

REFLEXIONES DE LA ACADEMIA SOBRE LA “DOMINANCIA FISCAL”

La Tragedia Argentina: Un final abierto

Juan Pablo Nicolini*

*Banco de la Reserva Federal de Minneapolis y Universidad Torcuato Di Tella

Las opiniones expresadas en este documento son las del autor y no necesariamente las del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis o el Sistema de la Reserva Federal.

Jornadas Monetarias, Banco Central de la República Argentina
Octubre 2024

Tom Sargent y Niel Wallace: "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic".

Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1981.



► Co-autores:

1. Paco Buera, Washington University in St. Louis.
2. Tim Kehoe, University of Minnesota y Minneapolis FED.
3. Tobias Martinez Gonzalez, Universidad Torcuato Di Tella.

► Usar ideas en:

1. Lucas, Robert E., 2009. "Trade and the Diffusion of the Industrial Revolution," *American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association*.

Discurso del Ministro de Economía en Junio

“Lamentablemente, nuestro punto de partida es muy bajo. Muchos años de desatino y errores nos han conducido a una situación muy crítica. Es muy difícil que este mes puedan pagarse a tiempo los sueldos de la administración pública.

[...]. Todavía seguiremos por algún tiempo la pendiente descendiente que recorreremos desde hace ya más de diez años [...]. Las medidas en curso permiten que podamos hoy lanzar una nueva fórmula: Hay que pasar el invierno.”

Discurso del Ministro de Economía en Junio

“Lamentablemente, **nuestro punto de partida es muy bajo**. Muchos años de desatino y errores nos han conducido a una situación muy crítica. Es muy difícil que este mes puedan pagarse a tiempo los sueldos de la administración pública. [...]. Todavía seguiremos por algún tiempo la pendiente descendiente que recorreremos desde hace ya más de diez años [...]. Las medidas en curso permiten que podamos hoy lanzar una nueva fórmula: Hay que pasar el invierno.”

Discurso del Ministro de Economía en Junio

“Lamentablemente, **nuestro punto de partida es muy bajo**. Muchos años de desatino y errores nos han conducido a una situación muy crítica. **Es muy difícil que este mes puedan pagarse a tiempo los sueldos de la administración pública.**

[...]. Todavía seguiremos por algún tiempo la pendiente descendiente que recorreremos desde hace ya más de diez años [...]. Las medidas en curso permiten que podamos hoy lanzar una nueva fórmula: Hay que pasar el invierno.”

Discurso del Ministro de Economía en Junio

“Lamentablemente, **nuestro punto de partida es muy bajo**. Muchos años de desatino y errores nos han conducido a una situación muy crítica. **Es muy difícil que este mes puedan pagarse a tiempo los sueldos de la administración pública.**

[...]. Todavía seguiremos por algún tiempo la pendiente descendiente que recorreremos desde hace ya más de diez años [...]. Las medidas en curso permiten que podamos hoy lanzar una nueva fórmula: **Hay que pasar el invierno.**”

Discurso del Ministro de Economía en Junio... de 1959!

“Lamentablemente, nuestro punto de partida es muy bajo. Muchos años de desatino y errores nos han conducido a una situación muy crítica. Es muy difícil que este mes puedan pagarse a tiempo los sueldos de la administración pública.

[...]. Todavía seguiremos por algún tiempo la pendiente descendiente que recorreremos desde hace ya más de diez años [...]. Las medidas en curso permiten que podamos hoy lanzar una nueva fórmula: **Hay que pasar el invierno.**”

Discurso del ministro de Economía Álvaro Alsogaray, *La Nación*, 29 de junio de 1959.

Crisis Macroeconómicas Recurrentes

Bajo Crecimiento del Ingreso por Habitante

Crisis Macroeconómicas Recurrentes

Bajo Crecimiento del Ingreso por Habitante

Crisis Macroeconómicas Recurrentes

Déficits Fiscales Crónicos

Bajo Crecimiento del Ingreso por Habitante



Crisis Macroeconómicas Recurrentes

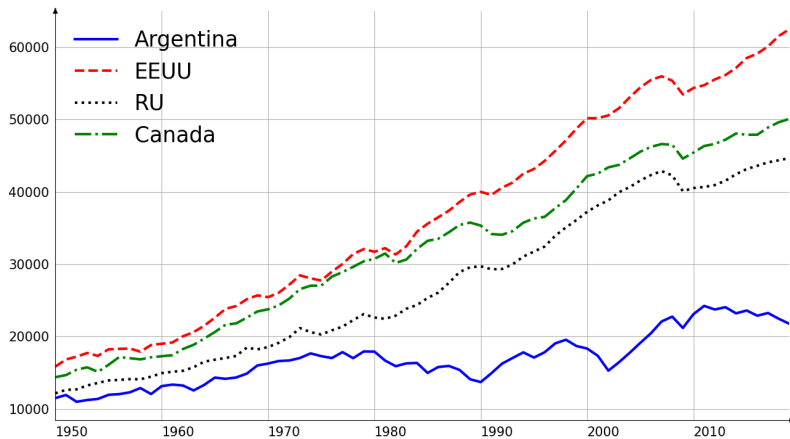


Déficits Fiscales Crónicos

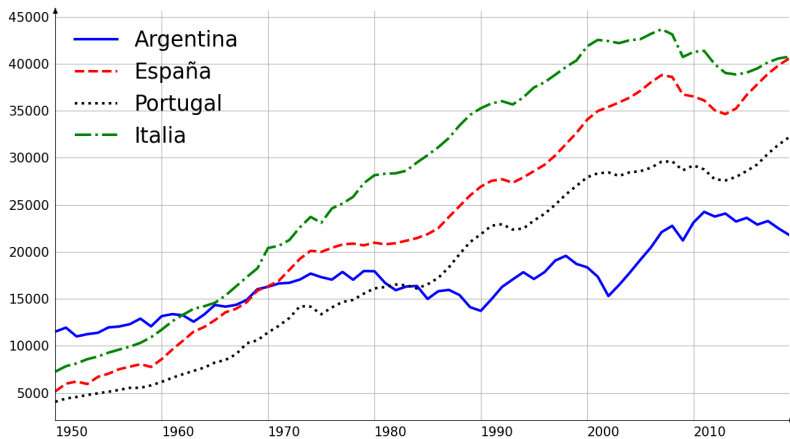
Plan

- ▶ Documentar la tragedia.
- ▶ Ofrecer un diagnostico (Sargent y Wallace (1981)).
- ▶ Usar Lucas (2009) para elaborar escenarios posibles.

