

EL VALOR ECONOMICO DE LA CERTIDUMBRE *

por Jorge C. Avila

I. INTRODUCCION

Todas las naciones prósperas se parecen; las decadentes, en cambio, reconocen sus fracasos en males propios. El mal que aqueja a la Argentina es la excepcional incertidumbre que ha trabado su vida económica en las últimas décadas. A menudo se citan como causas primordiales del atraso, tanto el acentuado apartamiento

(*) El ensayo fue escrito como trasfondo conceptual de las presentaciones de Macroeconómica S.A. ante sus clientes. La primera versión data de agosto de 1987. Desde entonces recibí una cantidad de comentarios, críticas y sugerencias de estilo y de fondo que agradezco francamente. Quiero expresar mi gratitud a Ricardo Arriazu, Daniel Artana, Enrique Bour, Miguel Angel Broda, Osvaldo Cortesi, José María Fanelli, Pablo Gerchunoff, José Saúl Lizondo, Ricardo López Murphy, Alfonso Martínez, Dante Simone, Luis Soto, Adolfo Sturzenegger, Federico Sturzenegger, Alejandro Vegh Villegas y Roberto Zoragno. Como es usual, los errores que quedan son de mi exclusiva responsabilidad.

(**) Economista Jefe de MACROECONOMICA S.A.

del libre comercio como el grado de regulación de los mercados y de socialización de la economía; en este ensayo se intenta fundamentar una doble hipótesis y una tácita causalidad: 1) que el déficit fiscal -incluyendo los diversos desequilibrios "parafiscales"- es la principal fuente de incertidumbre; 2) que la incertidumbre -definida de manera específica- es el factor preeminente en la explicación del retroceso material que se registra desde comienzos de los años 70. La idea es que la persistencia de déficits inusualmente elevados, financiados pendularmente con impuesto inflacionario o endeudamiento externo, generó una secuencia de fuertes ajustes de precios relativos que dificultó e hizo menos confiable la evaluación de los flujos de beneficios futuros de los proyectos de inversión, lo cual terminó rebajando la dotación de capital por trabajador, entorpeciendo la incorporación del progreso tecnológico y, como conclusión, contrayendo el ingreso per cápita. El crecimiento procede de la inversión, en capital físico, en capital humano, en investigación básica, en mejor organización productiva y comercial, en información más pronta y precisa. La inversión entraña tomar fondos líquidos y de bajo riesgo, cristalizarlos en formas definidas y permanentes y apostar a que serán recuperados con creces, o al menos compensado su costo de oportunidad. De modo que la claridad y la profundidad del horizonte es crucial. El colapso fiscal y su correlato de incertidumbre de precios relativos clave ha operado distorsionando los márgenes intertemporales que gobiernan la inversión. Por el contrario, las restricciones al comercio internacional, las regulaciones sectoriales y un nivel de gasto público que excedería el óptimo social, carecen de impacto de primer orden sobre la tasa de crecimiento del ingreso per cápita, pues afectan márgenes estáticos y provocan caídas de una sola vez del ingreso real del país 1/.

El orden del ensayo es el siguiente. La sección II presenta la evidencia empírica. Tanto de la comparación internacional como de la histórica, surge con nitidez la doble correspondencia: 1) a mayores déficits mayor vola-

tilidad de precios relativos, a menores déficits menor volatilidad de precios relativos; y 2) a mayor volatilidad menor crecimiento del ingreso per cápita, a menor volatilidad mayor crecimiento del ingreso. La sección III desarrolla una interpretación de los fenómenos descritos. La alternancia entre inflación e ingreso de fondos externos para el sector público, promueve grandes variaciones de los niveles de equilibrio del tipo de cambio y la tasa de interés en términos reales -entre otros precios-, que posibilitan el ajuste de la economía a las sucesivas innovaciones presupuestarias. Puesto que la aversión al riesgo es un rasgo del comportamiento económico, la volatilidad de precios clave traba el proceso de acumulación al originar una cuña en el mercado de capitales. La magnitud de la brecha entre el precio de demanda de los fondos de inversión y el precio de oferta del ahorro está positivamente relacionada con la varianza de precios y el grado de aversión al riesgo. Finalmente, la sección IV presenta un esquema de política económica, cuyo objetivo fundamental es propiciar trayectorias suaves y previsibles de los precios relativos importantes desde el punto de vista macroeconómico, para ensanchar así el horizonte del inversor. Los pilares de la política son: a) equilibrio presupuestario, no puntualmente sino como promedio del ciclo económico; b) financiación de los desequilibrios a través de los instrumentos de la deuda pública tradicional, salvo en presencia de desajustes que se evalúen como permanentes, en cuyo caso se impondrá la revisión global del presupuesto; c) recuperación del crédito voluntario y efectiva apertura de la cuenta de capitales. El equilibrio presupuestario limitará drásticamente las fuentes domésticas o internas de volatilidad, pero es impotente para contrarrestar los ajustes de precios relativos inducidos por cambios en los mercados internacionales de capitales y "commodities". La posibilidad de intercambiar derechos sobre ingresos futuros con el resto del mundo, es la vía apropiada para estabilizar en el tiempo el consumo agregado, ya que no existe un mercado asegurador de calamidades macroeconómicas.

