

# Macroeconomía de las Promesas Rotas\*

Daniel Heymann

CEPAL Buenos Aires

y Universidad de Buenos Aires

## Resumen

Las rupturas generalizadas de los arreglos contractuales son un aspecto característico de algunas crisis macroeconómicas. Las economías y los sistemas políticos generan y deben procesar las consecuencias de “promesas rotas” en gran escala (Leijonhufvud, 2003). Este trabajo discute tales fenómenos, en el contexto específico de las fluctuaciones de la economía argentina. Esta experiencia pone de relieve temas que han sido prominentes en el trabajo de Leijonhufvud, como los problemas de coordinación intertemporal, el comportamiento potencialmente amplificador de desviaciones de los mercados de crédito en el caso de grandes perturbaciones, la relevancia de la toma de decisiones secuencial de los agentes y la dinámica interrelacionada de las políticas, las instituciones y el desempeño económico.

## Abstract

Widespread breakdowns of contractual arrangements are the characteristic feature of some macroeconomic crises. Economies and political systems generate and must process the consequences of large-scale “broken promises” (Leijonhufvud, 2003). This paper discusses such phenomena, in the specific context of the fluctuations of the Argentine economy. That experience highlights themes which have been prominent in Leijonhufvud’s work, like the problems of intertemporal coordination, the potentially deviation-amplifying behavior of credit markets in the event of large disturbances, the relevance of the sequential decision-making of agents and the interrelated dynamics of policies, institutions and economic performance.

\* Este trabajo fue preparado para la Conferencia en Honor de Axel Leijonhufvud en UCLA, 30 y 31 de agosto de 2006. Se agradecen los comentarios de los participantes de la conferencia, en especial los de R. Farmer, M. Laidler, A. Leijonhufvud, y E. Phelps, y también los que realizaron R. Abrutzky, G. Anlló, O. Cetrángolo, B. Díaz de Astarloa, L. Gorno, R. Martínez, A. Ramos, J. Reparaz, P. Sanguinetti, H. Seoane, y particularmente, C. F. Bramuglia.

• Traducción: Bernardo Díaz de Astarloa.

## I. Introducción

El estudio de los desórdenes macroeconómicos tiene relevancia analítica y práctica. El trabajo de Axel Leijonhufvud ha estado marcado por una preocupación acerca del alcance y las limitaciones del potencial autorregulador de los sistemas económicos (y sociales). Esta preocupación se reflejó en un mantenido interés por los mecanismos y los efectos de desajustes macroeconómicos, como los “dos tipos de crisis” (Leijonhufvud, 1998a) que ponen a prueba de diferentes maneras la habilidad de las economías para lidiar con perturbaciones. En instancias de gran inestabilidad de precios, se acortan los horizontes de decisión, y restringen las transacciones financieras y, en el límite, incluso la realización de las transacciones diarias (Heymann y Leijonhufvud, 1995). En las crisis de crédito, las economías y las políticas deben procesar las consecuencias de “promesas rotas” en gran escala (Leijonhufvud, 2003). Este artículo se enfoca principalmente en esta segunda clase de perturbación.

Episodios de recesión vinculados a crisis cambiarias y financieras han sido observados en diversas “economías emergentes” en los últimos años (Kaminsky y Reinhart, 1999). Estas contracciones interrumpieron fases de crecimiento económico que en algún momento pueden haber parecido robustas y factibles de persistir. Lo abrupto de algunas transiciones, y la dificultad de encontrar asociaciones estadísticas entre la emergencia de crisis y la historia pasada de “variables fundamentales” (Calvo, 1998; Kaminsky, 1999) han orientado la búsqueda de explicaciones a “muertes súbitas” asociadas a la multiplicidad de equilibrios de expectativas racionales (v. gr. Sachs, Tornell y Velasco, 1996), o a fenómenos de comportamiento de manada (Chari y Kehoe, 2003).

Los efectos de contagio y los comportamientos imitativos ciertamente parecen relevantes en coyunturas críticas, cuando los agentes perciben que el sistema puede estar aproximándose a un punto de inflexión, y están preparados para responder con rapidez e intensidad a lo que los demás están haciendo a su alrededor. Sin embargo, se requiere que los individuos estén ya en un estado de alerta ante una posible dis-

continuidad. Esto no parece plausible sin “razones fundamentales” para que la gente suponga que el ambiente económico pueda cambiar rápida y sustancialmente.

