis no queda tan mal parado, sobre todo aquellos que no tenían fuertes deudas en el extranjero. Quienes no pudieron traspasar la deuda extranjera a deuda local para que después sea pesificada sí tienen el inconveniente del servicio de la deuda externa.

## EL PELIGRO DE LA INSOLVENCIA PÚBLICA

En el caso del sector privado el tema de desvincularse del default o de la insolvencia pública no es tan fácil. Todos los bancos internacionales cuando van a trabajar con el sector privado evidentemente ven qué categoría de riesgo tiene el país. También un tema muy importante es la seguridad jurídica en nuestro caso. Es decir, no hay elemento que afecte más a la seguridad jurídica de un país que tener un Estado quebrado; un Estado quebrado es una amenaza a la seguridad jurídica de los individuos que viven en él. Entonces, más allá de que el sector privado tenga un portafolio dolarizado en el exterior y que pueda tener alguna situación sólida, no lo invertirá en el país porque el Estado insolvente es una amenaza a la seguridad jurídica de cualquier tipo de movimiento de capitales, tanto para residentes como para no residentes. El sector privado podrá tener resto para encontrar proyectos e invertir, pero va a tener el problema que le traslada el Estado con su insolvencia.

## FONDOS ANTICÍCLICOS

Ahora ¿cómo resolvemos estos problemas? Comparto el concepto que desarrolló Ricardo Arriazu: necesitamos hacer un esfuerzo importante para constituir fondos de naturaleza anticíclicas, y creo que todo lo que se haga en esa dirección es correcto.

Pero tengo que pensar también frente a la alternativa de que eso no sea

posible, o peor aún, si tenemos en cuenta la experiencia chilena y lo que fue la experiencia argentina.

Nosotros habíamos llegado a una constitución de fondos anticíclicos muy importante en la Argentina, fortalecimos muchísimo el sistema financiero con una fuerte capitalización de los bancos, aumentamos los capitales mínimos, modificamos el sistema de la seguridad social de manera tal que ahí se creó un incipiente mercado de capitales que, si bien no tenían esa naturaleza anticíclica, generaban un mercado de capitales que complementaba el mercado exterior. Ahora, pasó lo que dijo Ricardo López Murphy en su disertación del mediodía: apenas tuvimos el primer incendio a fines del año 2001 llamamos a un pirómano que se llevó todo lo que teníamos como fondo anticíclico.

Entonces siempre estará la asechanza del Estado insolvente que no quiere hacer el ajuste sobre cualquier tesoro o fondo acumulado. Se requieren muchos años de cambios en la cultura de nuestros políticos para tratar de no enfrentar cualquier dificultad que puede ser grave recurriendo a esos fondos anticíclicos en forma inapropiada. Porque esos fondos anticíclicos no estaban directamente disponibles para evitar el necesario ajuste fiscal, estaban para solventar la solidez de los bancos de manera tal que una crisis de bonos del Estado o la caída de la paridad de otros activos de riesgo no afectarían el sistema financiero, o para mantener un sistema jubilatorio que permitiera ir aumentando el tamaño del mercado de capitales. Evidentemente, esos dos pequeños fondos que estaban fueron apropiados indebidamente al primer vistazo de una crisis. Su utilización indebida no sólo fracasó en controlar la crisis sino que la agravó. Es por ello muy acertada la calificación de López Murphy de que se utilizó un pirómano para apagar un incendio.

## CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

¿Qué se puede hacer? Creo que hay una salida por explorar. Existe un sistema de organismos internacionales donde últimamente empezaron a aparecer algunas soluciones que quiero compartir con ustedes.

Siempre se habló y se continúa hablando desde los organismos internacionales de involucrar al sector privado. ¿Qué significa esto? Repartir la responsabilidad de la crisis entre los organismos internacionales y los acreedores privados. Cuando un país entraba en dificultades y no podía hacer frente a los vencimientos de la deuda los países endeudados solicitaban al FMI o al Banco Mundial que proveyera a través de líneas de crédito la liquidez necesaria para que los vencimientos fueran cubiertos en tiempo y forma, y de esa manera alguno de estos organismos operaba como un prestamista de última instancia ante la imposibilidad del servicio normal de la deuda. Frente a la recurrencia de tales eventos los organismos internacionales argumentaron que no había responsabilidad compartida con el sector privado y reaccionaron en forma adversa. Se argumentó que el sector oficial –en definitiva estos organismos pertenecen a los gobiernos– está siempre poniendo dinero para que se pueda retirar el sector privado, entonces ¿por qué no encontrar un

mecanismo para que el sector privado no se retire sino que afronte algunas de estas circunstancias? Tengan en cuenta que esto es muy importante, partiendo del diagnóstico de que gran parte de los problemas vienen por la volatilidad de los flujos internacionales de capitales. Muchas veces un país puede tener ordenadamente sus cuentas fiscales, como Ricardo Arriazu y Guillermo Calvo mostraron para el caso de Chile. Sin embargo Chile también sufrió el problema de volatilidad de capitales, o lo que Guillermo Calvo llamó el frenazo por la detención súbita en esos flujos.

Entonces cuando tenemos estos casos una solución es lo que han denominado *cláusulas de acción colectiva* en la emisión de bonos de deuda soberana.

Una cláusula de acción colectiva es muy parecida a lo que nosotros tenemos en la Ley de Concursos, que dice que cuando una agrupación de acreedores logre representar el 51 por ciento de los votos y dos tercios del capital, puede autorizar la reprogramación de la deuda. Eso significa que, frente a una crisis de alguna naturaleza que no tenga que ver con la necesidad de reformas estructurales, el país puede evitar que la crisis sea mucho más costosa.

¿Por qué no prosperaron estos elementos y por qué hay un debate? Porque el argumento es que si se hace poco costosa la crisis para el país que entra en default se genera un problema de riesgo moral donde todo aquel que tenga deuda directamente no la paga, porque para los acreedores es probablemente más barato recibir un porcentaje o algún tipo de reprogramación, que bonos que no tengan la cláusula de acción colectiva. Nuestros bonos no la tienen pero sí últimamente Uruguay y algunos otros países han emitido bonos con cláusula de acción colectiva.