II. LA EVIDENCIA

Esta sección está abocada a correlacionar estadísticamente la tesis del ensayo. Para ello es menester definir la incertidumbre y medirla. Identificaremos la noción de incertidumbre con el concepto de volatilidad (temporal) de un conjunto de importantes precios en términos reales: el tipo de cambio, el salario y la tasa de interés, y mediremos el fenómeno con estadísticos simples tales como la varianza o el desvío standard de las respectivas series de tiempo. Consecuentemente, se afirmará que una economía transita una época de incertidumbre cuando la varianza de precios relativos es elevada, en comparación con otras épocas de su historia o con otros países en la misma época. Nuestro objeto es explicar el crecimiento económico concentrando la atención en la conducta del inversor individual y sus condicionantes. En tal sentido, una varianza de precios tendiendo a cero indicará que el flujo de ingresos futuros del proyecto podrá ser valuado a precios relativos muy similares a los vigentes en el momento de decidir la inversión; por el contrario, una varianza de precios excepcionalmente alta le quitará toda utilidad referencial a los niveles presentes de precios. Por consiguiente, se entenderá que una economía es "previsible" y "segura" cuando su índice de volatilidad es bajo relativamente.

La tesis del ensayo destaca una firme correlación entre déficit fiscal consolidado, volatilidad de precios y crecimiento del ingreso per cápita. Se presentan dos cuadros. El cuadro 1 compara entre sí cinco etapas de la historia argentina reciente y el cuadro 2 compara la performance macroeconómica de la Argentina en la última etapa con la de un grupo selecto de países.

Cuadro 1 - Argentina
Déficit fiscal, volatilidad y crecimiento

Período	Volatilidad				Crecimiento ingreso per cápita (% acumul.)
	Déficit (% PBI)	TR Cbio.	Sal. R.	TR Int.	
1915-28	1.4	0.4	8.7	-	2.0
1933-45	3.4	1.3	5.3	5.2	1.7
1946-58	8.7	9.0	9.2	7.6	1.4
1959-72*	3.0	1.5	5.6	8.6	2.6
1973-84	12.4	20.0	18.4	25.1	- 0.7

(*) - El año 1959 se eliminó de las mediciones de volatilidad por considerárselo demasiado atípico.

Aclaraciones: para el déficit fiscal se consigna el promedio anual simple del desequilibrio del sector público. El tipo real de cambio se define como el índice de precios al por mayor de los EE.UU. por el tipo de cambio libre (pesos por dólar) dividido por el índice de precios al consumidor de la Argentina; el coeficiente de volatilidad corresponde a la varianza dividida por la media estadística del período. El salario ha sido deflactado por el índice de precios mayoristas; el coeficiente de volatilidad corresponde al desvío standard de su tasa anual de variación. La tasa de interés nominal anual ha sido deflactada por la variación del índice de precios implícitos; el coeficiente de volatilidad es el desvío standard de la serie. Para moderar el impacto de los valles y los picos del ciclo económico, se ha calculado la tasa de crecimiento acumulativa del ingreso per cápita igualando los valores correspondientes a los años de comienzo y fin de cada etapa, al promedio simple de un intervalo de cinco años centrado en el año correspondiente.

Fuente: elaboración propia en base a IEERAL (1986). La volatilidad de la tasa de interés real se calculó en base a Arnaudo (1987), salvo para los años 1977-85 en los que se recurrió al anuario estadístico del FMI.

Cuadro 2
Comparación internacional (1974-85)

País	Déficit (% PBI)	Volatilidad			Crecimiento ingreso per cápita (% acumul.)
		TR Cbio.	Sal. R.	TR Int.	
Argentina	6.5 (3.2)	19.9	21.8	23.3	- 1.1
Chile ...	0.1 (3.2)	5.1	10.3	11.3	0.6
Uruguay..	2.9 (2.6)	7.6	-	10.3	0.6
EE.UU. ..	3.4 (1.6)	0.1	0.9	3.4	1.5
RFA	2.0 (0.7)	3.6	1.0	2.2	2.1
Japón ...	6.1 (1.7)	1.0	2.0	3.6	3.2
Paraguay	0.1 (1.0)	2.4	-	7.6	2.9
Singapur	-1.4 (1.3)	0.3	-	2.9	5.9
Corea ...	1.9 (0.8)	0.5	4.6	4.2	6.2

Aclaraciones: el déficit fiscal es el promedio anual simple a nivel de Administración Central; entre paréntesis se consigna el desvío standard respectivo. Los índices de volatilidad han sido medidos de igual manera que en el cuadro 1. Lo mismo cabe decir respecto del crecimiento del ingreso per cápita, salvo que ahora los intervalos son de tres años.

Fuente: elaboración propia en base al Anuario de Estadísticas Financieras Internacionales, FMI (1987).

Principales observaciones

- 1) Puede apreciarse una nítida correlación positiva

entre el tamaño del déficit fiscal y cualquiera de los índices de volatilidad. Dado que la medida de déficit empleada en el cuadro 1 es más homogénea y abarcadora del desequilibrio global del sector público financiero y no financiero, la correlación entre déficit y volatilidad es más estrecha en la serie histórica argentina que en la comparación internacional.

2) Se verifica, asimismo, una nítida correlación negativa entre el nivel de los índices de volatilidad y la tasa de crecimiento económico.

3) De manera que las etapas o los países de finanzas públicas más ordenadas, coinciden en exhibir una reducida volatilidad de precios relativos y un elevado ritmo de crecimiento del ingreso per cápita. Tal fue el escenario en las etapas comparativamente estables de la Argentina (1915-28; 1933-45; 1959-72), y asimismo ese escenario es el que predominó en países tales como EE.UU., Alemania Federal y Japón, y con mayor definición en Paraguay, Singapur y Corea, en el período 1974-85. Por el contrario, los escenarios que se caracterizan por déficits muy elevados en promedio (y/o marcadamente inestables) coinciden con niveles de volatilidad significativamente superiores. En este rango entra la etapa 1946-58 y, particularmente, la de 1973-84. La última corresponde al tiempo del colapso fiscal, que se extiende hasta el presente, y exhibe niveles de volatilidad inusualmente altos y contracción del ingreso per cápita. Internacionalmente, este contexto se reprodujo -si bien menos intensamente- en Chile y Uruguay, que experimentaron índices de volatilidad más empujados que los observados en los restantes países de la muestra, y correspondientemente un muy bajo crecimiento.