Las secuencias de configuraciones macroeconómicas pueden ser interpretadas de muchas maneras diferentes. A menudo, en países que tienen déficit de cuenta corriente de alguna magnitud, o donde los volúmenes de deudas se están incrementando rápidamente, las opiniones se dividen entre aquellos que consideran la disposición a prestar y pedir prestado como una respuesta racional que toma en cuenta correctamente las futuras capacidades de pago, y aquellas que predicen dificultades en el cumplimiento de las obligaciones (Heymann, 1994). Las evaluaciones de la sostenibilidad de trayectorias de gasto y endeudamiento, de hecho, dependen de conjeturas sobre los niveles de ingreso futuros, y por ende sobre el potencial de crecimiento de la economía. Por su intrincada naturaleza, los procesos de crecimiento son propensos a generar creencias heterogéneas y cambiantes. En algunas economías, la actividad de evaluar las perspectivas de crecimiento (o de tomar decisiones que implícitamente dependen de esas perspectivas) sobre la base de información corriente período a período, puede muy bien producir resultados ampliamente variables entre individuos y a lo largo del tiempo. La experiencia macroeconómica de la Argentina puede ofrecer ilustraciones vívidas de interacciones entre ciclos de gran amplitud y el desempeño de crecimiento actual y anticipado.

El producto agregado de la economía argentina claramente no ha fluctuado alrededor de una tendencia lineal fija (gráfico 1). Los cambios en el panorama de mediano plazo y las amplias fluctuaciones tuvieron lugar en una historia de comportamientos privados y políticas públicas jalonada por acontecimientos críticos. En varias instancias el comportamiento de la economía difirió considerablemente de lo que habría resultado de extrapolar las observaciones pasadas. En los años ochenta, la inestabilidad de precios fue un aspecto prominente, y la actividad real osciló alrededor de una tendencia estancada. Al final de la década, las erupciones hiperinflacionarias crearon fuertes per-

---

Gráfico 1



turbaciones. Un tiempo más tarde, se implementaron importantes reformas de políticas, y la política monetaria se vio fuertemente restringida por el régimen de convertibilidad que estableció una paridad fija con el dólar. A comienzo de los noventa, la demanda y el producto crecieron marcadamente y los precios eventualmente se estabilizaron, aunque la inercia residual implicó mientras tanto una apreciación real considerable. La expansión se interrumpió por un abrupto shock de crédito al final de 1994, luego de la devaluación mexicana. El impacto de este shock fue fuerte pero transitorio. Una nueva ronda de rápido crecimiento probablemente indujo expectativas de más incrementos en los ingresos. Estas se vieron dramáticamente frustradas en una larga recesión, que se aceleró en 2001 en el colapso final del régimen de convertibilidad. El final de ese sistema se asoció con una ruptura generalizada de contratos, desajustes políticos, y un sentimiento general de frustración. Sin embargo, las expectativas de una quiebra total y estancamiento irreversible se vieron ellas mismas invalidadas, dado que la economía mostró una rápida recuperación. En todas estas oscilaciones, la identificación de tendencias económicas fue un problema práctico no trivial.

Tratar de encontrarle sentido a esta clase de historia probablemente requiere prestar atención a los mecanismos de tipo más bien general que pueden

haber dado forma a los comportamientos, y también a la evolución en tiempo real de creencias y decisiones. La siguiente sección discute algunos puntos analíticos que parecen relevantes para grandes crisis de crédito, y en especial el rol de las percepciones de la riqueza, la denominación de los contratos financieros, y los efectos potenciales que pueden amortiguar o amplificar las perturbaciones. Esta discusión pone de relieve temas que aparecen en el contexto de las fluctuaciones argentinas, que se comentan en la sección III.

## II. Información, Coordinación y Crisis Macroeconómicas

### 1. Pequeñas fluctuaciones y grandes rupturas

La mayoría de los ciclos económicos en países industriales involucra aumentos o caídas relativamente suaves alrededor de tendencias más o menos bien definidas. Para el individuo promedio, el consumo puede caer de alguna manera en una recesión, pero los estándares de vida no se alteran mucho por el evento. Aunque algunos segmentos de la población están más expuestos a los movimientos macroeconómicos que otros, un solo episodio de magnitud promedio no alterará la distribución del ingreso considerablemente, o por mucho tiempo. Si ciertos agentes están interconectados a través de una red de transacciones, puede esperarse que esos vínculos sigan existiendo luego de

una pequeña recesión. Es como si el sistema económico se “doblara”, no “rompiera”, y mantuviese sus principales aspectos organizacionales mientras que las variables agregadas reales oscilan.