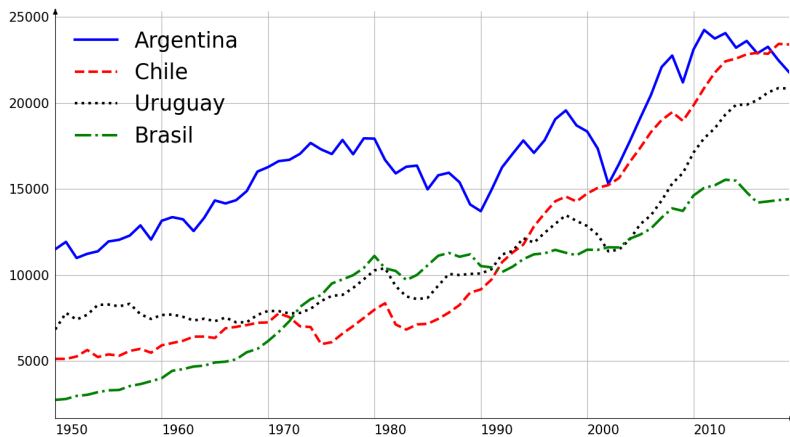
Ingreso per Capita a Dólares Constantes 2017



Ingreso per Capita a Dólares Constantes 2017



Ingreso per Capita a Dólares Constantes 2017



Comparación intergeneracional: Modelo de Solow (1956)

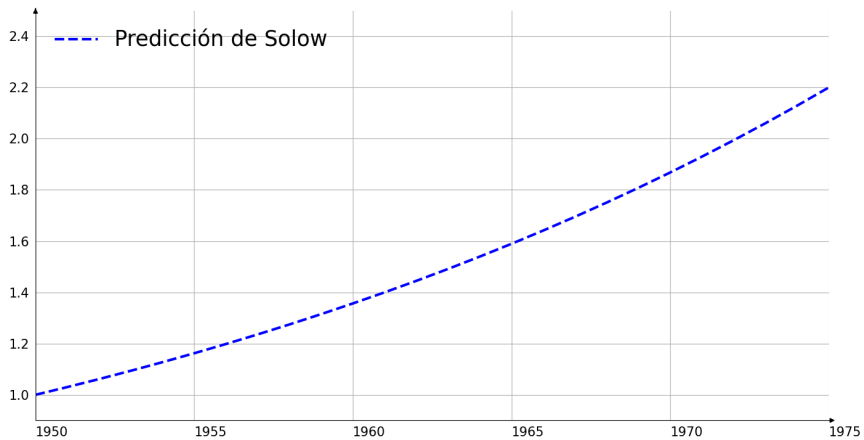
- ▶ Modelo cuantitativo.
- ▶ Énfasis en dos motores:
 - Aumentos del stock de "conocimiento".
 - Aumentos del capital físico.
- ▶ Dados los parámetros, proyectar la evolución futura del ingreso por persona.
- ▶ Proyectar el ingreso promedio desde 1950.
- ▶ Estimar parámetros con datos 1940 a 1950.

Ecuaciones del Modelo de Solow

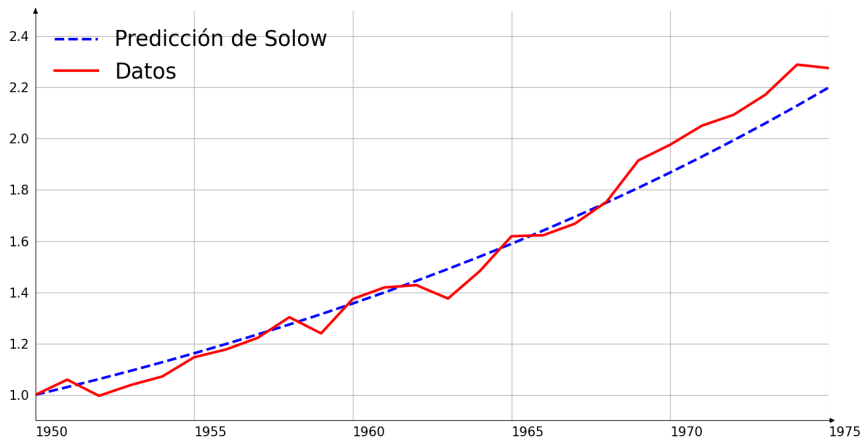
$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + sA_tK_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