4) Sobre la medición y el papel del déficit fiscal como generador de incertidumbre: La medida del déficit considerada en el cuadro 2 es la única disponible a nivel internacional, pero no es la más apropiada porque corresponde al desequilibrio de la Administración Cen-

tral exclusivamente. El inconveniente queda de manifiesto al comparar la Argentina con el Japón. El déficit a nivel de Administración Central en el período examinado fue en la Argentina aproximadamente la mitad del que corresponde considerar a los fines de investigar la inestabilidad macroeconómica (véase etapa 1973-84 en cuadro 1). Opuestamente, a juzgar por informes de revistas internacionales especializadas, tanto el conjunto de las provincias como el sistema previsional japonés exhibirían fuertes superávits, capaces de neutralizar en amplia medida el déficit del Tesoro Nacional del país. El caso chileno es interesante, pues la coexistencia de un virtual equilibrio presupuestario y una elevada volatilidad de precios contradeciría nuestra tesis. La respuesta en la ocasión reside, opinamos, en la inestabilidad del desequilibrio (se desconoce cuán comprensiva del desequilibrio global del sector público es la medida seguida por el FMI). Sorpresivamente, el desvío standard del déficit chileno es parecido al argentino; en el período evaluado Chile giró con frecuencia de fuertes déficits a superávits y viceversa, forzando importantes ajustes de precios relativos que restaron horizonte al público inversor. El caso uruguayo es análogo al chileno, aunque más moderado. En síntesis, a los efectos de la previsibilidad y el crecimiento no sólo importa el tamaño medio del déficit sino también su estabilidad. La afirmación lleva implícito un juicio de causalidad: el déficit causa volatilidad y la volatilidad causa bajo crecimiento. Cabe especular con la existencia de un elemento escondido cuyas variaciones dominan las variaciones aludidas. Un candidato obvio son los términos de intercambio. Históricamente se observa en la Argentina que un deterioro del poder de compra de las exportaciones causa déficit, sin embargo, abundan experiencias históricas de fuertes ajustes presupuestarios en años de malos y regulares términos de intercambio (1932-34; 1952; 1959; 1976-80) y de fuertes disparadas del déficit en años de buenos y excelentes términos de intercambio (1946-50; 1953; 1973-75). Las instancias que se citan sirven para demostrar que el déficit cae en la

categoría de variable exógena, esto es controlable por las autoridades económicas, por lo cual es económicamente apropiado afirmar que el mismo es la causa primera de la volatilidad de precios relativos.

III. UNA INTERPRETACION

El escenario que tenemos in mente se encuadra dentro de los lineamientos generales del modelo "australiano" o de "economía dependiente", tan popular en la literatura de economía monetaria internacional de los últimos diez o quince años. Sumariamente, el mismo se caracteriza en estos términos:

- i) la economía del país es pequeña y abierta, por lo cual adopta como datos los precios de los bienes exportables e importables, al igual que la tasa de interés libre de riesgo;
- ii) la economía está poblada por individuos que producen y consumen bienes que se comercian con el resto del mundo (exportables e importables) y bienes que no se comercian (bienes domésticos o servicios en general). El precio de los bienes comerciados se define en términos de los no comerciados se define como el tipo de cambio real;
- iii) los individuos ahorran una fracción de su ingreso, parte de la cual es colocada en dinero local y activos externos sin riesgo y el resto se transforma en inversión fija interna;
- iv) existe un gobierno que gasta en bienes y servicios valuados nulamente por el sector privado, y que se financia a través de gravámenes no distorsivos. El fisco incurre en déficits que se cubren mediante endeudamiento externo y/o impuesto inflacionario;

- v) los individuos exhiben aversión al riesgo, hecho que explica que repartan su riqueza entre los tres activos referidos;
- vi) los individuos forman racionalmente sus expectativas, aunque el conocimiento del curso futuro de la política económica -el tamaño del déficit y la estrategia de financiamiento del mismo- es incompleto. El nivel general de precios es absolutamente flexible, salvo, naturalmente, en circunstancias de fijación del tipo de cambio.

DEFICIT FISCAL Y VOLATILIDAD

Supóngase que un déficit presupuestario de tamaño dado comienza a financiarse con fondos externos en mayor proporción. ¿Cómo se ajusta la economía ante la innovación presupuestaria? En ausencia de variaciones de tecnología, términos de intercambio, política comercial, composición del gasto público, u otras modificaciones por el estilo, se observará una caída del tipo de cambio real de equilibrio, pues la evidencia parecería señalar que el sector privado se comporta como si no descontara el esfuerzo tributario que en el futuro le exigirá el rescate de la deuda en la que está incurriendo el gobierno. Por consiguiente, la innovación presupuestaria provoca un aumento del gasto agregado y una apreciación de los bienes domésticos -caída del tipo de cambio real- para racionalizar su oferta que es comparativamente inelástica.