Las crisis macroeconómicas como las que experimentó la Argentina a comienzos de esta década parecen ser fenómenos de otro tipo, en su intensidad cuantitativa y en la naturaleza de los procesos que operan. Las magnitudes de las caídas de la actividad real y del consumo corresponden a importantes cambios en los patrones de trabajo y de vida de grandes partes de la población (por ejemplo, durante la recesión de 1998-2002 en Argentina, el consumo privado agregado cayó más del 20%; algunos grupos experimentaron ajustes más marcados). Acontecimientos como estos tienen consecuencias apreciables sobre el bienestar de los hogares. Pueden tener implicancias considerables y persistentes sobre las perspectivas económicas de los individuos, y probablemente modifiquen sustancialmente los senderos futuros anticipados de ingreso y gasto.

Una definición precisa de lo que constituye una promesa, o el incumplimiento de una promesa, involucraría en sí mismo problemas no triviales cuando se conoce que, a través de variables como el “premio por el riesgo”, las partes han reconocido que los compromisos explícitos no son literalmente incondicionales, pero al mismo tiempo el conjunto de contingencias que llevaría a un *default* permanece indeterminado. Sin embargo, incluso sin una definición clara, es un aspecto observable característico de crisis macroeconómicas que un gran número de arreglos contractuales en la economía no se cumplen. De una forma u otra, esos acuerdos están sujetos a renegociación, y la ausencia de cláusulas contingentes objetivamente estipuladas complica el proceso. Mientras que la reorganización de los derechos y las obligaciones se lleva a cabo, la producción y el intercambio se ven entorpecidos por fuertes restricciones de crédito, y por incertidumbres o restricciones legales sobre el dominio y el uso de recursos. Muchas firmas cierran o se reorganizan. Las relaciones comerciales se rompen o se perturban, lo que complica la coordinación de los intercambios de mercado (Howitt, 2006). El desorden asociado con una cri-

sis puede operar como una fuerte perturbación sobre la productividad agregada medida a la manera convencional, generada de manera endógena por el propio sistema económico.

Incluso entre las crisis de gran escala puede haber diferentes grados de intensidad, de acuerdo a la extensión del conjunto de agentes que incumplen compromisos. En episodios de la importancia histórica de las grandes depresiones de los años treinta, la solvencia del sector público no se puso en cuestión en todas partes, y entonces el gobierno retuvo márgenes de libertad de acción para usar el crédito disponible de modo de aliviar las restricciones sobre el gasto privado (Leijonhufvud, 2003). En otros casos (como la crisis reciente en Argentina), el estado de incumplimientos puede alcanzar al gobierno, así como también a importantes segmentos del sector privado, particularmente los bancos. Entonces, es prácticamente el conjunto completo de obligaciones económicas que tiene que ser redefinido. El sistema atraviesa un recálculo de los precios de los activos, dado que las estimaciones pasadas (o, al menos, los “valores corrientes” pasados) se han vuelto irrelevantes por la crisis. Pero esos mismos recálculos y, en general, las potenciales estimaciones de los ingresos futuros de los agentes de la economía, son altamente inciertos, ya que en el medio de la crisis puede ser muy difícil anticipar los resultados entre un amplio rango de posibilidades abiertas.

En el límite, es concebible que un gran shock cause bancarrotas en el sistema privado e incumplimientos sobre la deuda pública, y que desesperadas expansiones monetarias o desconfianza de parte del público induzcan una huida de la moneda doméstica. Tal combinación de depresión e hiperinflación puede causar una profunda desorganización económica. Es difícil decir cuán cerca estuvo Argentina de este resultado en su reciente crisis. En cualquier caso, ese escenario se evitó, probablemente a través de una coincidencia de alguna inercia útil en el comportamiento de los agentes, que actuaron “de modo normal” en aspectos de su actividad económica diaria, y una respuesta de política guiada por la temible imagen de una tormenta perfecta, que uniera depresión y muy alta inflación.