$$L_{t+1} = (1 + n)L_t$$

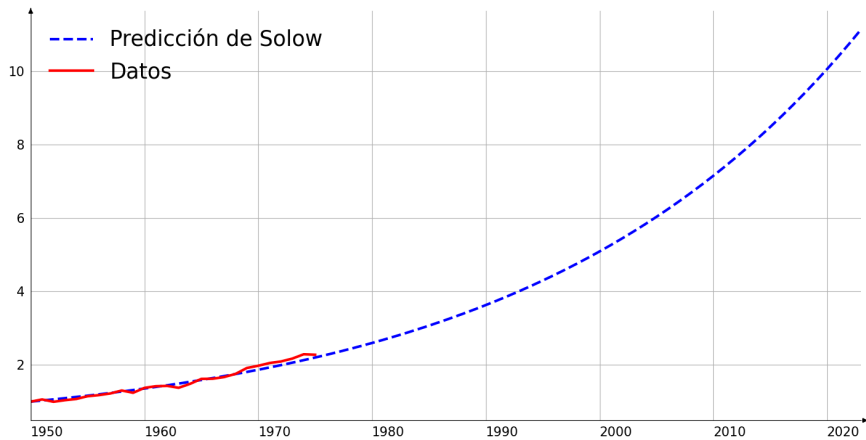
$$A_{t+1} = (1 + g)A_t$$



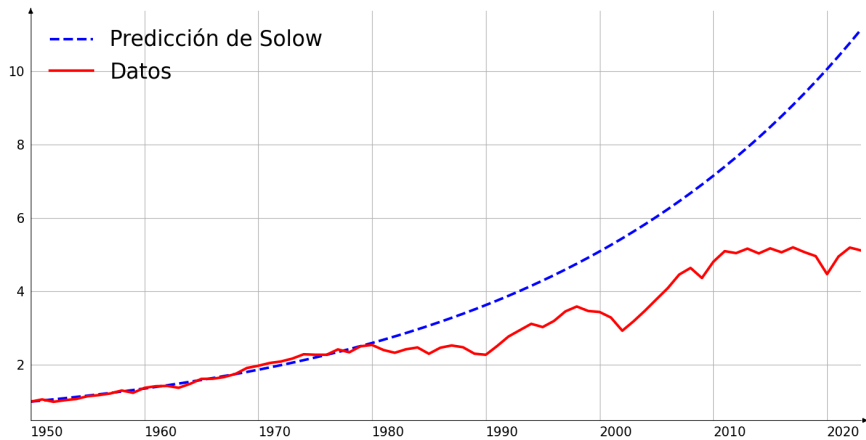
Argentina, Ingreso =1 en 1950



Argentina, Ingreso =1 en 1950



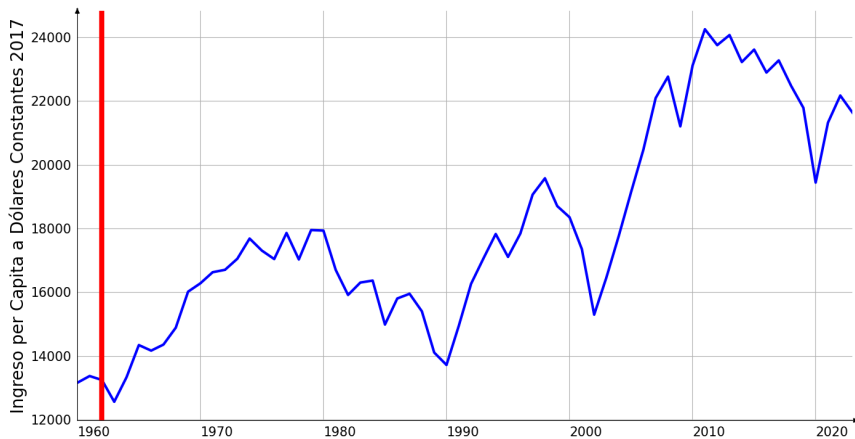
Argentina, Ingreso =1 en 1950



Argentina, Ingreso =1 en 1950

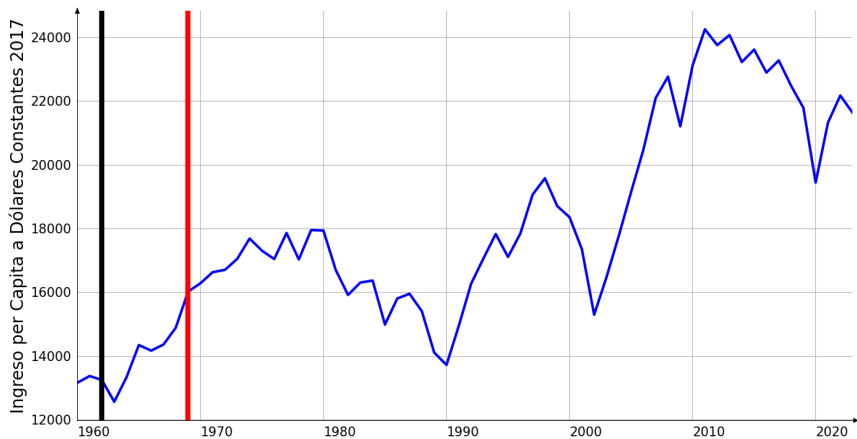
Crisis Recurrentes

1962: Corrida contra el Dólar (Devaluación)



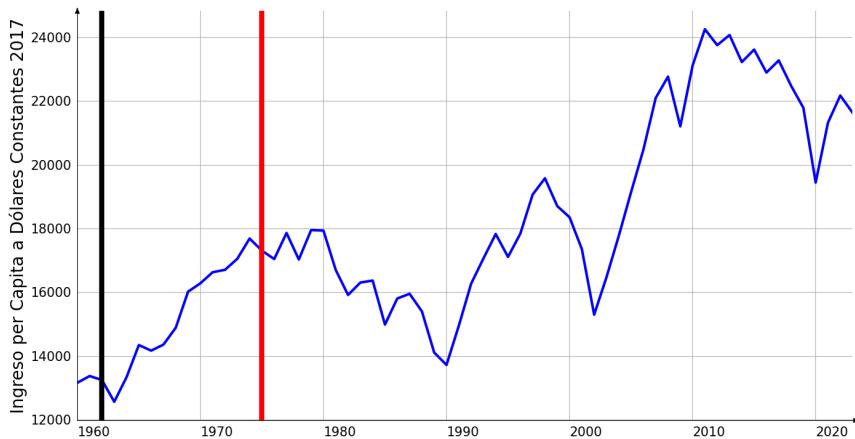
Crisis Recurrentes

1969: Reforma Monetaria (2 ceros)



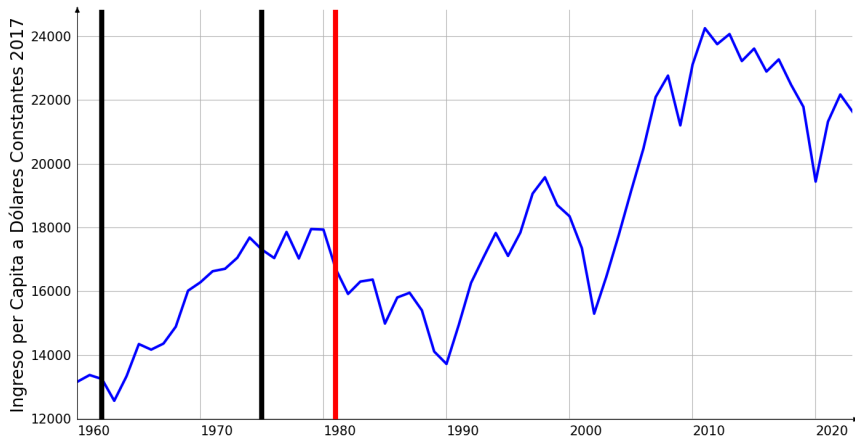
Crisis Recurrentes

1975: Primera Hiperinflación



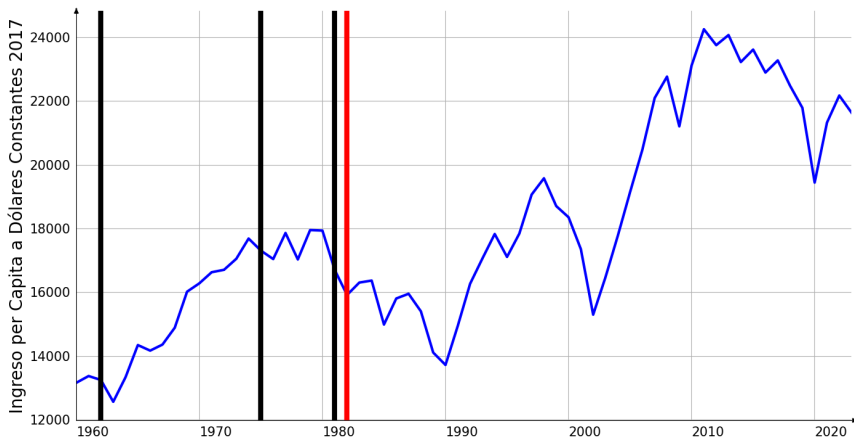
Crisis Recurrentes

1981: Corrida contra el Dólar (Devaluación)



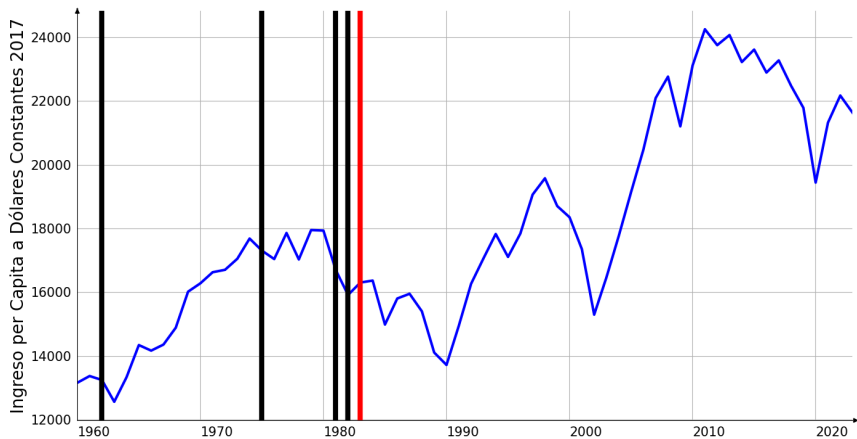
Crisis Recurrentes

1982: Corrida contra el Dólar (Devaluación), Corrida Bancaria, Default



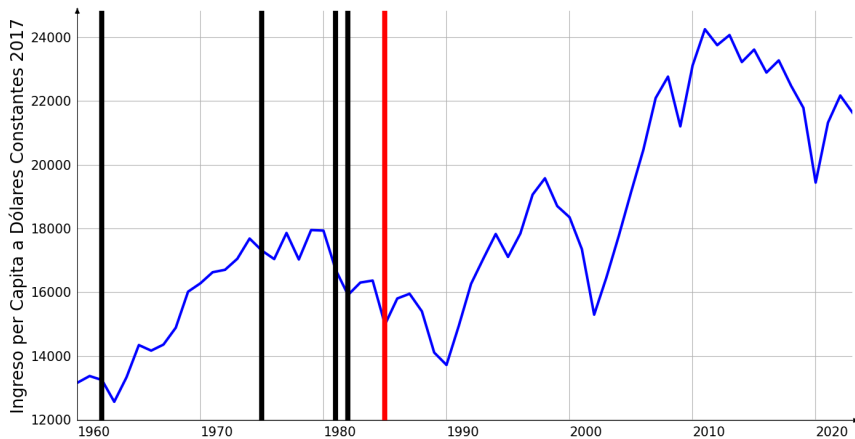
Crisis Recurrentes

1983: Reforma Monetaria (4 ceros)