## REDISEÑO DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

El rediseño del sistema financiero internacional trataría de incorporar algunos de estos organismos multilaterales, fundamentalmente el FMI, cumpliendo un rol de síndico del concurso donde procedería a la verificación de las acreencias y manejaría el proceso de las mayorías calificadas en el problema de la deuda pública.

Esto tiene una gran resistencia por el lado de los acreedores privados que siempre van a preferir la garantía del Estado, como la prefiere cualquier sistema donde los órganos de control tienden a ser captados por intereses sectoriales: un Banco Central que rescate a los bancos, algún prestamista de última instancia, o un sistema de garantías frente a la posibilidad de una solución vía concurso.

## CONCLUSIONES

Creo que en estos casos es mucho más fácil avanzar en esa línea de razonamiento descartando la principal crítica, presumiblemente porque creo que

está perfectamente claro que el default no es negocio (aunque también reconozco como válidas las objeciones sobre riesgo moral, sobre todo en un país como la Argentina donde el Congreso Nacional se pone de pie para aplaudir el default de la duda soberana). Veamos lo que nos pasó en el año 2002: ex ante parecía una gran picardía que no le pagáramos a nadie, pero la picardía salió costosísima: nuestro producto cayó el 20 por ciento.

El costo del default sigue siendo una amenaza bastante importante, y ya sufrida en carne propia por los argentinos, como para que la cláusula de acción colectiva en los bonos tenga el rol de incentivar el riesgo moral, así que creo que es perfectamente posible tratar de trabajar la macroeconomía del futuro en estos términos.

Esto no quita la posibilidad de tener fondos anticíclicos, me parece fantástico que lo hagamos, si podemos tener la seguridad jurídica de que el gobierno no se los apropiará indebidamente para evitar hacer los deberes fiscales.

Pero creo que tenemos que avanzar en remover algunos aspectos rígidos, que están en los contratos de deuda, no por un error de los abogados, sino para hacer expresamente difícil la renegociación o la reestructuración de la deuda.

Creo que es necesario reabrir este debate, pero no para promover el riesgo moral o el incentivo de no hacer las reformas de fondo, sino simplemente para que, ocurrida una crisis de naturaleza externa, su manejo pueda ser mucho más apropiado. Por alguna razón la centenaria Ley de Concursos ha dado sus resultados cuando se la ha estado aplicando en el sector privado. Lo que tenemos que pensar es cómo incluimos para el caso de deuda soberana algún grado de flexibilidad que nos permita salir más rápido y que las crisis futuras no sean tan costosas; pero que al mismo tiempo no incentive la irresponsabilidad fiscal.





---

FERNANDO NAVAJAS\*

## INTRODUCCIÓN

Creo que detrás de todo programa tan bueno como el que tuvimos hoy hay una persona que tiene que haberlo diseñado muy bien y el responsable de todo esto –a quien creo que le debemos el agradecimiento– es el Director de FIEL, Juan Luis Bour, que además tuvo el arte de ponerme como último expositor en esta tarde, detrás, de probablemente los trece mejores macroeconomistas de América latina. Por ser el último lo que tengo que hacer en mi exposición es provocarlos, así que ésa va a ser mi tarea y lo voy a hacer, esencialmente tratando de no dar vueltas e ir al punto del tema de la mesa que es “la macroeconomía después de las elecciones”.

## TEMARIO DE LA EXPOSICIÓN

Fijense que los profesionales que me precedieron fueron bastante “políticamente discretos” y trataron de evitar (en un tema como éste es casi un imposible) toda referencia al actual gobierno. Así que éste ha sido un seminario donde hemos hablado –con excepción de algunos pasajes de la exposición de Ricardo López Murphy en el almuerzo– esencialmente de la economía y creo que ésa es la tarea actual y la que tenemos hacia adelante. Pero como yo quise recoger el guante en términos de la exposición de la macroeconomía del gobierno, voy a referirme a cuatro puntos haciendo un análisis de lo que básicamente estoy leyendo a comienzos de junio de 2003. Para usar una frase de moda –y que francamente me parece pretenciosa– entre esos filósofos frustrados que son los comentaristas de fútbol de la Argentina: vamos a tratar de “leer” el partido; así que haremos un esfuerzo algo especulativo en ese sentido.

El primer punto que voy a analizar tiene que ver con algo que estaba flotando en la última pregunta de David Sekiguchi sobre lo que le pasó a la Ar-

\* Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

gentina a fines de los noventa. Como tenemos un nuevo gobierno que habla un lenguaje diferente al que se habló en la Argentina durante diez años, voy a argumentar que hay algo en términos del desempeño económico de la Argentina que pegó sobre la percepción social y afectó los resultados electorales de 2003, y que probablemente está dando lugar a una nueva macroeconomía. Lo que digo no es lo que personalmente quiero, pero es lo que leo. En esa lectura sin duda podemos discrepar, pero básicamente es un esfuerzo en el sentido de hacer una aproximación objetiva.

Luego me voy a preguntar qué significa una nueva macroeconomía, si tal cosa existe, y vamos a hacer una distinción entre lo que es programación macroeconómica de corto o mediano plazo y lo que son las políticas de asignación de recursos, que creo que es donde está básicamente la diferencia esencial en la nueva macro. Voy a tratar de plantear también un problema de incertidumbre básica –que en la Argentina hemos tratado de hacerlo durante quince meses– en términos de la definición del “tipo” de gobierno en la práctica.

Después voy a hablar de reformas estructurales, inversión privada y crecimiento y a qué tasa tendencial podríamos crecer. Ahí voy a hacer una contribución típicamente pesimista, en el sentido de la economía como una ciencia deprimente (“dismal science”) para argumentar, mirando los números de largo plazo, qué es lo que uno puede esperar en materia de performance de mediano y largo plazo en la economía argentina.