---

## 2. Crecimiento apalancado, incumplimientos y renegociaciones

La revisión de las creencias acerca de las perspectivas de crecimiento de una economía (o, más generalmente, acerca del perfil de ingresos de los deudores) parece capaz de generar fenómenos típicamente asociados con grandes fluctuaciones del crédito<sup>1</sup>. En contratos sujetos a riesgo de incumplimiento (que, naturalmente, emergen cuando el deudor tiene, en promedio, perspectivas de ingresos crecientes, pero la magnitud de los incrementos potenciales puede variar en un rango amplio), la tasa de interés contractualmente determinada sube con el tamaño de la deuda. Puede haber un techo a la oferta de crédito, dado el volumen de deuda, que induciría al deudor a incumplir en el futuro incluso en “buenos” estados del mundo. Ahora, si una perturbación baja ese límite superior de la oferta de financiamiento, puede requerirse un repentino ajuste del gasto del deudor. Este efecto puede inducir efectos tipo corredor. Si la economía deudora sufre un pequeño shock negativo sobre el ingreso con componentes tanto transitorios como permanentes, el acceso irrestricto al crédito le permitiría suavizar el impacto corriente sobre el consumo. En contraste, un gran impulso negativo que dispara racionamiento de crédito forzaría a un gran ajuste en el período presente, de modo que el efecto del shock se vería inicialmente amplificado.

En el caso de una contracción en la oferta de crédito, el deudor puede “aceptarlo”, o sino elegir caer en default. El incentivo a incumplir los términos formales del contrato de crédito está limitado por los costos de diverso tipo asociados con la ruptura; sin embargo, si la interrupción del crédito obligara a una caída del consumo demasiado intensa a efectos de satisfacer las devoluciones exigidas, el shock puede causar la suspensión de los pagos contractuales. En este sentido, las contracciones del crédito estarían motivadas por incumplimientos potenciales pero, al mismo tiempo, ocurren de hecho cuando su impacto anticipado no es tan severo como para efectivamente inducir default.

También, cuando una vez ocurrida una suspensión de pagos, puede haber circunstancias en donde una “reestructuración” ocurre de inmediato; sin embargo, es posible que las partes tengan incentivos a demorar un acuerdo (Ghosal y Miller, 2005). Esta posibilidad podría surgir en principio debido a un efecto de preferencia por la flexibilidad, si la información futura acerca de la capacidad de repago es suficientemente valiosa: cuando las expectativas acerca del valor “permanente” del producto son muy difusas al momento del default, y pueden volverse más precisas más tarde, una estrategia de esperar antes de entrar en nuevos contratos puede generar un gran ahorro en los costos esperados de futuras perturbaciones en los servicios de las deudas renegociadas.

Ciertamente, estos efectos dependerían de los valores de los parámetros que no son fáciles de determinar con precisión, como la distribución de probabilidades del producto futuro, y el tamaño de las “penalizaciones” en el caso de default. La evolución de visiones y percepciones acerca de tales parámetros a medida que llega nueva información y es procesada, y las decisiones tomadas en consecuencia, pueden producir historias bastante agitadas, como sugiere la experiencia de Argentina al respecto.

## 3. Percepciones de riqueza

Las grandes oscilaciones macroeconómicas modifican las percepciones individuales y agregadas de riqueza y, recíprocamente, pueden ser vistas como consecuencias de revisiones de valuaciones previas. Una crisis perfectamente anticipada es casi una contradicción en términos. Los incumplimientos generalizados sobre las deudas y las caídas dramáticas del consumo real naturalmente apuntan a interpretaciones como signos de que los agentes cometieron importantes errores en sus pronósticos acerca de sus propios ingresos y de aquellos de sus deudores. Tales eventos frustran las expectativas bajo las cuales los agentes planearon su consumo y sus tenencias de activos o, al menos, revelan una “mala realización” de la lotería que

1. Las siguientes reflexiones se han beneficiado de conversaciones con L. Gorno. Sobre estos temas véase también Heymann et al. (2001), Aguiar y Gopinath (2004b), Arellano y Mendoza (2002), Mendoza (2006).

determina el valor de los flujos de ingreso sobre períodos relativamente largos de tiempo. En las crisis parecen perturbarse tanto planes que en su momento representaron una “calculada toma de riesgo”, como otros basados en impulsos o en expectativas inconsistentes respecto de la evolución futura. Indicadores como los diferenciales de tasas de interés muestran que los agentes contemplaron concretamente la posibilidad de incumplimientos. Sin embargo, también es posible observar indicios de grandes diferencias de creencias entre los agentes, con algunos de ellos tomando medidas precautorias (por ejemplo, acumulando liquidez en activos “seguros”) antes de que la crisis pareciera como inminente, mientras que muchos individuos parecen haber sido sorprendidos por los hechos.