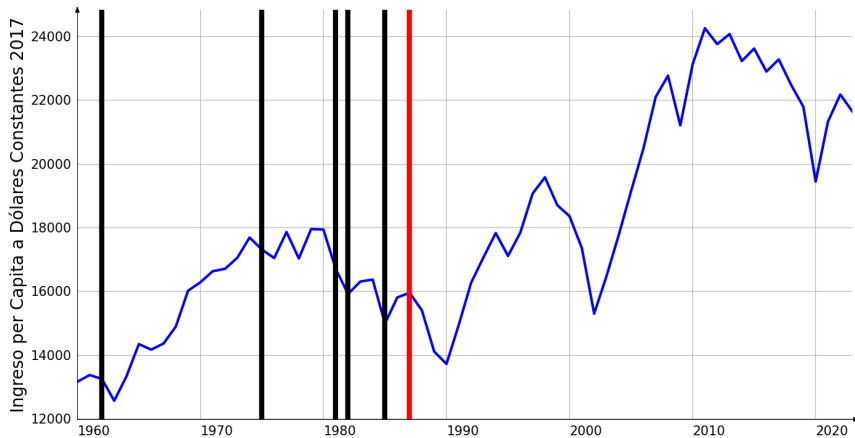
Crisis Recurrentes

1985: Segunda Hiperinflación, Reforma Monetaria (3 ceros)



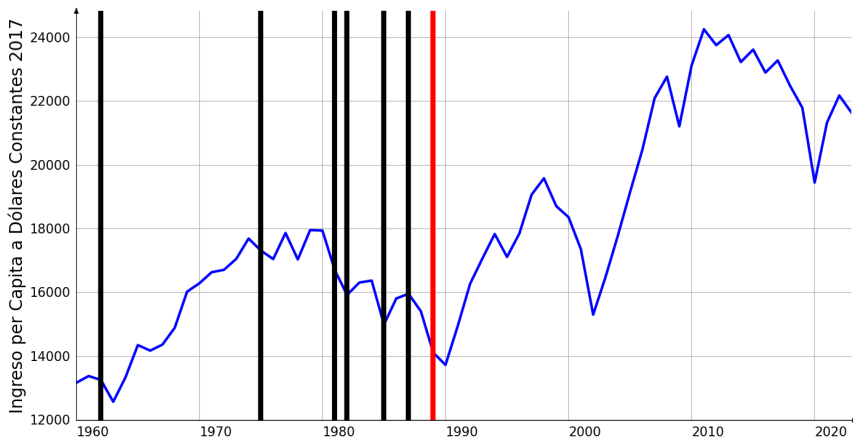
Crisis Recurrentes

1987: Corrida contra el Dólar (Devaluación)



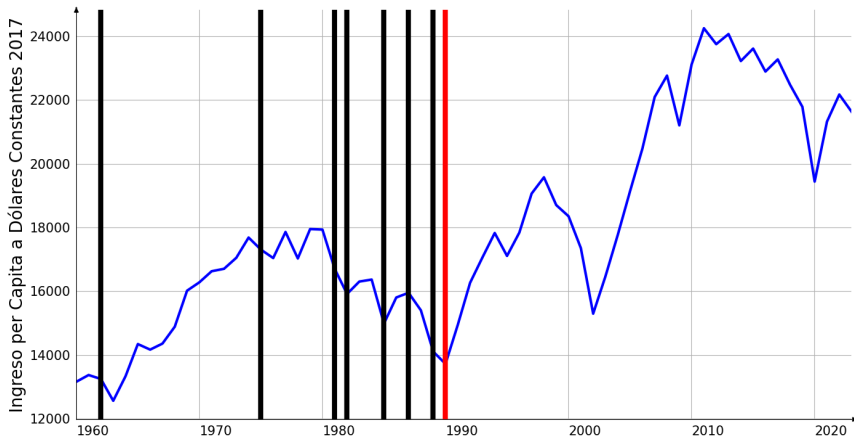
Crisis Recurrentes

1989: Corrida contra el Dólar (Devaluación), Tercera Hiperinflación



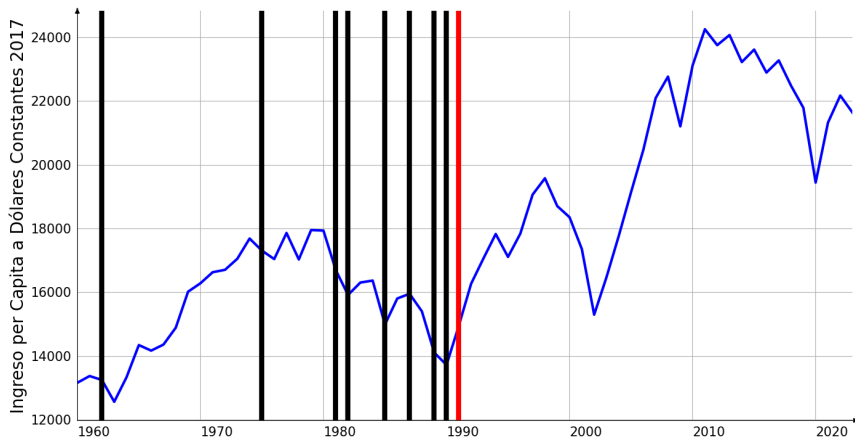
Crisis Recurrentes

1990: Corrida contra el Dólar (Devaluación), Plan Bonex



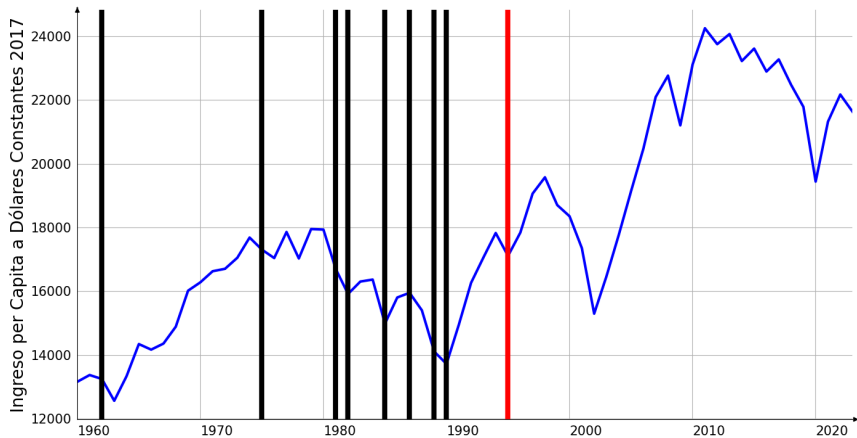
Crisis Recurrentes

1991: Reforma Monetaria (4 ceros)