Ahora bien, cuando el horizonte de financiamiento externo es limitado y el público percibe en alguna medida, el retorno a una recaudación más intensiva del impuesto inflacionario, el plan de estabilización convi-

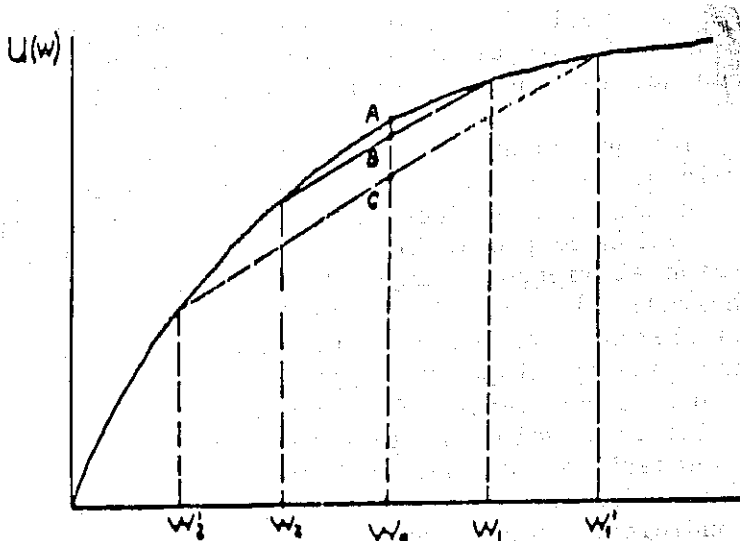
virá no sólo con "atraso cambiario" sino también con una tasa de interés real crecientemente positiva. Convergen en la explicación del fenómeno tres razones: a) la expectativa de un pronto retorno al ritmo de devaluación de la moneda nacional que tenía vigencia antes de la innovación presupuestaria -puesto que el stock de reservas internacionales es finito, existe una correspondencia entre las necesidades de recaudación inflacionaria y la tasa de devaluación $\frac{2}{-}$; b) la percepción de que la eventual sustitución de crédito externo por impuesto inflacionario inducirá una recuperación del tipo de cambio real, y que la misma se concretará mediante aumentos absolutos del precio de los bienes comerciados superiores a los aumentos de los bienes no comerciados, -antes que por vía de la deflación del sector doméstico-. Los individuos conocen la estructura de la economía y procesan eficientemente la información relevante a su disposición. Los dos factores señalados operan aumentando la tasa de interés local en relación a la internacional y quedarían englobados en lo que genéricamente se denomina "riesgo cambiario". Existe, adicionalmente, un tercer factor que opera en dirección contraria: c) si la caída del tipo de cambio real es gradual durante el período de elevado ingreso de capitales -según lo atestigua la experiencia argentina reciente- el costo de oportunidad de los fondos invertidos en el sector doméstico, fundamentalmente, será inferior a la tasa de interés internacional más el riesgo cambiario en medida equivalente a las ganancias de capital promovidas por la apreciación del capital asignado al referido sector $\frac{3}{/}$.

En síntesis, cuando la innovación presupuestaria consiste en un financiamiento externo de mayor envergadura, el tipo de cambio de equilibrio caerá, el salario aumentará más que proporcionalmente (por el teorema de Stolper-Samuelson y porque la industria doméstica es trabajo-intensiva $\frac{4}{/}$), y la tasa de interés subirá, siempre en términos reales. Y viceversa cuando el financiamiento del déficit haga énfasis en la recaudación in-

flacionaria. La recurrencia del ciclo presupuestario -en todo momento nos referimos al presupuesto consolidado de los sectores público financiero y no financiero- ha condicionado y explica, en alta medida, las sucesivas coyunturas de inflación y balance de pagos atravesadas por el país en los últimos 40 años. El centro de gravedad del financiamiento ha ido rotando de una fuente a otra, exacerbándose la rotación en la década de 1970 y viéndose su impacto económico potenciado por el escarpado ascenso del déficit promedio 5/. En nuestra opinión, éste es el origen de la volatilidad de precios relativos, que alcanzó niveles francamente elevados en la etapa 1946-58 y abrumadores en la etapa 1973-85.

VOLATILIDAD, PRIMA DE RIESGO E INVERSION 6/

En un plano intuitivo, el vínculo entre volatilidad de precios relativos e incertidumbre económica es inmediato, bastando para ello aceptar el supuesto standard según el cual la utilidad derivada de la riqueza marginal es decreciente. Técnicamente esta hipótesis implica una función de utilidad del ingreso real cóncava y trasluce una actitud de aversión respecto del riesgo. El ejemplo siguiente es ilustrativo: imagínese una lotería con un 50% de probabilidad de ganar \$ 100 y un 50% de perder \$ 100. Es claro que su esperanza matemática (valor esperado) es 0. Si la utilidad del ingreso es decreciente, la utilidad esperada de la decisión de participar en la lotería es negativa, puesto que el salto de bienestar que nos procurarían \$ 100 extras en caso de ganar es menor que la caída de bienestar que sufriríamos en caso de perder los \$ 100. El argumento se grafica de esta manera:



donde w_0 es el nivel de riqueza en caso de mantenernos al margen de la lotería, el que, a su vez, coincide con el el valor esperado de la riqueza en caso de participar en una lotería de las características señaladas: una chance de 50% de ganar, situándonos en el nivel de riqueza $w_1 = w_0 + 100$, y una chance de perder del 50%, situándonos

en el nivel de riqueza $w_2 = w_0 - \$ 100$. La paradoja

del análisis estriba en que w_0 cuando es segura rinde un

nivel de utilidad simbolizado por la altura del punto A, en tanto que cuando w_0 constituye la esperanza matemática de un sorteo, la utilidad del individuo sólo alcanza el nivel simbolizado por B. La diferencia entre A y B, p, patentiza la pérdida de bienestar que un individuo con aversión al riesgo experimenta al dejar una situa-

ción de seguridad para aventurarse en empresas de incierto resultado. En otras palabras, la diferencia señala el máximo precio (en términos de utilidad) que el individuo estaría dispuesto a pagar con tal de tener la seguridad que su riqueza permanecerá en W_0 ; "p" es la