En todos lados, algunos agentes cometen errores o tienen mala suerte; las consecuencias son de alguna manera procesadas. En cualquier caso, los individuos realizan elecciones en un entorno sujeto a cambios irreversibles y difícilmente predecibles (las innovaciones tecnológicas son suficientes para eso). Las economías “normales” muestran mucha volatilidad al nivel microeconómico (Fanelli, 2006). La riqueza agregada no es fácil de estimar incluso en países sin historias recientes de turbulencias macroeconómicas (Hausmann y Sturzenegger, 2005). No obstante, con todo, esas economías tienen tendencias razonablemente bien establecidas. Pueden ocurrir episodios de “exuberancia irracional” en quizás grandes segmentos de la economía. Pueden surgir problemas de sostenibilidad fiscal en el horizonte. Pero, típicamente, la experiencia histórica permite cierta confianza al extrapolar características estilizadas del crecimiento económico. En los escenarios más probables, amplias categorías de agentes, incluyendo el sector público, enfrentarán oportunidades bastante en línea con las expectativas, y honrarán sus deudas. Los problemas cotidianos en la coordinación intertemporal de decisiones se ven en ajustes en el nivel de consumo de hogares individuales, en bajos retornos de firmas particulares, o en bancarrotas que son manejadas rutinariamente por el sistema legal. Más allá de la existencia, en principio, de mucha “incertidumbre profunda” esas perturbaciones pueden

ser vistas, en su conjunto, como resultados desafortunados de apuestas razonables.

En regímenes establecidos de alta inflación, las transacciones se perturban, pero hay pocas promesas formales para romper: los agentes reconocen la incertidumbre macroeconómica y, entonces, son reticentes a entrar en contratos. Los horizontes de planeamiento y de decisión son muy cortos; el comportamiento económico está marcado por una fuerte preferencia por la flexibilidad. En contraste, las crisis de deuda requieren que los agentes estén en algún punto lo suficientemente confiados como para prestar y pedir prestado, o para consumir más allá de su capacidad “permanente”. Deben haber previsto un estado del mundo lo suficientemente bueno, y lo suficientemente probable, como para compensar el desincentivo de tomar mayores riesgos (o han considerado que esos riesgos no eran grandes). Estas son las características de las economías que en cierto momento pueden parecer capaces de ascender en las escalas internacionales de ingreso. De alguna manera, las economías en cuestión deben percibirse como preparadas para ese progreso. Las crisis pueden marcar entonces la incertidumbre del proceso de *catch-up*.

#### 4. Usos del pasado

Las crisis son eventos relativamente raros en una economía, y parecen tener características distintivas (Kaminsky, 2003). Esto puede limitar la información potencialmente resultante de reunir observaciones de varios episodios. La tensión entre la potencial utilidad de analogías con eventos en otras épocas o economías y los argumentos posibles para diferenciar unos casos de otros, se observa en la práctica en las opiniones y actitudes de analistas y agentes. En algunos casos, el propio pasado de una economía puede ser problemático como elemento de base para el propósito de formar expectativas.

Las recomendaciones de “reformas estructurales” han abundado en las discusiones de política en las décadas recientes. Ya sea por tales reformas o por otras razones, algunas economías parecen experimentar por momentos rápidos cambios en términos de su configu-

ración y comportamiento. Los rótulos de “emergente” o “en transición” se refieren a economías que se presume están en el proceso de modificar su desempeño de manera permanente; la evidencia sugiere que estas economías experimentan variaciones apreciables en sus tendencias de crecimiento, que las diferencian de economías desarrolladas (Aguar y Gopinath, 2004b). Si una nueva tendencia de crecimiento está, o puede que esté, en el curso de ser establecida, los agentes deben entonces aprender acerca de las oportunidades y restricciones futuras que enfrentarán, y que no parecen asimilables a extrapolaciones simples de condiciones pasadas. El problema de coordinación intertemporal se plantea en términos muy concretos: si las acciones futuras de otros agentes se corresponderán con las anticipaciones que están implícitas en las decisiones corrientes de cada individuo.

Diferentes tipos de comportamientos pueden, o no, ser sostenibles, dependiendo de realizaciones futuras. Por caso, una configuración con menores tasas de ahorro, apreciaciones reales e inversiones concentradas en la producción de bienes no transables puede, con motivos razonables, generar preocupaciones acerca de la sostenibilidad de las deudas en dólares, pero puede volverse parte de un sendero bien coordinado si ocurre algo como para generar un crecimiento suficiente en la oferta de bienes transables. En una transición de crecimiento, es plausible que los comportamientos prospectivos se basen en la anticipación de cambios futuros. Una perturbación sobre las expectativas puede derivarse de un hecho saliente, inmediatamente identificable por un observador externo, pero puede también consistir en “algo que no ocurre”: por ejemplo, en la instancia recién comentada de apuestas a un salto de productividad, mejoras considerables, pero menores a lo previsto son capaces de poner en peligro el cumplimiento de compromisos.