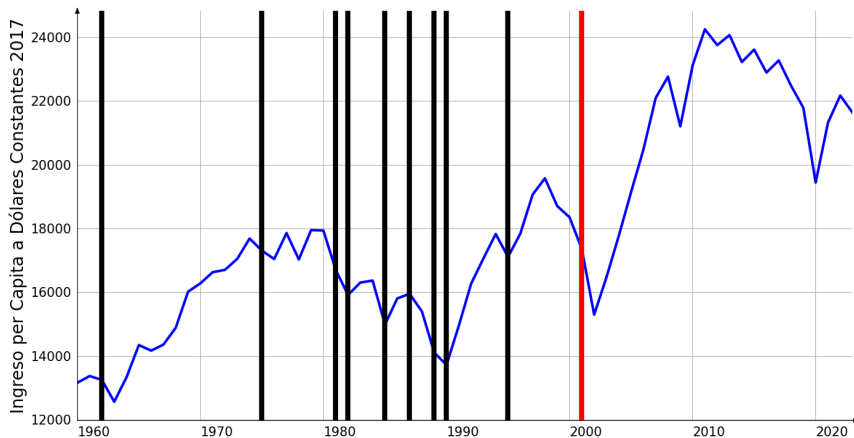
Crisis Recurrentes

1995: Corrida Bancaria



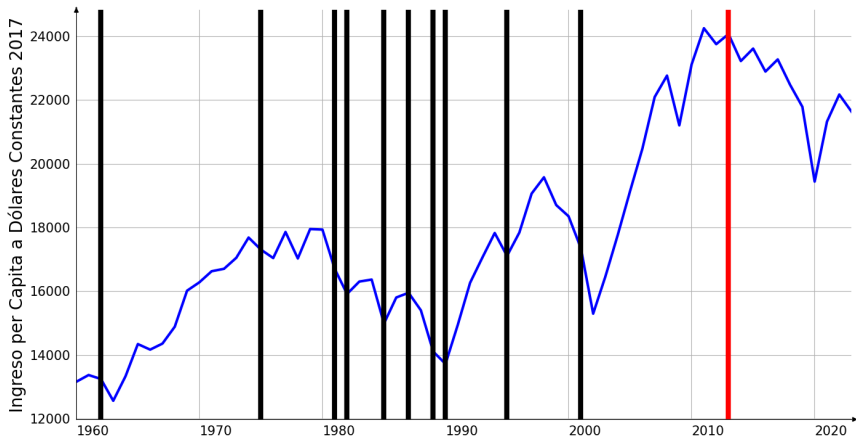
Crisis Recurrentes

2001: Corrida contra el Dólar (Devaluación), Corrida Bancaria, Default



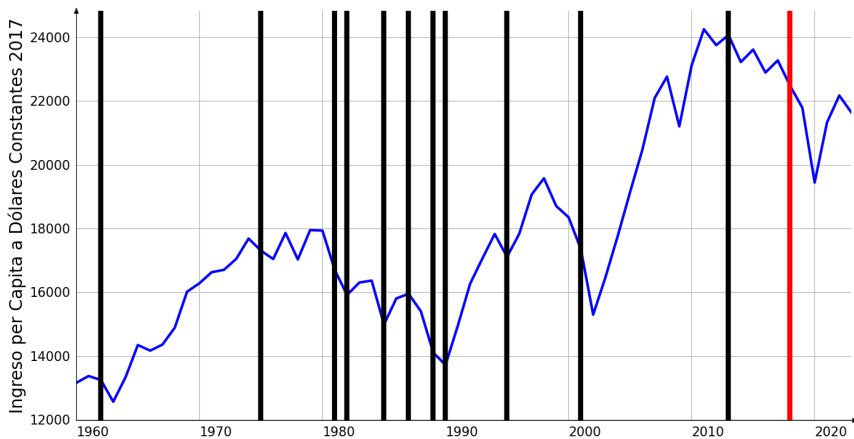
Crisis Recurrentes

2013: Corrida contra el Dólar (Devaluación)



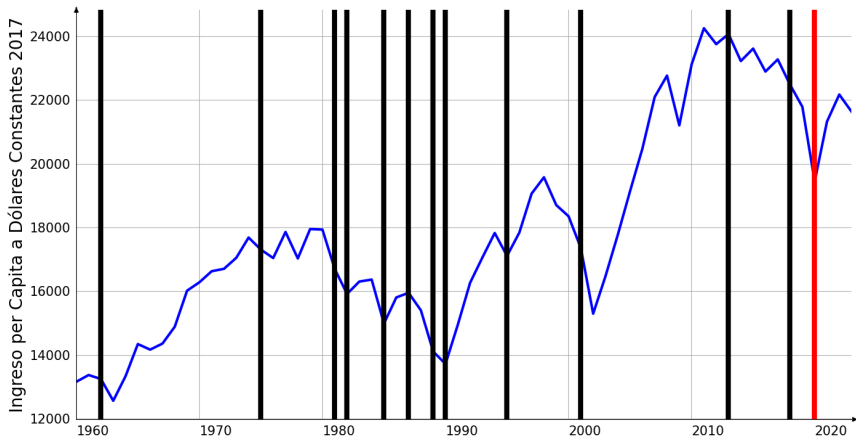
Crisis Recurrentes

2018: Corrida contra el Dólar (Devaluación)