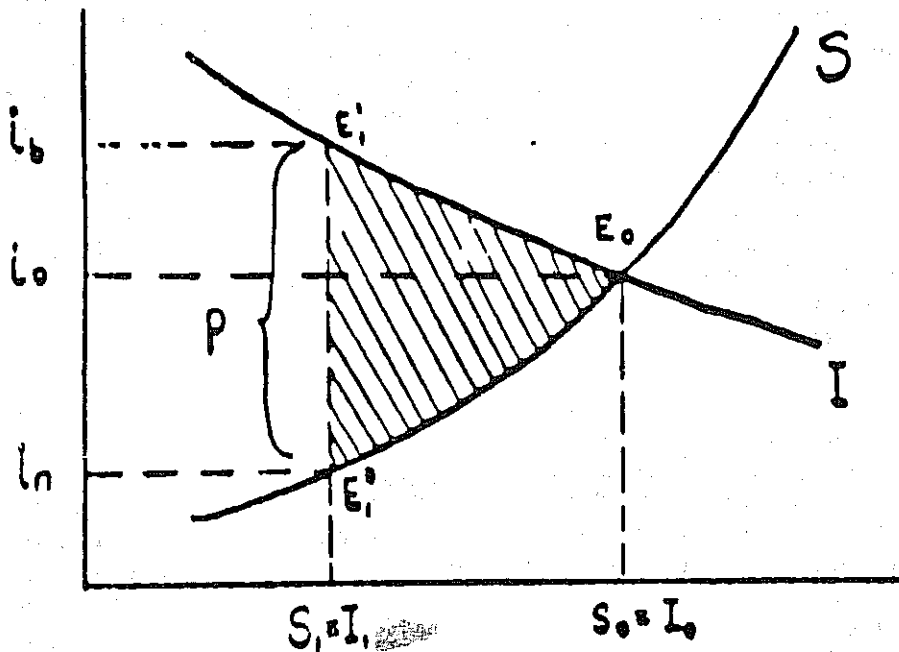
máxima prima que abonaría a una compañía aseguradora por tal servicio. De lo dicho se infiere que: 1) cuando los valores pecuniarios en juego son más significativos; 2) la distribución de probabilidades es menos favorable; 3) la aversión al riesgo es mayor (una función de utilidad más cóncava); 4) o por las infinitas combinaciones de los tres elementos anteriores, la prima de riesgo que el individuo estaría dispuesto a pagar para evitar la incertidumbre es creciente. El punto C refleja el simple ejemplo inicial, sólo que en esta ocasión el valor en juego ascendería a, digamos, \$ 150; el máximo precio que el individuo pagaría por la cobertura de un seguro en estas condiciones sería igual a $p' = (A - C)$, donde p' es mayor que p .

Si W_0 representa el patrimonio neto de un potencial inversor, y W_1 y W_2 representan los valores patrimoniales que resultarían, en los casos favorable y desfavorable, de la decisión de inmovilizar capital en un cierto proyecto de inversión, el camino especial por el cual se filtra la volatilidad de precios relativos en el proceso de formación de capital físico parece evidente. Un mismo proyecto de inversión, con idéntico valor esperado, W_0

colocado en suelo argentino estaría sometido a una turbulencia de precios decisivos de alrededor de 30 veces el nivel observado en Corea. Ni comparar con Singapur. De esto se sigue que la prima de riesgo por invertir en la Argentina no puede menos que alcanzar niveles varias veces superiores al internacional. Respecto de la perspectiva de invertir físicamente en nuestro país, inversores racionales e informados sentados en Tokio, Nueva

York, Londres o Buenos Aires, exhibirán idéntico comportamiento. En presencia de una Libor del 7,5% anual; un proyecto con una tasa interna de retorno del 15% -excelente en el marco de seguridad y previsibilidad económica y financiera de la generalidad de los países europeos, Canadá y otros en desarrollo como Corea y Singapur-, en la Argentina de las últimas décadas sería evaluado ex-ante como un quebranto. Considérese la suerte que habría corrido un proyecto orientado a la exportación no tradicional con la inusual apreciación cambiaria real de los años 1979-80 o de 1987. Al revés, considérese un proyecto definitivamente orientado a producir servicios domésticos en épocas de aguda depreciación real de la moneda nacional. O la fortuna de cualquiera de las empresas mencionadas cuando se ven sometidas a desenvolverse en el contexto de un programa antiinflacionario con tasas reales de interés de un 4% mensual promedio por el lapso de 10 a 12 meses. El grado de inestabilidad de costos relativos cruciales -y, en el fondo, de los esquemas de política económica- es demasiado elevado en la Argentina para que el inversor medio en el país se sienta atraído por una tasa de retorno del 15%, siquiera indiferente respecto de países alternativos. Ese inversor ha venido exigiendo en años recientes de proyectos a concretar sobre suelo y bajo leyes argentinas, un retorno no inferior al 22-23% -o un rápido recupero de los fondos invertidos, que conceptualmente es lo mismo-. Dicho de otro modo, en ausencia de mercados perfectos o imperfectos que aseguren contra la inestabilidad macroeconómica de los países, el potencial inversor se cubre a si mismo requiriendo de sus proyectos el costo de oportunidad internacional de los fondos a inmovilizar, la Libor, más una prima de riesgo que, en nuestro país, orilla el 15%. De tal manera, proyectos que contribuirían en grado extraordinario al crecimiento de la riqueza nacional, vienen siendo desechados hasta que el horizonte se aclare. Puesto que la inversión es una apuesta cuyo resultado sólo el transcurso del tiempo devela, el mercado intertemporal de la economía es el lugar apropiado para percibir el efecto económico de la

volatilidad de precios relativos claves. El gráfico siguiente ilustra el impacto de equilibrio parcial de la prima de riesgo en el mercado de capitales:



S : ahorro

I : inversión

i_0 : tasa de interés sin distorsión de riesgo

i_b : tasa de interés bruta de riesgo

i_n : tasa de interés neta de riesgo

p : prima de riesgo

i_b : $i_n + p$

En una economía donde la incertidumbre de precios relativos es nula y la política económica es previsible, el equilibrio del mercado de capitales se produce en E_0 .