Durante las transiciones de crecimiento los agentes están involucrados en predecir el resultado de procesos de desarrollo en curso. Esos procesos pueden tener características y patrones generales, pero también parecen contener elementos históricos no repetitivos. Establecer distribuciones de probabilidad “objetivas” sobre las tendencias futuras es ciertamente difícil.

Las decisiones se basan de alguna manera en conjeturas sobre los resultados esperados, y también sobre la confianza que debería ser asignada a esas expectativas. Son posibles los errores de tipo I tanto como los de tipo II. En ocasiones, los individuos tendrán en mente especialmente la existencia de fuertes incertidumbres, o una historia de falsos comienzos, lo que sugiere precaución y escepticismo; en otras, pueden reaccionar bruscamente en un ciclo ascendente a las perspectivas de futuras mejoras. Una forma ingenua del supuesto de expectativas racionales (“las variables del mercado son generalmente el resultado de expectativas agregadas correctas”) tendería a dar apariencia de sostenibilidad a los patrones de comportamiento observados cualesquiera fueran (como si las profecías colectivas fueran a cumplirse por el hecho de haberse formulado). En cualquier caso, las economías sujetas a crisis pueden tener características que podrían proveer una racionalización para niveles de ingreso medio muy diferentes. En el lapso de unos pocos años, por ejemplo, la economía argentina pareció dar razones para creencias de que el nivel permanente de ingresos en términos de dólares no era mucho mayor que los 3000 dólares per cápita registrados en los momentos de hiperinflación, más tarde para opiniones de que la estabilización y las reformas permitirían sostener niveles de gasto de alrededor de 9000 dólares per cápita o, más recientemente, para visiones de que la crisis había producido una caída irreversible en los ingresos de vuelta a la marca de 3000 dólares.

## 5. La denominación de los contratos financieros

Los niveles de ingresos medidos en monedas extranjeras son variables particularmente relevantes cuando los contratos financieros están “dolarizados”. La difusión entre países de la práctica de denominar las obligaciones en una moneda internacional, y el potencial para efectos de deflación de deuda en tales países en el evento de una devaluación real han recibido mucha atención en la literatura reciente (Jeanne, 2003; Ize y Levy Yeyati, 2003; Céspedes et al., 2000;

Chang and Velasco, 2001). La dolarización contractual probablemente revela la persistencia de dudas acerca de las políticas macroeconómicas, y particularmente, monetarias. En una economía que se ha estabilizado luego de una alta inflación, la práctica de escribir contratos en dólares puede responder a miedos residuales de un colapso de la estabilización (en el cual los precios domésticos suben abruptamente), que compensan los riesgos percibidos de shocks sobre el tipo de cambio real (Heymann y Kawamura, 2005). Esto sugiere entonces que la incertidumbre “nominal” que persiste durante períodos más o menos prolongados es más fuerte que la incertidumbre “real” sobre los precios relativos futuros. Una economía que experimenta una expansión de los créditos dolarizados se correspondería entonces con una configuración de creencias, con optimismo acerca de sus oportunidades reales (de modo que, en particular, una fuerte demanda interna en el futuro puede sostener altos niveles de precios domésticos e ingresos en términos de dólares) mientras que, al mismo tiempo, los agentes sospechan la posibilidad de políticas sorpresivas que pueden cambiar el valor real de los contratos nominales (o indexados). Al mismo tiempo, la dolarización financiera causa “miedo a flotar” (Calvo y Reinhart, 2000), e incrementa los costos de salida de regímenes de tipo de cambio fijo. En el caso argentino, este efecto endógeno que desanimaba subas del tipo de cambio fue particularmente importante, quizás mucho más que el estatus legal del régimen de convertibilidad que estuvo vigente entre 1991 y 2001.

Los contratos dolarizados hacen al cumplimiento de las obligaciones contingentes, a la estabilidad de los ingresos reales y del tipo de cambio real. Varios tipos de impulsos o cambios de expectativas pueden desplazar, y considerablemente, el tipo de cambio real sostenible, y las percepciones acerca de su valor. Independientemente de si ocurre a través de deflación o depreciación nominal, un movimiento de los precios relativos lo suficientemente grande puede entonces resultar en insolvencias.