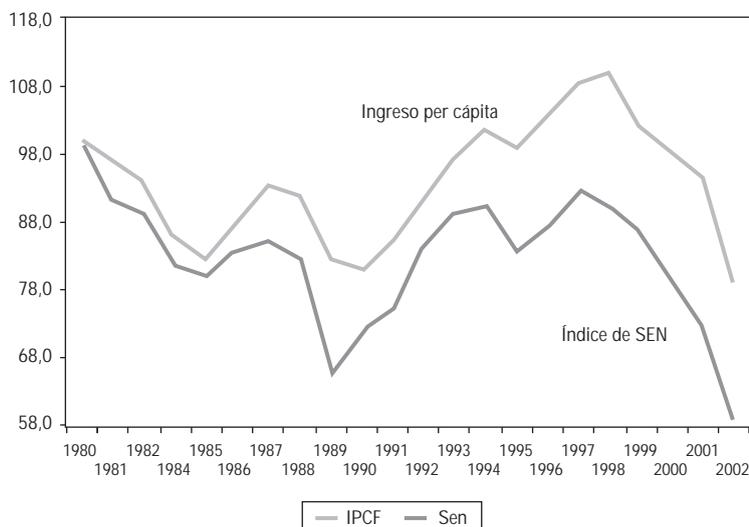
Finalmente, voy a terminar con los desafíos de la “nueva macro”, básicamente, una trilogía entre los tres vértices que a mí me parecen más importantes y que estaban de algún modo mencionados en la charla de Ricardo López Murphy: el tipo de gobierno, la gobernabilidad y el tipo de negociación externa que tiene la Argentina.

## DESEMPEÑO ECONÓMICO, PERCEPCIONES SOCIALES Y RESULTADO ELECTORAL

Si me piden un barómetro de las “percepciones sociales” de la Argentina en los últimos años, como economista trato de construir, en primer lugar, un índice de bienestar agregado. Y lo voy a construir sin y con “aversión” a la desigualdad en el ingreso, que es básicamente lo que hace una función de bienestar social.

El caso más simple se construye tomando el ingreso medio de los habitantes de la Argentina (de la muestra de la encuesta de hogares). En el gráfico 1 vemos el ingreso por habitante de la Argentina desde 1980 hasta 2002. Tomo los ochenta y los noventa porque fueron décadas de grandes transformaciones en las actitudes y en las percepciones sociales en la Argentina, que es el punto que quiero traer. Observamos también el índice que introduce aversión a la desigualdad. Es un índice debido al Profesor Amartya Sen, que toma simplemente el ingreso per cápita y lo multiplica por uno menos el coeficiente de Gini (que es un índice de desigualdad convencional). O sea que el índice resultante es creciente en el ingreso per cápita y decreciente en la desigualdad. Existen otras variantes pero éste es un índice simple y fácil de interpretar. Es

GRÁFICO 1  
 ÍNDICES DE BIENESTAR AGREGADO SIN Y CON AVERSIÓN  
 A LA DESIGUALDAD  
 1980-2002



un índice para una sociedad a la que le preocupa la desigualdad, los problemas distributivos, la pobreza y el desempleo, que de alguna manera están capturados indirectamente por el índice.

Si uno mira el índice de Sen, la brecha en relación con el ingreso per cápita (con respecto a un año base, en este caso 1980) va a estar dada por el agravamiento en materia distributiva. Se ve que en 2002 está cerca de veinte puntos abajo respecto de lo que era al comienzo de los ochenta. Más de la mitad del deterioro en el “bienestar social” que intenta medir este índice simple se explica por un deterioro en la distribución. En síntesis, una evaluación de los últimos veintitrés años con un índice sensible a la desigualdad muestra un desempeño en los últimos veinte años que es francamente malo, más malo cuanto mayor sea la aversión a la desigualdad que esté presente en las preferencias de la sociedad.

Las actitudes sociales al momento de la elección en la Argentina estaban bastante en contra del desempeño de los noventa. Tal vez no lo sabíamos bien antes de la elección, pero a la altura del ballottage lo percibimos claramente. Detrás de esto se encuentra lo descrito por la figura anterior. Más allá de los elementos de transición política –sobre los que habló Ricardo López Murphy–, más allá de los elementos culturales y finalmente más allá de los shocks externos, y de lo difícil que era explicar esto a los políticos y la sociedad –el argumento de Guillermo Calvo–; lo cierto es que el desempeño observado es malo.

Pero este fenómeno probablemente, además, esté reflejando un cambio en las “preferencias sociales” respecto del comienzo de los noventa, en el mundo y en la Argentina, en términos de cómo ponderamos, antes y ahora, el costo social de la inflación, el desempleo, los incentivos al crecimiento de la inversión privada y la aversión a la desigualdad. A fines de los ochenta prevalecieron las demandas por estabilizar la economía y por integrarse a un mundo que destellaba los efectos de la caída del socialismo. Hoy la sociedad pondera de modo diferente el costo de la inflación (que ya pasó) y el desempleo y la desigualdad.

Este cambio de preferencias es importante porque nos lleva a que probablemente de la fatiga con las reformas estructurales que tuvimos en la segunda mitad de los noventa, pasemos a una “nueva macroeconomía”, que no es abiertamente contrarreforma y que vamos a tener que ir aprendiendo en términos de la “lectura del partido”; pero que claramente no acepta el “*blue-print*” estructural convencional que ha estado en boga en el mundo en los años noventa.

Por eso digo a modo de pregunta: *good bye* reformas de segunda generación, en términos del Estado o en términos de la reforma de la política.

### ¿UNA “NUEVA MACRO”?

¿Qué es esencialmente una nueva macro? Podemos concentrarnos en elementos de la programación macroeconómica de corto y mediano plazo. Tanto en el discurso presidencial como en lo que ha dicho el ministro de Economía, aparecen anunciados un mayor ahorro doméstico, mayor inversión pública, sustitución de importaciones, revalorización de la intervención pública, solvencia externa y equilibrio fiscal, de acuerdo con los aprendizajes en última instancia. Pero lo crítico no es sólo la programación macro sino el argumento, esencialmente, la política de asignación de recursos o de largo plazo.