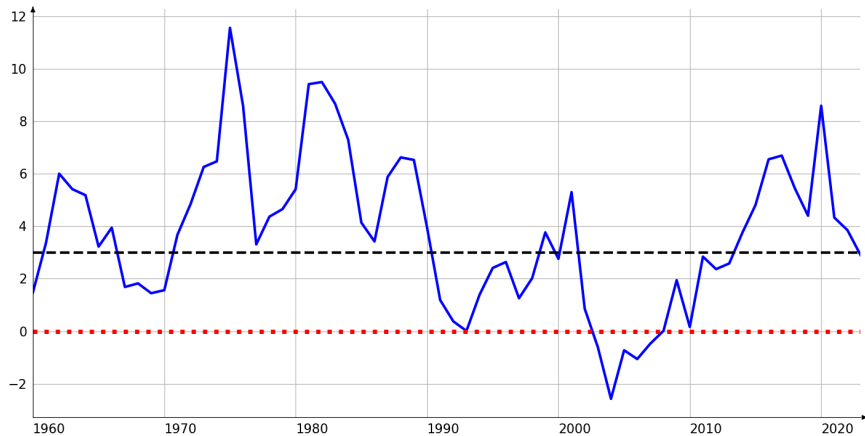
Crisis Recurrentes

2020: Reestructuración de Deuda



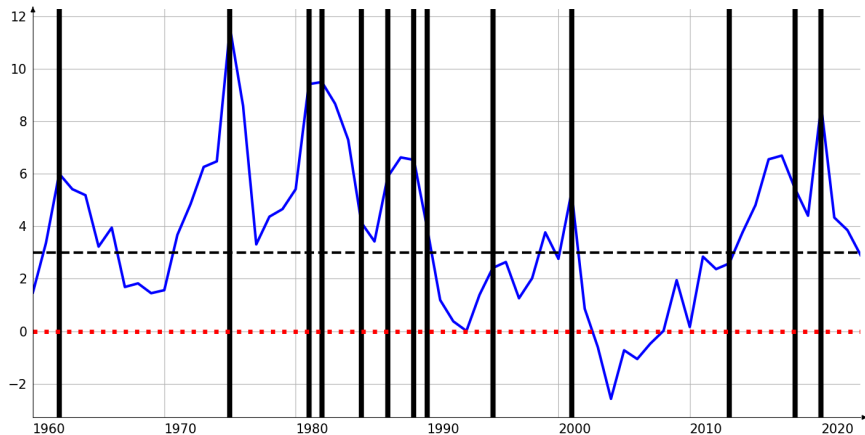
Evolución del Déficit

Argentina, Déficit Total como Porcentaje del Producto 1960-2023



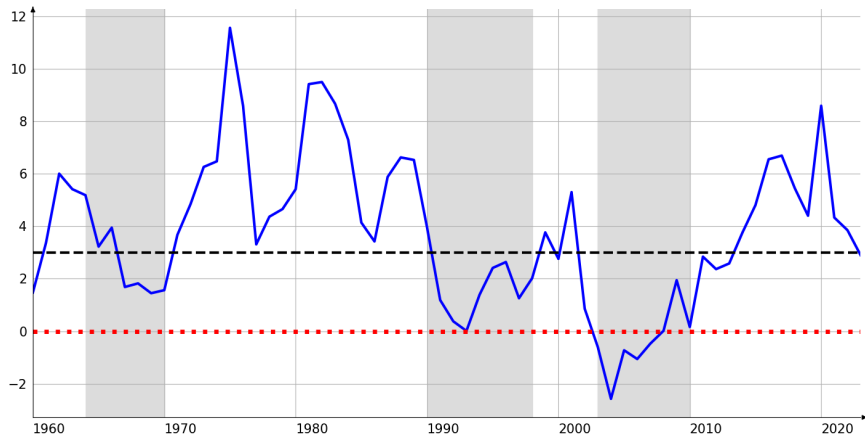
Evolución del Déficit

Argentina, Déficit Total como Porcentaje del Producto 1960-2023



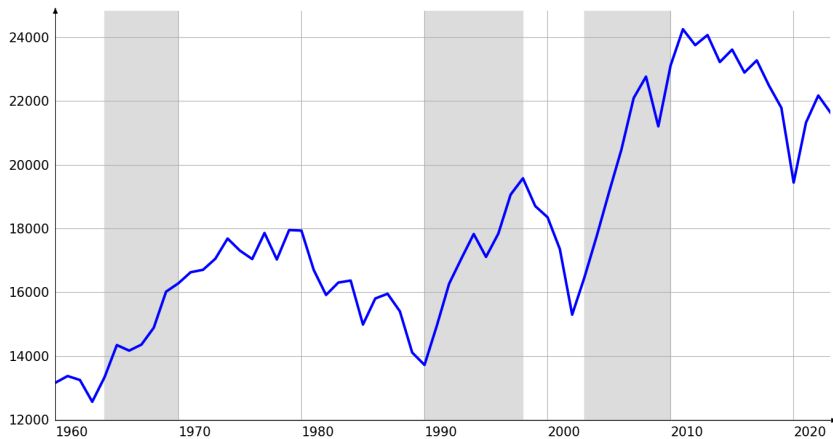
Evolución del Déficit

Argentina, Déficit Total como Porcentaje del Producto 1960-2023



Evolución del Déficit

Ingreso per Capita a Dólares Constantes 2017



Restricción Presupuestaria (...del Gobierno)

- ▶ Si este mes gasto más de lo que gano: pido prestado.
- ▶ Si nadie me presta? No gasto más de lo que gano...
- ▶ Porque no me prestarían? Quizás deje alguna deuda sin pagar?
- ▶ Le pasa lo mismo al gobierno?
- ▶ Tiene al Banco Central...!

$$(G_t - I_t) + i_t D_t = (D_{t+1} - D_t) + (M_{t+1} - M_t)$$

Por qué las crisis?

- ▶ Si el gobierno tiene déficit: pide prestado o emite dinero.
- ▶ Si pide prestado, aumenta la deuda.
- ▶ Pagarla implica superávits futuros.
- ▶ Por qué no le prestarían al Estado?
 - Déficit crónicos?
 - Quizás alguna deuda sin pagar en el pasado?
- ▶ Si emite dinero genera inflación.

Por qué Default?

- ▶ La deuda genera pagos de intereses que suman al déficit.
- ▶ Una manera de reducir el déficit es no pagar la deuda.

Por qué corrida contra el dólar?

- ▶ Fijar el tipo de cambio frena la inflación, aunque haya déficit.
- ▶ Pero para sostener el precio del dólar, el Banco Central debe tener los dólares necesarios (Reservas).
- ▶ Si el gobierno emite para financiar el déficit, los pesos vuelven al Banco Central y se llevan las reservas...

Por qué corrida contra los Bancos?

- ▶ El riesgo de devaluación o de default del gobierno crea incentivos a retirar depósitos.
- ▶ Los bancos no pueden pagar todos sus depósitos de golpe: una buena parte los prestaron...

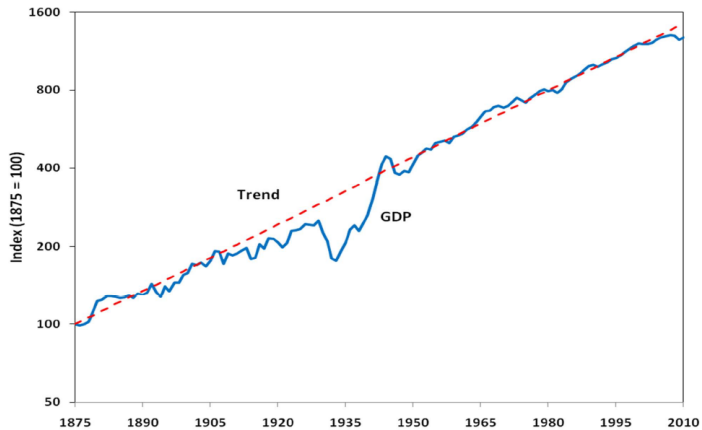
Los síntomas (crisis) son diversos pero la causa es siempre la misma:

Déficits Fiscales Crónicos

Lucas (2009)

- ▶ Acuerdo generalizado de que el capital humano y la tecnología (conocimiento) son los motores del desarrollo.
- ▶ Capital físico importante, pero secundario.
- ▶ Tomar como un dato que las economías avanzadas mantendrán su ritmo de crecimiento.

Real GDP per working-age person in the United States, 1875–2010
and
2% growth trend

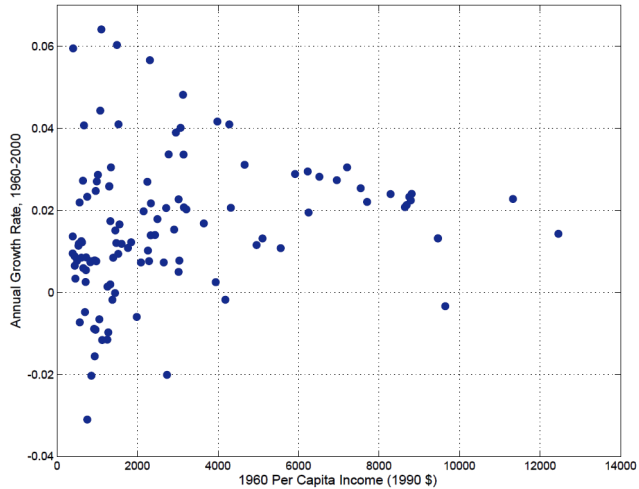


- ▶ Pueden las economías más pobres aproximar los niveles de ingreso de los países ricos?
- ▶ Japón, España, Portugal, Taiwán, Corea, China, India,...
- ▶ No hay que volver a inventar la rueda.
- ▶ Bajo qué condiciones?
- ▶ Modelar la **difusión** de el conocimiento de las economías desarrolladas a las pobres.