## 6. Estabilizadores y multiplicadores

La dolarización financiera puede ser una fuente de vulnerabilidad, pero no todas las perturbaciones generarán una crisis. Incluso si el tipo de cambio nominal no varía mucho, el tipo de cambio real puede tener algo de movilidad a través de movimientos en los precios domésticos. Si, en promedio, el shock requiere una reducción relativamente pequeña de los ingresos en términos de la unidad de cuenta, la magnitud y la difusión de los incumplimientos de deudas pueden también permanecer limitadas. Un ajuste moderado en el gasto agregado real puede entonces restablecer las restricciones de presupuesto a posiciones percibidas como sostenibles, sin generar efectos secundarios considerables. Grandes perturbaciones, sin embargo, pueden inducir rondas adicionales de ajustes. La crisis que hizo finalizar el sistema de convertibilidad en Argentina provee indicaciones de tales efectos de retroalimentación, donde las dudas acerca de la solvencia de los deudores y miedos sobre el estado futuro de la economía llevan a la fuga de capitales y a la contracción del crédito, y deprimen el gasto interno, lo que interrumpe relaciones de intercambio, a su turno reforzando la espiral. En un estado de pánico, parecería que los precios de los bienes y los activos deben caer considerablemente para inducir “especulación estabilizadora”.

La crisis argentina muestra los profundos desajustes provocados por la expectativa y la realización de una ruptura contractual. Al mismo tiempo, la recuperación luego de la crisis apunta a la existencia de mecanismos endógenos que pueden haber ayudado a revertir el declive de la actividad real. En esta instancia, el impulso inicial no fue una expansión fiscal, que un gobierno en bancarrota difícilmente podría haber efectuado (aunque las transferencias de emergencia a hogares de bajos ingresos ayudaron a mantener la demanda). Un efecto significativo puede haber resultado de una reacción del gasto, y una moderación de la huída de capitales, de agentes que se habían beneficiado del impacto masivo de una gran devaluación sobre el valor real de los activos en divisas (muchos de los cuales eran mantenidos en forma líquida) y sobre el poder de compra de los ingresos generados en los sectores de exportación. En una situación de ingresos agregados

---

deprimidos y fuertes restricciones de liquidez, estos beneficiarios de una masiva redistribución de poder de compra fueron aquellos que tenían la disponibilidad de recursos para iniciar una inyección de demanda.

## 7. Políticas e instituciones

Las políticas económicas son el resultado de los objetivos y las percepciones de los hacedores de política. Los efectos de incentivos en el sector público crean problemas específicos de principal y agente, y ciertamente pueden afectar el desempeño económico. Sin embargo, las puras distorsiones de incentivos no parecen ser capaces de generar crisis (en el sentido de rupturas de contratos generalizadas) sin la intervención de algún tipo de error en las expectativas. Desde el punto de vista de las elecciones intertemporales, las decisiones de política, así como también las acciones de los agentes privados, se basan sobre conjeturas acerca de las condiciones futuras. La estimación de niveles permanentes o normales de ingresos es un problema para el gobierno, y para sus acreedores actuales o presuntos, como lo es para el sector privado. Además de resultados de la miopía políticamente inducida, las políticas que parecen pro-cíclicas ex-post también pueden derivar de confusiones acerca de las tendencias macroeconómicas.

Pueden usarse reglas claramente definidas para tratar con sesgos de incentivos en la determinación, diseño e implementación de políticas económicas. Al mismo tiempo, las perturbaciones o inconsistencias macroeconómicas típicamente requieren flexibilidad de las políticas. Los países en donde el proceso político ha mostrado una tendencia a producir resultados socialmente indeseables (como una historia de alta inflación) y que también están potencialmente sujetos a grandes perturbaciones reales, tendrán dificultades en establecer instituciones macroeconómicas durables y que funcionen bien. La discrecionalidad sin límites puede llevar a una maximización miope de objetivos de corto plazo, o a políticas volátiles decididas bajo las presiones de los grupos que tienen mayor influencia en un momento particular. Los regímenes de política basados en reglas rígidas hacen promesas de perma-

nencia aparentemente incondicionales, sin tener en cuenta las contingencias, y pueden terminar rompiéndose cuando esos compromisos se vuelven insostenibles. La experiencia argentina de las últimas décadas ofrece ejemplos de ambos tipos.