A mi entender, si se realiza una lectura correcta de lo que el “votante mediano” percibió y eligió en la Argentina –que está detrás, en última instancia, de la coalición nueva en el gobierno– se infiere que se busca abrir un proceso de cambio en la distribución del ingreso, que va a involucrar las políticas de asignación de recursos. Los ingredientes nuevos no los conocemos, los vamos a tener que aprender en la práctica, pero es posible que aparezcan en términos de regulaciones laborales, progresividad tributaria, control “selectivo” a la evasión y la informalidad, regulaciones selectivas en mercados de bienes y servicios, etc. Fijense que el término informalidad –parte del núcleo duro de la evasión– fue borrado del lenguaje del gobierno. En términos del control de la evasión, no se habla de informalidad porque es políticamente incorrecto. La evasión tiene otros nombres y necesariamente otros personajes distintos a la informalidad.

¿A qué lleva todo esto? Se “desenfatisa” lo estructural y hay un compromiso por lo distributivo en busca de mejorar la gobernabilidad. Es decir, se enfatisa la relación entre gobernabilidad y gobierno, y las palabras del presidente sobre la reconciliación del gobierno con la sociedad van en este sentido.

Pero la pregunta que debemos hacernos es qué ajusta a qué, porque falta mirar cómo se acomoda todo esto con la negociación externa, frente a la crisis.

## LA “NUEVA MACRO” Y LA CRISIS

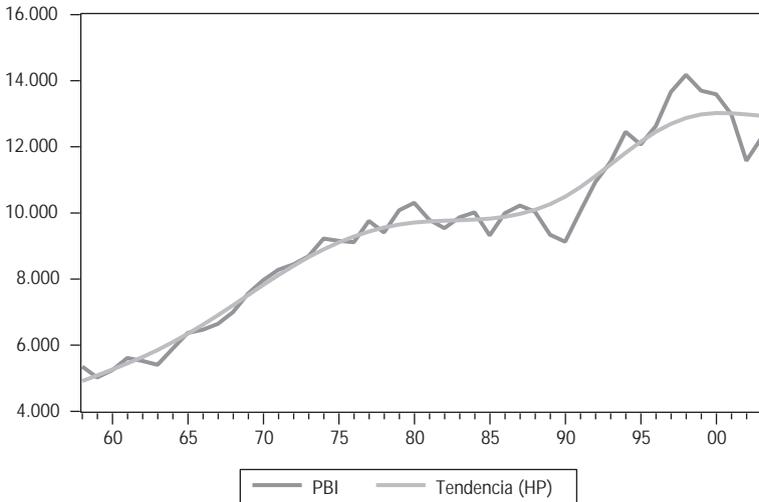
Hasta aquí todo entendible e interesante. Pero el punto es que la Argentina está en una crisis económica. Esto es lo cierto, independientemente de las preferencias y el cambio en el votante mediano. Básicamente hay una crisis cambiaria que ha sido superada, una crisis financiera pendiente de resolución en lo estructural, una crisis de deuda también pendiente de resolución y una crisis contractual, sobre todo en infraestructura, que está en foja cero. Además debido a la crisis y a la elección presidencial, la Argentina adoptó un enfoque “transicional” que consistió esencialmente en patear la pelota y que fue aceptado desde el exterior en esos términos. Ahora viene el momento de la revelación, porque esto evitó que el gobierno revele sus preferencias y muestre su “tipo” en términos de no puedo versus no quiero. Es decir, no puedo aumentar las tarifas versus no quiero aumentarlas; no puedo resolver el problema contractual en el sistema bancario versus no quiero resolverlo; no puedo pagar la deuda versus no quiero pagarla. Es decir, este tipo de problemas se postergaron en la Argentina y ahora viene lo que los economistas conocemos como una cuestión de preferencia revelada en las decisiones que se van tomando. Es decir, preferencia revelada a través de acciones que indican adónde vamos, y por eso es ahora más importante seguirlas.

Fíjense que lo anterior visto desde afuera de la Argentina es como un problema de incertidumbre. ¿Qué tipo de gobierno tiene hoy la Argentina? Para estos propósitos, yo distinguiría básicamente entre dos tipos de gobierno: un gobierno de “tipo A” que realiza reformas para resolver la crisis financiera y contractual y para una consolidación fiscal sostenible y creíble; y un gobierno de “tipo B” que no las hace, que posterga o que trata de tomar otros caminos y obtiene un superávit fiscal que no alcanza para una consolidación fiscal sostenible. El punto es que ahora, es decir en los próximos meses, las propias acciones del gobierno van a definir el “tipo”.

## LA “NUEVA MACRO” VERSUS LA TENDENCIA CÍCLICA DE LA ARGENTINA

La “nueva macro” tiene que lidiar contra la historia del crecimiento económico argentino de posguerra. ¿Podrá funcionar? Para establecer la conexión analicemos ahora la historia de los últimos cuarenta y cinco años de la Argentina y las nueve expansiones económicas –ésta es la novena expansión desde 1959–. En el gráfico 2 se observa que la Argentina tiene un comportamiento tendencial inestable, con muchos ciclos económicos; fantásticas recuperaciones que luego no prosperan. En el cuadro 1 tenemos fechadas las nueve recuperaciones, todas son fases cíclicas ascendentes empezando por la del año 1959 y siguiendo por la del período 1963-1974 que es la más larga desde la posguerra (once años de expansión). A la Argentina “le pasó algo” en

GRÁFICO 2  
PBI, CICLOS Y TENDENCIAS 1958-2003



lo económico en ese momento –así como le pasó algo a comienzos de los noventa-. El gobierno de Frondizi, los contratos y la expansión petrolera, la industria automotriz y el desarrollo de la metalmecánica, etc. Se puede discutir si esto era sostenible o no en el largo plazo, pero lo cierto es que se consolidó una tasa anual entre extremos de la recuperación (de una década) del 5 por ciento.

En el cuadro 1 se indica primero la tasa de la recuperación a la salida de la recesión y luego la tasa tendencial (la tendencia en términos de una serie filtrada de largo plazo) que se observa cinco años más tarde. Fijense qué mediocre es el comportamiento de la Argentina (con excepción de los sesenta) cuando se analiza, en perspectiva, la velocidad a la que se sale de una recesión y el pobre desempeño en términos de no poder consolidar el crecimiento. Fijense en la recuperación de los años ochenta, saliendo a tasas parecidas a las que el gobierno aspira tener actualmente, donde la tasa tendencial estaba quebrada; y la del período 1990-1994 saliendo al 8 por ciento. Cuando se introduce el efecto que en la tendencia tiene el tequila, se observa que la tasa tendencial correctamente medida a mediados de los noventa en la Argentina no era tan alta en realidad como muchos creen.