En tal punto, la tasa i_0 equilibra volúmenes de ahorro e inversión óptimos desde un punto de vista social, S_0 e I_0 . Hablamos de optimalidad social, pues tácitamente se supone que la incertidumbre relevante en el caso argentino no es venida de afuera: eventos internacionales o climáticos, sino de adentro: modificaciones súbitas, frecuentes y violentas en el curso temporal de la política económica. Como se explicara en párrafos anteriores, la prima de riesgo se filtra en este mercado abriendo una cuña entre la tasa marginal de retorno sobre la inversión, i_b , y la compensación marginal que demanda el ahorrista, i_n . Socialmente el equilibrio del mercado está simbolizado por los volúmenes de equilibrio S_0 e I_0 de ahorro e inversión. Privadamente, los volúmenes de equilibrio se contraen a S_1 e I_1 , dejando un margen "p" al inversor para que provisione contra imponderables. La prima de riesgo opera, entonces, de manera análoga a un impuesto convencional. Refleja una distorsión del sistema económico cuyo costo social queda representado por el triángulo sombreado del gráfico. En el tránsito desde el equilibrio social E_0 hasta el equilibrio privado E_1 , se acumula una pérdida de ingreso real, ya que continúa y crecientemente la productividad del capital supera su costo de oportunidad, i_0 , y, simultáneamente la desutilidad del ahorro marginal va cayendo continuamente por debajo del rédito que recibiría el

capital financiero en circunstancias normales. Suponiendo una prima de riesgo de un 15%, una contracción del volumen de inversión de alrededor de 10 puntos porcentuales del PBI, y una tasa de interés de descuento del 6% anual, el valor presente de la pérdida de eficiencia económica originado por la incertidumbre que ha asolado a la Argentina en los últimos lustros estaría en torno de un 12,5% del PBI, aproximadamente. He aquí el valor económico de la certidumbre.

IV. LA POLITICA

Pocos presienten en tan alto grado la naturaleza esencialmente compleja e inestable, delicada y transitoria, de los arreglos sociales y las circunstancias históricas que apuntalan la prosperidad de una nación, como aquél que evalúa la empresa de inmovilizar capital por largos períodos. No nos es posible legislar para varias generaciones y es socialmente ingenuo promover la aplicación de simples reglas atemporales de política económica. La suerte de un país depende de basamentos más profundos y, paradójicamente, menos elaborados. La incertidumbre económica en la Argentina debe retornar a niveles internacionales. Ésta es la condición primera para remontar el estancamiento. En los párrafos que siguen se ordena una propuesta para la estabilidad macroeconómica, que constituiría, en nuestra opinión, un punto de partida eficaz para operar una rebaja dramática de la volatilidad de precios relativos claves y ampliar el horizonte del cálculo económico en el país.

- i) Un déficit fiscal balanceado, no año tras año, sino como promedio de un período de no más de 3 ó 4 ejercicios. La extensión del período no es arbitraria, la misma abarca el ciclo económico completo típico de la Argentina, esto es, combina, en partes aproximadamente iguales, meses de recesión con al-

tas demandas de gastos y bajas disponibilidades de recursos convencionales (tributos explícitos y tarifas), y meses de expansión en los que se verifica el cuadro opuesto. Una práctica presupuestaria de esta naturaleza, al erradicar la expectativa de un déficit promedio significativo -que es el déficit económicamente relevante- neutralizará la principal usina de incertidumbre monetaria y cambiaria. Además, tal estrategia tornará ocioso considerar la estructura de financiamiento del desequilibrio presupuestario, puesto que los tamaños posibles de los déficits se encontrarían severamente limitados. Los déficits transitorios serían financiados mediante la emisión de títulos de la deuda pública de largo plazo, con características financieras que los apartaran de los cuasi-dineros. No se recurriría a medidas impositivas extraordinarias, tales como aumentos de alícuotas o creación de nuevos gravámenes. Los títulos serían rescatados con los superávits presupuestarios que traen aparejados las expansiones de la actividad económica. Si los déficits probaran ser permanentes, deberían revisarse los niveles globales de gastos e ingresos a fin de generar un presupuesto cíclicamente balanceado en las nuevas circunstancias. Sobre esto último cabe enfatizar una conclusión tentativa que sale de mirar la evolución presupuestaria desde 1973 a esta parte: más allá de cualquier consideración de orden sociológico o económico, las diversas administraciones que se han sucedido en los últimos 15 años, en contextos institucionales e ideológicos enteramente distintos, y coyunturas económicas mundiales igualmente diversas, han tropezado con enormes dificultades para exceder, y luego sostener, niveles recaudatorios de tributos y tarifas del 35% del PBI. Por el contrario, han bastado mínimos errores de política económica o coyunturas adversas para que aquellos experimentaran abruptas caídas. De modo que, en una Argentina en transformación hacia la estabilidad y cimentando las condiciones del pro-

greso, tal restricción -que es un dato de la realidad- merecería la mayor atención.