- ▶ El modelo de Lucas se basa en dos ideas fundamentales
 - El comercio internacional es clave para difusión de conocimiento.
 - Para que funcione el mecanismo, la economía debe estar "bien gobernadas".
- ▶ Lucas se abstuvo de definir "bien gobernado"...
- ▶ Qué dicen los datos?

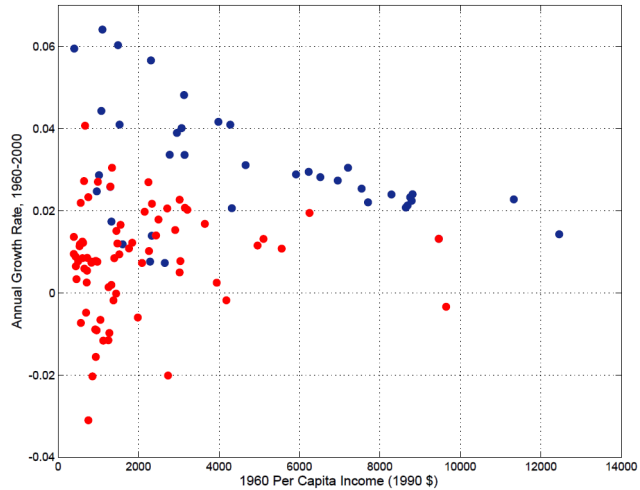
- ▶ Relación entre el ingreso per capita en 1960 y la tasa de crecimiento entre 1960 y el 2000.
- ▶ Si hay convergencia, debería haber una relación negativa entre las dos variables.
- ▶ Cada observación es un país.
- ▶ 112 países (Madison (2003)).

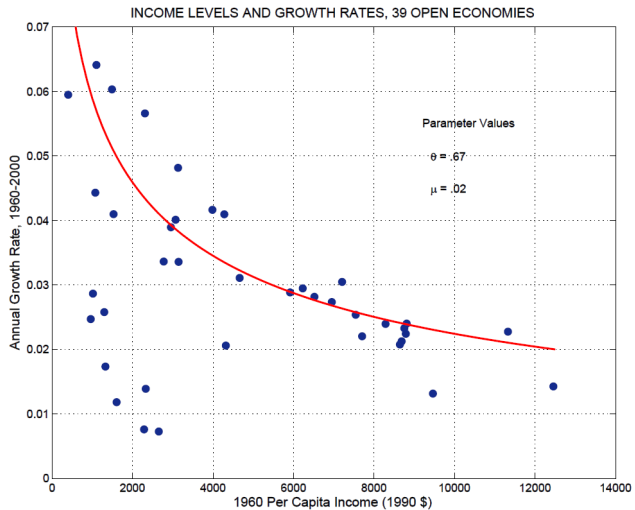
INCOME LEVELS AND GROWTH RATES, 112 COUNTRIES



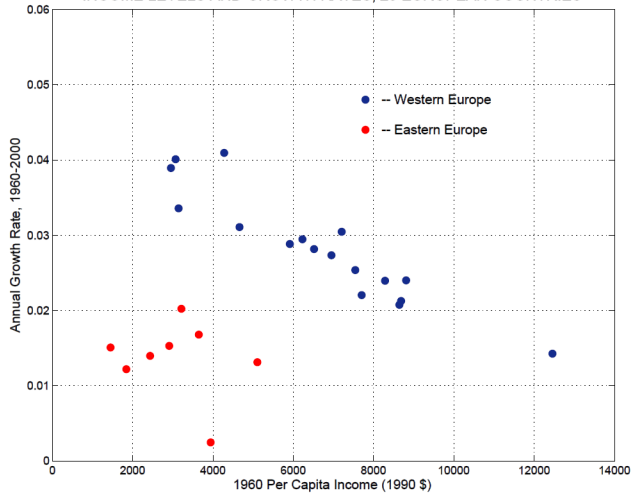
- ▶ Sachs and Werner (1995) clasificaron a los países como abiertos y cerrados.
- ▶ Para ser abiertos, hay que cumplir varias condiciones:
 - Tasas de protección efectiva menores a 40%.
 - Cuotas en menos del 40% de los productos.
 - Sin cepo...

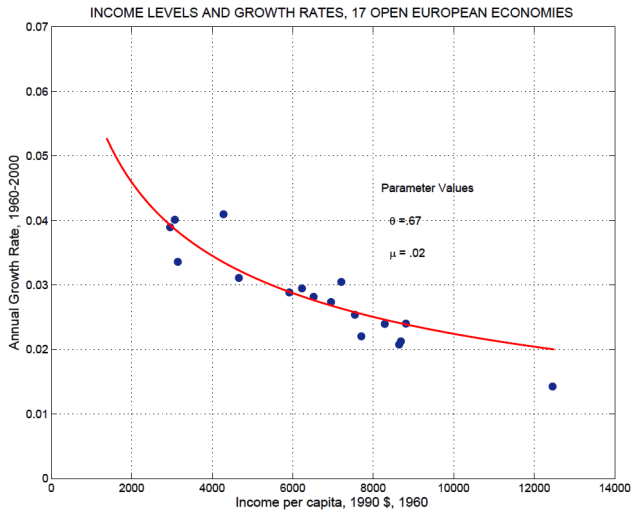
INCOME LEVELS AND GROWTH RATES, 112 COUNTRIES





INCOME LEVELS AND GROWTH RATES, 25 EUROPEAN COUNTRIES





- Fórmula para el crecimiento del ingreso por habitante en una economía:
- Abierta.
 - "Bien gobernada".

$$1 + g_t^j = (1.02) \left(\frac{y_t^{USA}}{y_t^j} \right)^{\frac{2}{3}}$$

Nuestra Hipótesis

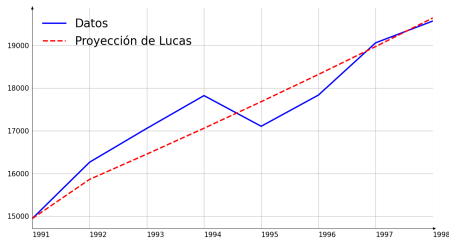
- ▶ Déficit crónicos implican crisis recurrentes: claramente mal gobernados.
- ▶ Para Argentina (LatAm) adoptamos:

Bien gobernado implica "no déficit crónicos"

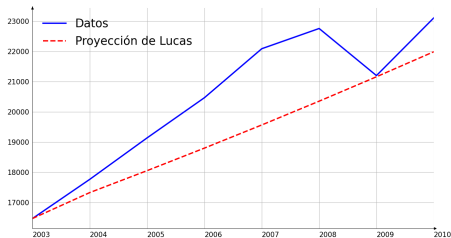
- ▶ Evaluemos la fórmula para los dos períodos donde se controló el déficit: 1990-1998 y 2003-2010

Proyecciones del Modelo de Lucas

Argentina, Ingreso per Capita a Dólares Constantes 2017



(a) 1990-1998



(b) 2003-2010

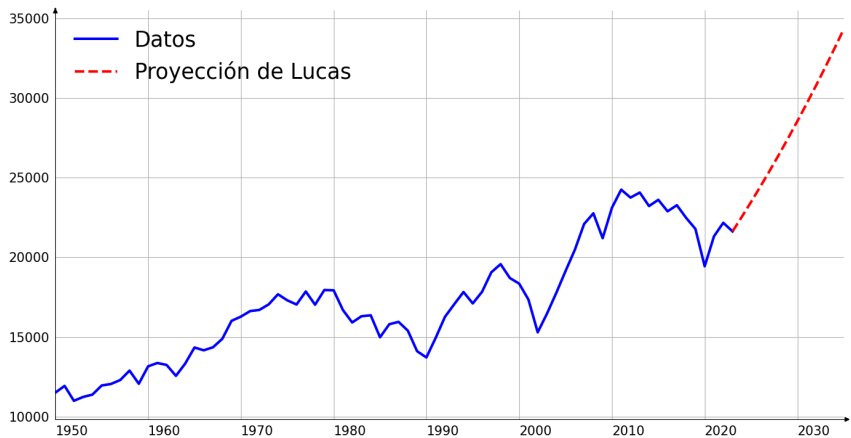
► Micro o Macro?