CUADRO 1  
RECUPERACIONES Y CRECIMIENTO A LARGO PLAZO 1958-2003

Mínimo año	Fase cíclica	Longitud años	Tasa anual entre extremos %	Tasa tendencial 5 años después %
1959	1959-1961	2	5,7	3,0
1963	1963-1974	11	5,0	4,2
1976	1976-1977	1	7,0	1,0
1978	1978-1980	2	4,7	0,5
1982	1982-1984	2	2,5	0,4
1985	1985-1987	2	4,7	1,3
1990	1990-1994	4	8,1	3,0
1995	1995-1998	3	5,5	1,4
2002	2002-	?	?	?

## REFORMAS, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

Si el antecedente es uno en que las recuperaciones o expansiones no se sostienen, ¿qué puede haber detrás y en qué medida se relaciona con las reformas estructurales y con la “nueva macro”? El tema es el de la conexión, si tal cosa existe, entre reformas, inversión y crecimiento. Mirando el tema de crecimiento de largo plazo mi argumento es que el mayor impacto, o mejor dicho, problema, de la nueva macro es sobre esta dimensión.

La evidencia de la denominada “contabilidad” del crecimiento en la Argentina –que es el desglose de la tasa de crecimiento entre la acumulación de trabajo, de capital por un lado, y el aumento de productividad por el otro– muestra un rol importante de la productividad. En el cuadro 2 se muestra que hay diferencias importantes en la Argentina entre los sesenta, los ochenta y los noventa. Varios trabajos, incluyendo algunos que se hicieron en FIEL, muestran que mucha productividad (llamada TFP en el cuadro) es mejor y un buen síntoma. Otros trabajos le han agregado una lectura adicional que es la que voy a enfatizar ahora: en la Argentina cuando uno mira bien las series, sobre todo –y curiosamente– en los noventa, hubo tal vez demasiada poca contribución del capital.

En el cuadro 2 se realiza una descomposición de cómo crecimos en tres episodios bastante importantes de la historia reciente. Una aclaración para los entendidos es que la medición difiere de la forma usual: trabajé con series tendenciales (limpié las series de los ciclos) y no traté de medir productividad total de los factores en una fase ascendente del ciclo (que va a indicar

CUADRO 2  
 CRECIMIENTO, ACUMULACIÓN DE FACTORES Y PRODUCTIVIDAD  
 EN 3 EXPANSIONES  
 SERIES TENDENCIALES

Expansión	Tasas de crecimiento anuales			
	PBI %	Capital %	Empleo %	TFP %
1963-1974	4,0	3,6	1,2	1,6
1982-1987	0,6	0,7	1,9	-0,8
1990-1998	2,6	1,0	1,4	1,4
2002-	4,7?	?	?	?

Fuente: Estimación propia sobre la base de datos de J. L. Maia y P. Nicholson (2003).

crecimientos insostenibles) sino que lo medí en el largo plazo, es decir en términos de crecimientos sostenibles.

En el cuadro 2 vemos primero la famosa década 1963-1974, luego está el período 1982-1987 y finalmente el período 1990-1998. Por último el ciclo iniciado en 2002. ¿Cómo crecimos en estos tres episodios? En los sesenta crecimos esencialmente acumulando mucho capital, acumulamos verdaderamente por transformaciones productivas. En los ochenta tuvimos crecimiento sobre la base de empleo, productividad negativa, capital cercano a cero. En los noventa cuando uno incorpora la crisis del tequila y corrige adecuadamente en términos de la tendencia, se observa que el crecimiento del producto sostenible y el de la productividad lucen menos de lo que muchos creímos en ese momento. El punto esencial es que la acumulación de capital que la Argentina tuvo fue inferior a la que probablemente un modelo del tipo neoclásico de crecimiento hubiera dicho que teníamos que tener.

Existen explicaciones alternativas a este fenómeno, si es que está bien medido. Puede explicarse por el arrastre de un problema de gobernabilidad contractual, o sea, los defaults y las violaciones contractuales que ya había tenido la Argentina. Esto es así porque lo que explica esta historia es la macroeconomía de la “especificidad del capital”, que uno tiene que hacer inversiones para luego recuperarlas; y eso conecta esencialmente a las reformas e instituciones con las inversiones y el crecimiento de la productividad. Si eso fue cierto para los noventa, en el sentido de “cargar” con las culpas de discrecionalidad y violaciones contractuales en el pasado, resulta una visión algo pesimista sobre las perspectivas de la inversión a futuro.

Mi conclusión es que la “nueva macro” lleva a poco capital y a poca productividad total de los factores, dependiendo de si el gobierno se revela de “tipo B” (no hace reformas para resolver las crisis financiera y contractual de la Argentina y elude una consolidación fiscal sostenible). El argumento es

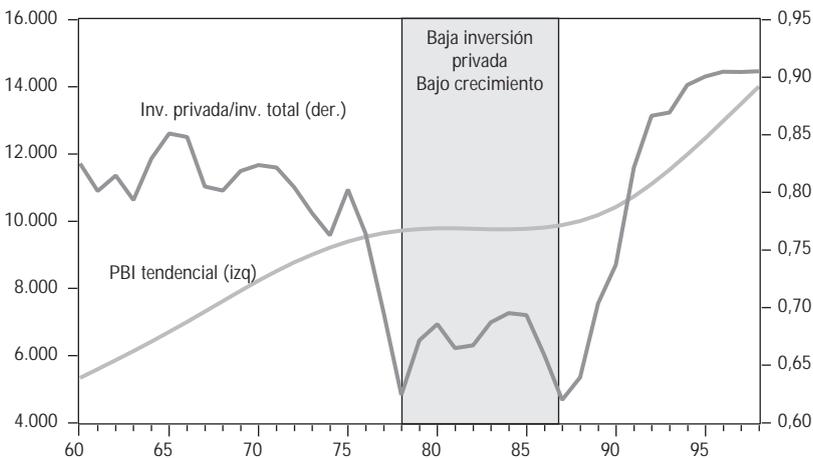
que, en lo que a acumulación de capital se refiere, el problema en la Argentina es de tipo contractual. Al final del cuadro 2 está el 4,7 por ciento que se infiere de la frase del presidente de que cada quince años vamos a duplicar la riqueza en la Argentina. Simplemente no voy a hacer ninguna proyección, les pido a ustedes que reflexionen sobre cómo la vamos a obtener. Eso es lo que esencialmente quería hacer.