- ii) **Apertura de la cuenta de capitales del balance de pagos.** La libertad de comerciar papeles financieros con el resto del mundo ha jugado tradicionalmente un rol subordinado en la formulación de la política económica. Se tiene la impresión que abrir financieramente el país es peligroso por irrefrenables inclinaciones del sector privado a endeudarse con el exterior -o producir "fugas de capitales" en épocas de desconfianza económica-, considerándose, a la vez, despreciables o inexistentes los costos de eficiencia de tal intervención. Hay conciencia de las pérdidas de bienestar que sufre un país en condiciones de autarquía comercial; no hay conciencia de las pérdidas de bienestar que acarrea la autarquía financiera. La gran función de un mercado de capitales es posibilitar la transferencia de recursos de buenas a malas épocas, de manera de emparejar el nivel de consumo, del mismo modo que la función de un mercado asegurador es posibilitar la transferencia de ingreso real de buenos estados de la naturaleza a malos estados, a fin de emparejar las posibilidades de consumo en toda situación. El país en su conjunto sólo puede estabilizar su consumo y evitar violentas fluctuaciones de tasas reales de interés, de cambio y salariales, integrándose al mercado internacional de capitales. Proce- diendo espontáneamente al endeudamiento en caso de deterioros transitorios de los términos de inter- cambio, y repagando deudas con la recuperación de los mercados internacionales. Así como, p.e., el deterioro del precio relativo de las exportaciones argentinas tiende a generar depreciaciones reales del tipo de cambio, el endeudamiento tiende a generar apreciaciones reales, emparejándose como saldo la trayectoria de una variable macroeconómica tan crucial. Respecto de las tasas reales de interés, la posibilidad de pleno arbitraje de capitales fija

el nivel de la tasa en línea con la internacional. Aunque, es menester decirlo, una política monetaria violenta e imprevisible constituiría motivo suficiente para provocar serios apartamientos del tipo mundial. No obstante, una vez lograda la integración financiera y balanceado el déficit fiscal promedio, las posibilidades de ocurrencia de tal política serían mínimas. El Tesoro Nacional, por su parte, colocaría o retiraría títulos de la deuda pública simplemente, sin reparar si éstos son externos o internos, pues tal distinción habría perdido relevancia 7/.

- iii) Un encaje para la banca comercial próximo al nivel que resultaría de consideraciones actuariales. Este punto de la propuesta, aparte del orden y previsibilidad que impartiría a la evolución monetaria, se juzga indispensable a fin de proceder a la apertura financiera. Un encaje legal por encima del actuarial representa un impuesto implícito sobre la intermediación financiera institucional, que descolocaría a la banca radicada en el país en su competencia con el crédito internacional. La integración financiera en las actuales condiciones de regulación monetaria, significaría pérdidas adicionales de protección efectiva y achicamiento de escala para los bancos que operan en el país. Consecuentemente, el "timing" de la reforma debiera ser cuidadosamente planificado. Primero debe procederse restableciendo el equilibrio de las cuentas fiscales; con este proceso en marcha y siendo visualizado como permanente por la comunidad, la economía empezaría a remonetizarse, creándose fuertes necesidades de liquidez que serían satisfechas vía el salto de la oferta de dinero impulsado por la rebaja de los encajes legales. Una vez afianzados estos cambios, correspondería abrir la cuenta de capitales.
- iv) Un régimen cambiario de flotación. En circunstancias de previsibilidad monetaria y movilidad inter-

nacional de capitales, la discusión sobre tipo de cambio fijo versus flexible, deja de concitar el interés. Con tipo fijo el riesgo cambiario se minimiza y su costo queda socializado, reflejándose en el costo de oportunidad de las reservas internacionales que es necesario constituir en el Banco Central en respaldo del circulante. Sin embargo, el riesgo cambiario no es básicamente atribuible a la flotación cambiaria, sino a la incertidumbre monetaria; una vez neutralizada la misma, rápidamente se desarrollarían mercados de divisas a futuro, por términos de 6 meses, 1 año, que disminuirían dramáticamente el costo del riesgo. Por otra parte, en presencia de modificaciones permanentes de los términos de intercambio, o de las tasas internacionales de interés, que indujeran modificaciones correspondientes del tipo de cambio real, la automaticidad que prestaría un tipo flexible es un aspecto a tener en cuenta; con tipo de cambio fijo, las autoridades económicas se verían obligadas a producir devaluaciones o revaluaciones discrecionales, que alterarían en alguna medida el nivel de precios en el que venía funcionando la economía y que habitualmente están acompañadas de gran especulación y corridas sobre las reservas internacionales. En resumen, se encuentra aconsejable adoptar un tipo de cambio flotante, particularmente en épocas de turbulencia y de cambios estructurales como los que involucraría esta propuesta.

Antes de terminar, es menester esclarecer dos impresiones erróneas bastante generalizadas en el pensamiento de economistas, dirigentes y policy-makers, que conspiran en contra de la viabilidad de una propuesta como la que aquí se desarrolla:

- un presupuesto público balanceado cíclicamente está enteramente dentro de las posibilidades prácticas de la Argentina actual, con solo un poco de lucidez y convicción. En el futuro inmediato, el mismo debería

necesariamente descansar sobre un nivel real de tarifas públicas no inferior al vigente en julio de 1985, y una estructura tributaria decididamente apoyada en gravámenes al gasto: IVA tipo consumo, inmuebles y patrimonios, hidrocarburos, ganancias laborales con alícuotas parecidas a las europeas y norteamericanas, e imposición de bienes de baja elasticidad-precio; en un marco de eficiente y continua presión por parte de los organismos recaudadores. Pocos impuestos, bien administrados, sin exenciones ni promociones fiscales. La distribución del ingreso y los incentivos a las actividades sectoriales debiera ser campo de acción para el gasto público.

- la falta de un mercado doméstico de capitales y las dificultades actuales de acceso al crédito voluntario del exterior, no constituyen, en manera alguna, hechos irreversibles e inherentes al estado de subdesarrollo argentino. Por el contrario, son efecto de la inusual inestabilidad económica que viene sufriendo el país en las últimas décadas. No es arriesgado ni pretencioso presuponer que al poco tiempo de puesto en práctica el esquema, reaparecerían mercados de crédito a largo plazo, con instrumentos financieros de la más variada sofisticación, cubriendo las más amplias necesidades de riesgo, liquidez y madurez, mientras el crédito internacional se interesaría voluntariamente en las posibilidades de crecimiento nacional -como lo demuestra la experiencia de la igualmente endeudada Corea-.