La Tierra Prometida

- Imaginemos que:
 - (a) Mantenemos los superávits hasta 2035.
 - (b) Abrimos más la economía.

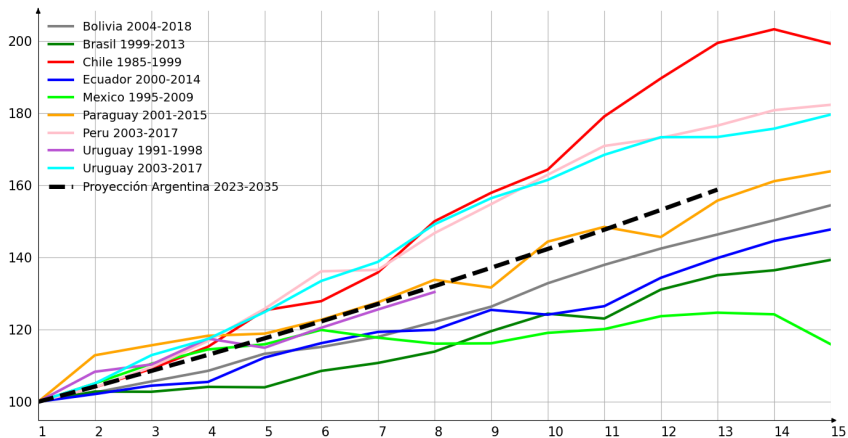
La Tierra Prometida...

Argentina 1950-2035, Ingreso per Capita a Dólares Constantes 2017



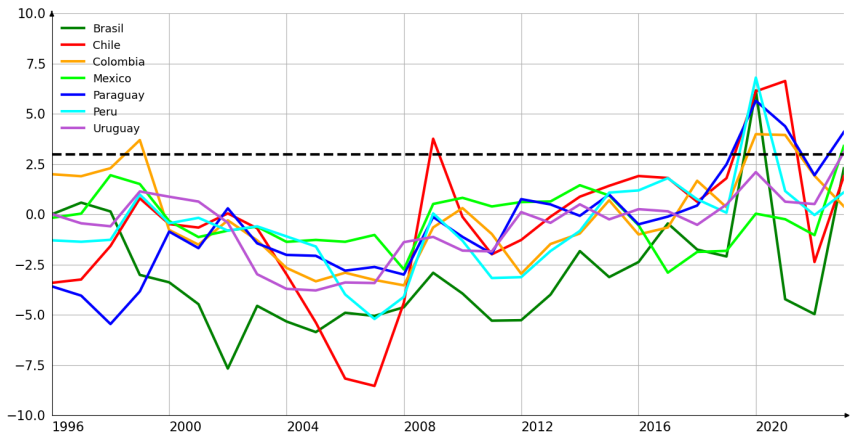
En comparación...

PBI per Capita a Dólares Constantes 2017 (igual a 100 en el año base)



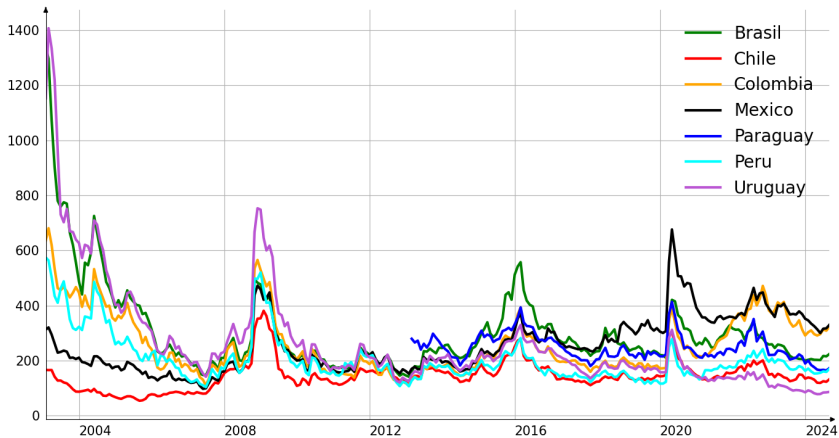
Los Siete Magníficos

Déficit Primario como Porcentaje del Producto 1996-2023



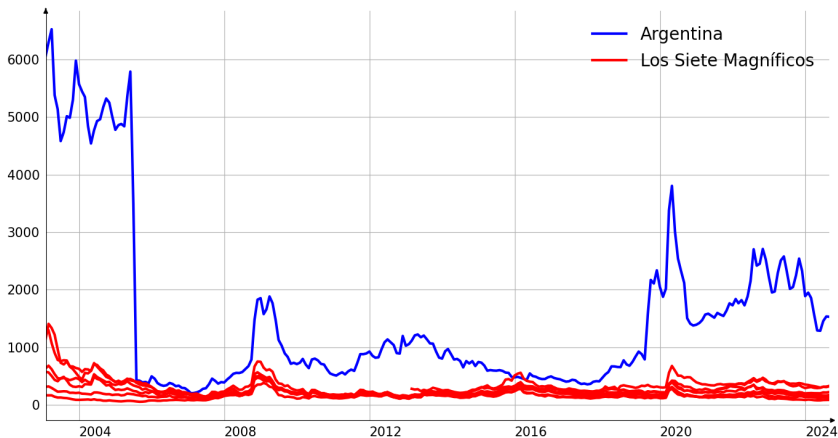
Los Siete Magníficos

Riesgo País (Puntos Básicos) Enero 2004 - Agosto 2024



Los Siete Magníficos y Argentina

Riesgo País (Puntos Básicos) Enero 2004 - Agosto 2024



Concluding comments:

1. A long history of fiscal mismanagement created recurrent economic crisis in Argentina during the last 35 years (maybe more)
2. These recurrent crises were very costly in terms of GDP, employment and poverty.
3. The main factor behind the crisis was the large budget fiscal deficits.
4. The particular symptoms of the last crisis may be different than the previous ones, but the force behind it is the same.

5. The current administration managed the exit from the crisis extremely well: fast recovery, rapid job creation and very low inflation.
6. For the first time in many decades (all the XX century?) the government had 6 consecutive years of 4% surplus.
7. The key for the next 20 years is the sustainability of the budget surplus.

Período	Tasa de Crecimiento Promedio PBI per Capita	Inflación Promedio
1975-1990	-1.5%	625%
1991-1998	4.6%	13%
2003-2010	5.4%	15%
2011-2023	-0.4%	52%

Argentina, Tasa de Crecimiento Promedio del PBI per Capita e Inflación Promedio