**INVERSIÓN PRIVADA E INVERSIÓN PÚBLICA**

El argumento de que el vacío se llena con inversión pública tiene un problema de financiamiento y otro problema que es la evidencia histórica, nuevamente molestándonos. En el gráfico 3 se presenta nuevamente la línea tendencial del producto bruto de la Argentina. Se ven los sesenta, el estancamiento de mediados de los setenta y los ochenta, los noventa. Por disponibilidad de series homogéneas el ejercicio de medición llega hasta el año 1998. En el gráfico se puede observar la participación de la inversión privada en la inversión total.

En realidad, en el momento en que la Argentina menos creció, la participación de la inversión privada fue la más baja. Por residuo, fue alta la inversión pública debido a que no estaban bien puestos los incentivos para que la inversión privada funcione. Tanto en la expansión de los sesenta como en los noventa después, la Argentina acumuló capital y con eso pudo sostener tendencias mucho más altas. Esencialmente creo que la inversión pública tiene un rol importante y puede potenciar el crecimiento. Pero sólo de modo com-

**GRÁFICO 3**  
**INVERSIÓN PRIVADA, INVERSIÓN PÚBLICA Y CRECIMIENTO**  
**ARGENTINA 1960-1998**



plementario. Ahora no debemos caer en el fundamentalismo de creer que la inversión pública nos va a salvar. Los datos son muy duros con esa creencia.

### CONCLUSIÓN FINAL: LOS DESAFÍOS DE LA “NUEVA MACRO”

Me queda un último minuto para mostrarles lo que pienso que es el *road map* –una frase que ahora está de moda– sobre los desafíos de la nueva macro y las cinco “postas” esenciales que –a mi entender– son las que van a definir la situación de acá en adelante. Probablemente no sean secuenciales, y adhiero al punto de Ricardo Arriazu de mirar las cosas en términos de equilibrio general.

- El primer punto: la negociación externa, incluyendo el tema de la deuda, y la normalización contractual, cómo hacer para normalizar el sistema financiero y el régimen regulatorio.
- El segundo punto, algo que mencionaron tanto por Guillermo Calvo como Ricardo Arriazu y Roque Fernández en términos de la estabilidad monetaria y el problema del cambio de portafolio en la Argentina: ¿cómo hacer viable –si es que de alguna manera se puede hacer– la desdolarización voluntaria y definitiva de la Argentina?
- La posta número tres es la consolidación fiscal creíble y sostenible en el tiempo: ¿cómo crear instituciones fiscales genuinas para un superávit primario creíble y sostenible?
- La posta número cuatro es el control de la expansión y la solvencia externa en términos de cuellos de botellas para el problema de la expansión del crédito.
- Por último, el tema de crecimiento sostenible en términos de incentivos a la inversión privada y a la productividad.

Detrás de todo esto se encuentra un balance entre tres cuestiones: el “tipo” de gobierno, la gobernabilidad y la negociación externa. La conclusión final es que este resultado, lo que vamos a estar leyendo en términos de este partido, va a depender esencialmente de cómo se resuelva esta trilogía.



---

## COMENTARIOS Y RESPUESTAS DE LOS EXPOSITORES

**Moderador:** Ricardo Arriazu, usted mencionó la estrategia del *step up*, que fue hoy criticada por Federico Sturzenegger quien dijo que significa patear la pelota hacia adelante, pero partió de un elemento importante ya que en sus cuentas la estrategia de *step up* está sustentada en la contabilidad correcta de los problemas previsionales de la Argentina en el futuro. Ahora, el gobierno tiene un proyecto diferente: acaba de anunciar la reinstauración del sistema de reparto. Es decir, acaba de anunciar que, lejos de terminar con el sistema de reparto lo reincorporará ofreciendo nuevamente un endeudamiento hacia el futuro. ¿Cómo se compatibiliza esta propuesta con lo que usted planteaba?

**Ricardo Arriazu:** En realidad hay dos partes. La primera es que cuando está mirando el tema de la deuda lo está viendo en una foto, con el típico *overshooting* del tipo de cambio y por lo tanto con el PBI mucho más bajo en una deuda que básicamente está dolarizada. En consecuencia es absolutamente imposible de compatibilizar a menos que rompa el tema. Esto es así aun cuando le dé valor cero a la deuda *defaulteda*.

Lo que usted está diciendo con respecto al sistema de seguridad social en realidad es consecuencia de la mala contabilidad, no de la buena. Como no cambiarán la contabilidad entonces comenzarán a aparecer los cambios del pasado como mejoras fiscales. Cuando usted cambia al sistema de reparto de vuelta lo que está haciendo es quedarse con la caja hoy y comenzar a acumular deuda para mañana: está cambiando la contabilidad aprovechando la mala contabilidad pública. En consecuencia resuelven el problema fiscal en este momento creando deuda para el futuro; es otra forma de *step up*. Pero nos estamos engañando, lo que estoy diciendo es: una vez más nos engañamos en la Argentina, por una mala contabilidad pública.

**Moderador:** Alberto Ades, hay una pregunta vinculada a la exposición de Guillermo Calvo. Puso mucho énfasis en el viento a favor del ingreso de capitales hacia América latina a partir de sus gráficos, el efecto ENRON y la caída del riesgo emergente. Sin embargo, puso mucho más énfasis en el tema

del ahorro interno y daba la impresión de que estaba planteando que no estaba ese efecto o éste, por lo menos, no era importante.