Sobre la solución del problema fiscal se yergue el gran desafío a la profesión y la dirigencia económica. Si el diagnóstico que la restricción preeminente al crecimiento material del país reside en la extraordinaria volatilidad de precios macroeconómicamente claves resultara compartido, entonces, objetiva y honestamente, se vislumbran pocas alternativas a la que aquí se propone. Nuestra propuesta es sólo el puntapié inicial, lo importante es que el cambio de régimen sea permanente. Dependiendo del contexto y de la credibilidad que goce la re-

forma, sus frutos serán más o menos rápidos. De acuerdo con lo que escribiéramos al comienzo de esta sección, es socialmente ingenuo promover la aplicación y vigencia de instituciones económicas como las propuestas a través de simples reglas atemporales de política, siquiera por el vehículo de la reforma constitucional. Lo fundamental es su gradual incorporación al torrente sanguíneo de la sociedad. No hay mejor seguro para la estabilidad financiera que el automatismo y la ceguera, si Ud. prefiere, de las tradiciones, limitaciones e inclinaciones que pueblan el inconsciente colectivo. La opinión pública pondrá límites inexorables a los desbordes fiscales y monetarios. Pero, para ello, es vital que le sea dada la posibilidad de entrever y llegar a acostumbrarse a los beneficios de la estabilidad.

El problema de la estabilidad financiera en el mundo actual es un problema de carácter global. No se trata de un problema de política económica nacional, sino de un problema de política económica internacional. La estabilidad financiera es un concepto que ha adquirido una importancia creciente en el mundo actual. La estabilidad financiera es un concepto que ha adquirido una importancia creciente en el mundo actual. La estabilidad financiera es un concepto que ha adquirido una importancia creciente en el mundo actual.

La estabilidad financiera es un concepto que ha adquirido una importancia creciente en el mundo actual. La estabilidad financiera es un concepto que ha adquirido una importancia creciente en el mundo actual. La estabilidad financiera es un concepto que ha adquirido una importancia creciente en el mundo actual.

- NOTAS
- 1/ Se argumenta que el milagro italiano es la consecuencia de la apertura al mercado europeo. Nuestra respuesta es que la afirmación es correcta pero vaga. Lo esencial de la apertura fue la incorporación de la lira al sistema monetario europeo, lo cual cambió de raíz la política económica italiana. En la práctica, se adoptó un régimen de tipo de cambio fijo entre la lira y el marco alemán, con un firme compromiso de perdurabilidad. La consecuente subordinación de las políticas fiscal y monetaria a tal fin, contribuyó decisivamente a ensanchar y aclarar el horizonte del inversor.
 - 2/ Muchos autores han escrito para el tema, una exposición particularmente clara se encontrará en Arriazu (1983).

NOTAS (continuación)

- 3/ Véase Rodríguez (1981) y Dornbusch (1983). Los autores demuestran que aún en el contexto del modelo australiano, sin riesgo cambiario y sin trabas sobre la movilidad internacional de capitales, es posible que la tasa de interés real doméstica se aparte de la internacional en el tránsito de un tipo de cambio real de equilibrio a otro.
- 4/ El fenómeno se investiga en Avila (1986) en el contexto de un modelo de dos sectores con optimización intertemporal y bajo diversos supuestos sobre movilidad internacional de capitales.
- 5/ Sobre la importancia relativa de cada fuente (emisión monetaria, títulos y papeles de la deuda interna y préstamos externos) véase Cavallo y Peña (1983). Asimismo, una visión presu- puestaria de las marchas y contramarchas puede encontrarse en FIEL (1989).
- 6/ De acuerdo con Arrow (1971), el comportamiento bajo incertidumbre que se postula es apropiado tanto para una definición de probabilidad según frecuencias relativas como para cualquier otra definición. El teorema de Von Neumann-Morgenstern permite concluir que la distribución de probabilidades es relevante aun cuando se observe solo un evento: cualquier definición de probabilidad lleva a una interpretación subjetiva. Dado que no es posible trazar una frontera precisa entre riesgo e incertidumbre, no es inapropiado emplear ambos términos indistintamente en el ensayo.
- 7/ Para integrar financieramente el país al mundo no basta con desregular la cuenta de capitales, es imprescindible recuperar el crédito voluntario del exterior.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ARNAUDO, A. (1987) Cincuenta años de política financiera argentina (1934-1983). El Ateneo.
- ARRIAZU, R. (1983) Panel discussion on the Southern Cone. Staff Papers, FMI, Marzo.
- ARROW, K. (1971) *Essays in the theory of risk bearing* (Cap. I) Markham Publishing Co.
- AVILA, J. (1986) Reducción del empleo público redundante, capital humano y ajuste en una economía abierta. *Económica*, julio-diciembre.
- CAVALLO, D. y PEÑA A. (1983) Deficit fiscal, endeudamiento del gobierno y tasa de inflación (Argentina, 1940-82). *Estudios*, abril-junio.
- DORNBUSCH, R. (1983) Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowing. *Journal of Political Economy*, Vol. 91.
- FIEL (1989) El Control de Cambios en la Argentina (Sección 3). En prensa.
- FMI Estadísticas financieras internacionales. Anuario 1987.
- IEERAL (1986) Estadísticas de la evolución económica argentina 1913-84. *Estudios*, julio-setiembre.
- RODRIGUEZ, C. (1981) La tasa real de interés. Inflación y Estabilidad, por R. Fernández y C. Rodríguez (editores). Ediciones Macchi.