**Alberto Ades:** No sé si Guillermo Calvo se refería al aumento de los flujos de capital a la región en términos tendenciales, pero para nosotros que estamos en el mercado claramente en la primera mitad del año 2003, sobre todo en el segundo trimestre, vemos un ambiente mejor que el que vimos en la segunda mitad del año pasado. Pero cuando uno lo mira desde el año 1997, los números muestran que los flujos a la región han disminuido muy sustancialmente. Alcanza solamente con pensar o recordar cuáles son los déficit de cuenta corriente que tenían la mayoría de los países latinoamericanos en el año 1997. Estamos hablando de déficit en cuenta corriente de entre el 3 y el 7 por ciento del producto dependiendo del país. Hoy eso no es financiable, o sea, hoy la Argentina tiene un superávit de cuenta corriente monumental, Brasil tiene un déficit de cuenta muy pequeño, Chile tiene un déficit de cuenta muy pequeño. Digamos, el patrón general de la región es que no hay la misma cantidad de flujos de capital.

Otra forma de verlo es con inversión directa. La inversión directa que fue muy sólida aun en crisis anteriores, hoy muestra otra cosa: Brasil terminará el año con inversión directa de aproximadamente 7.000 u 8.000 millones de dólares, en el año 2000 tuvo 30.000 millones de dólares; México terminará este año también con cerca de 8.000 o 9.000 millones de dólares, en los buenos años México recibía el doble.

**Moderador:** Eso a pesar de la codicia que mencionaba Ricardo Arriazu y a pesar de la tasa de interés tan baja.

**Alberto Ades:** Correcto.

**Moderador:** Hay varias preguntas vinculadas a la presentación de Fernando Navajas, es decir, fueron previas pero ésta las reforzó porque presentó en el cambio de preferencias del votante medio el problema de la distribución del ingreso de la Argentina y los problemas de pobreza e indigencia. En primer lugar, Fernando Navajas mostró el gráfico pero por ahora no explicó su teoría de por qué pasó eso. Hay también varias preguntas sobre por qué no se dio en los noventa, digamos para usar la jerga, el efecto derrame o mejoras importantes en la distribución del ingreso, y otras preguntas vinculadas a la confiabilidad de un fondo anticíclico en este contexto.

**Fernando Navajas:** En realidad, lo puse ahí para provocar la discusión. Lo que a mí efectivamente me parece que ocurrió en materia de las preferencias de lo que llamo “el votante medio” no tiene nada que ver con las explicaciones de por qué ocurrió esto. Hoy cuando lo escuchaban a Ricardo López Murphy y en la exposiciones que se hicieron acá, básicamente de lo que se habla es de solidez institucional, instituciones para el crecimiento, seguros, o sea que la economía es, en realidad, comprarse una gran cantidad de seguros a través de instituciones. Calvo mismo lo mostró a través de las caracte-

terísticas estructurales de Chile versus la Argentina, que uno puede relacionar en última instancia con instituciones, apertura de la economía, instituciones fiscales, etc. Las explicaciones que tenemos nosotros son muy diversas, ahora me temo que las explicaciones que tiene el votante medio en la Argentina no son éstas, ésta es la realidad, y el gobierno que tenemos en la Argentina es un gobierno que refleja esencialmente eso. Lo que tenemos que esperar ahora en la práctica es lo que este gobierno va a hacer si parte de una visión de que en realidad lo que salió mal fue por las reformas estructurales. No es una cuestión de explicación, digamos, puedo tener la teoría y explicarlo de la manera que quiera, ahora lo que tengo hacia adelante es un problema diferente.

**Ricardo Arriazu:** A la persona que perdió el empleo, a la persona que perdió su ingreso, a la persona que está endeudada en dólares y no puede pagar una deuda no le va a explicar ni lo va a convencer, esa persona sufre. Ahora los políticos generalmente se agrupan en dos categorías y agrego una tercera. El estadista es aquel que le dice a la gente: "Conozco sus dificultades, no las puedo solucionar hoy, las vamos a solucionar gradualmente", le explica claramente los sacrificios y le da esperanza. El demagogo es la persona que sabe cuál es la consecuencia de lo que hace, pero no le importa, porque no va a estar para pagar las consecuencias de lo que está haciendo. Lamentablemente en la Argentina hay un tercer tipo de político: aquel que cree que puede dar y no se da cuenta de que no puede. Ése es el más peligroso de todos.

**Moderador:** Hay una pregunta de un curioso que quiere saber: ¿por qué a Arriazu le gusta tanto el tipo de cambio fijo?

**Ricardo Arriazu:** Para mí sería tan fácil pedir perdón, decir que soy un pecador arrepentido o como mínimo callarme la boca. La gente no sabe pero soy un ex flotador converso. Cuando tenía pantalones cortos y Estados Unidos abandonó la convertibilidad fui invitado por el Congreso norteamericano a discutir sobre la decisión que se acababa de tomar. Tenía a la par a Freedman. Recuerdo que ahí estaba defendiendo la flotación y Freedman me miró y me dijo: "Un momentito, la flotación es para los países grandes, no para los países chicos y un país como la Argentina con la política monetaria que tiene no debería tener moneda". Era el año 1971. Recién me convertí cuando volví a la Argentina y vi cómo funcionaba.

¿Cuál es mi verdadera posición? Creo que cada país debe tener el sistema cambiario de acuerdo con sus características estructurales. Todos los sistemas son equivalentes si se maneja bien la política fiscal, la política monetaria y toda la flexibilidad de variables. Son exactamente equivalentes. De lo que no hay la menor duda es que para detener una hiperinflación se necesita tipo de cambio fijo, no hay otra experiencia. La otra cosa de la que no hay la menor duda es que cuando su unidad de cuenta es el dólar, la gente piensa en dólares, y entonces toda la idea de que cambiando precios automáticamente estoy cambiando la tasa de retorno de los activos financieros, y por lo

tanto estoy generando salidas de capitales que son mucho más graves que el simple cambio que está ahí.

Ahora, una cosa, dejó en la pregunta la parte más irritante que es cómo soy tan testarudo que luego de que fracasara en la Argentina en la década del ochenta, de nuevo ahora, fracasó en Chile. Japón tuvo tipo de cambio fijo desde 1945 hasta 1974, el tipo de cambio real medido de manera tradicional era del 20 por ciento. Alemania tuvo tipo de cambio fijo y alcanzó las mayores tasas de crecimiento hasta el año 1974. Singapur también hasta 1974, China tiene veinte años de tipo de cambio fijo, Hong Kong tiene más de treinta y cinco, Alemania y Francia para tratar de superar sus dificultades tuvieron tipo de cambio fijo durante cerca de treinta años. El problema es que si quiero tener tipo de cambio fijo con desequilibrio fiscal y con una política monetaria absolutamente inconsistente no es un sistema de tipo de cambio fijo, eso es una estupidez.

**Moderador:** Abrir la economía es bueno pero, ¿cómo hacerlo ante países ricos que no nos abren sus mercados agrícolas?

**Alberto Ades:** Desde el punto de vista de la política económica de cómo se vende domésticamente es más complicado, pero nosotros los economistas sabemos que los beneficios de la apertura comercial se reciben abra o no el que está del otro lado. Ahora que a este gobierno le gusta hablar tanto de los países normales, la experiencia es Chile. Chile abrió unilateralmente, no le pidió nada a nadie y los acuerdos de libre comercio con Europa, Estados Unidos y con algunos países asiáticos los ha cerrado muy recientemente. La apertura que ha llevado adelante Chile en los últimos veinte años ha sido unilateral.

**Moderador:** Para Fernando Navajas: con el desempleo del 20 por ciento ¿son posibles las reformas de segunda generación?

**Fernando Navajas:** Creo que probablemente la reforma política y la reforma del Estado, si ustedes se ponen a pensar, son imprescindibles en la Argentina, y lo son justamente con el desempleo del 20 por ciento porque son las que básicamente van a darle sustento y seriedad a la asignación de recursos y al gasto público. Creo que en ese sentido están bien diseñadas. Acá en la Argentina hay una tendencia en los últimos años, en parte por lo que traté de exponer, de pensar que la lucha por la equidad y las reformas son incompatibles. Diría más: todavía en los últimos meses lo que se ha tratado de demostrar es que el respeto contractual y la equidad son incompatibles. Miren lo de las ejecuciones, miren lo de las tarifas: esas cosas se pueden resolver, son técnicamente compatibles. Una de las tareas que el grupo de *economic advisors* propuesto por Calvo debería tratar de hacerle entender al presidente es que esas cosas se pueden resolver.

**Alberto Ades:** Siguiendo un poco con la pregunta de Fernando Navajas creo que algo interesante con el tema de la reforma política es cómo la refor-

ma política estuvo en el centro de la discusión en 2001 y en 2002 y hoy no lo está. Hoy la atención, o lo que ha logrado este gobierno nuevo, es desviar la atención hacia la necesidad de reformar la Corte Suprema, la necesidad de reformar las Fuerzas Armadas, la necesidad de reformar la policía. Todo debe ser reformado excepto la política. Creo que la corporación política ha sido muy inteligente en la Argentina, no solamente en desviar nuestra atención sobre la necesidad de lo que tiene que ser reformado, sino en la forma en que se planteó la elección de abril. En la elección de abril el pueblo argentino terminó eligiendo entre opciones que pertenecían a la corporación política.

**Moderador:** Hay una pregunta para Alberto Ades, que en realidad ya contestó, que dice: el gobierno apoyará el crecimiento del país sobre la base de la obra pública ¿qué opina sobre esto? Creo que ya está contestado en sus gráficos ¿quiere reforzarlo?

**Alberto Ades:** Creo que está contestado. La experiencia histórica argentina en términos de retorno de la inversión es muy clara, también lo mostró Fernando Navajas en la gráfica donde analiza el crecimiento tendencial. Creo que al margen del tema retorno de inversión y asociado con el tema de retorno de la inversión están las oportunidades de corrupción que se generan, y ahí alcanza no solamente la experiencia argentina sino la experiencia internacional. El sector obra pública, inversión pública es internacionalmente uno de los sectores más corruptos.

**Moderador:** Ricardo Arriazu, el salario medio del sector público sigue siendo 40 o 60 por ciento superior al salario medio del sector privado ¿esto ocurre en otras economías como la de Estados Unidos o Europa? Si esto no se revierte ¿no es una traba significativa al equilibrio fiscal y a la recuperación de un crecimiento sustentable?

**Ricardo Arriazu:** Creo que debemos diferenciar claramente lo que son ciertos salarios del sector público nacional y ciertos salarios del sector público provincial. Está claro que el sector privado en el interior tiene que compensar los mayores costos de transporte, y además cuesta menos vivir en el interior. Cuando el gobierno intenta poner salarios nominales en el interior iguales a los de Buenos Aires, que en el fondo significan salarios reales mucho más altos, lo que hace es desplazar totalmente al sector privado, está generando desempleo y que el sector público actúe como desempleo. No creo que sea totalmente cierta la frase “en el sector público nacional”, si lo compara con el salario promedio privado no es tanta la diferencia.

**Moderador:** Roque Fernández, usted presentó esta idea del FMI como síndico en este contexto. Bueno, algunas de estas ideas como comentaba se estaban discutiendo hace algún tiempo, sin embargo, después de los últimos intentos parece que hubieran dejado de debatirse, por lo menos no está en los medios, no está en la reuniones. ¿Ha perdido popularidad la idea?, ¿los

acreedores “ganaron”?, ¿o simplemente sigue la idea pero no se ha estado discutiendo en los medios?

**Roque Fernández:** Hubo una reunión a fines del año 2002 donde Anne Krueger avanzó bastante con la propuesta, porque una forma de avanzar era que los países adhirieran a una reforma de los Estatutos del FMI de manera tal que las cláusulas de acción colectiva y un ente, que podría ser o no el FMI actuando como síndico del concurso, iban a tener la categoría de un acuerdo o de un tratado internacional. Esa propuesta perdió. No obstante, lo que hablaba hoy con Guillermo Calvo en el almuerzo –o sea, noticias de Washington– es que perdió esa discusión pero el tema sigue muy vivo.