Una regla monetaria sólo puede proveer un sustituto muy imperfecto para otras políticas e instituciones. El régimen de convertibilidad argentino tuvo efectos importantes para parar una inflación endémica; con el tiempo se convirtió en una referencia central para un público que veía con desconfianza las instituciones políticas y económicas en su conjunto. Eventualmente, el sistema monetario fue visto como ofreciendo no sólo un ancla nominal (rígida), sino también, quizás, una promesa implícita de estabilidad del ingreso agregado. El tipo de cambio fijo sirvió como un “andamiaje externo” para organizar el comportamiento económico (Clark, 1998; Leijonhufvud, 2006), pero el desempeño real de la economía no pudo soportar el cumplimiento de una promesa así. De hecho, el sistema parecía diseñado para maximizar la credibilidad de su permanencia de modo de sacar ventaja de las oportunidades en un potencial “buen estado”, caracterizado por altos niveles sostenibles de ingreso y un tipo de cambio históricamente apreciado. Prácticamente por construcción, ni las políticas monetarias ni la estructura financiera ni el sistema político estaban preparados para manejar una situación en la que se requería una sustancial depreciación real.

La elección de instituciones y políticas depende del juego político (intereses, poder), y también de cómo el público y los hacedores de política procesan las experiencias pasadas (Sargent, 2001). La elección del régimen de convertibilidad en la Argentina a comienzos de los años noventa estuvo influenciada por la particular historia inflacionaria del país. También pueden encontrarse vestigios de la experiencia pasada de la economía en características del comportamiento de los agentes privados y de los hacedores de políticas luego de la caída de la convertibilidad.

Las crisis típicamente inducen procesos de intenso aprendizaje (o, al menos, cambios apreciables en las creencias y las opiniones) de parte de actores privados

y públicos. Al mismo tiempo, las crisis manifiestan y generan problemas en la elaboración de políticas. En última instancia, las altas inflaciones reflejan una falla de las sociedades y los sistemas políticos para ponerse de acuerdo sobre formas sistemáticas de manejar las presiones sobre el presupuesto del gobierno. Las crisis de crédito en economías abiertas pueden involucrar gastos del gobierno excesivos que no producen respuestas “ricardianas” de la demanda privada, de manera de evitar sobre-endeudamientos con el exterior. En cualquier caso, crisis como la argentina en años recientes arrojan a una arena política ya desequilibrada la pregunta de si, y cómo, intervenir para reexaminar los contratos rotos cuando “las reglas sobre las formas de lidiar con la violación de las reglas han sido violadas” (Leijonhufvud, 2003; Vaz, 1998). E, incluso en una recuperación post-crisis, reconstruir instituciones luego de un gran shock es ciertamente una cuestión no trivial.

### III. Crisis y recuperación en Argentina<sup>2</sup>

(i) *Luego de la hiperinflación: reformas en gran escala, restricciones sobre las políticas monetarias*

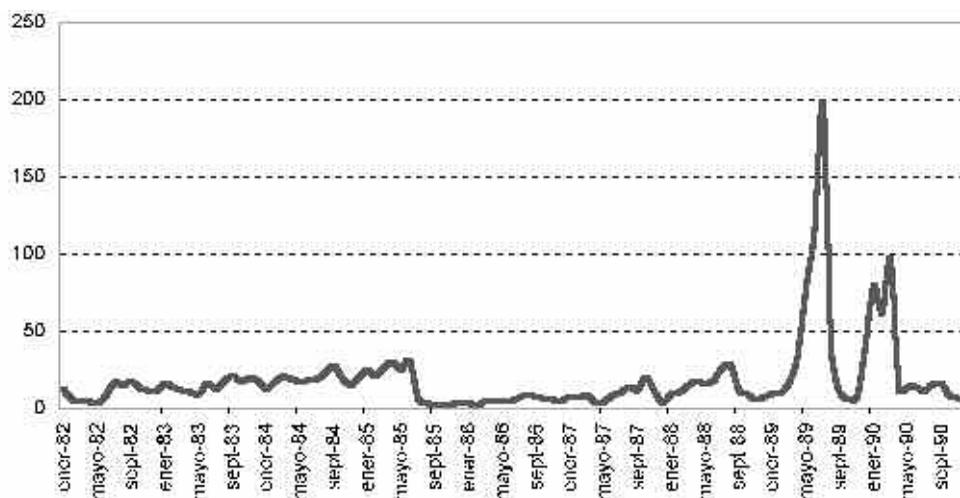
Hacia el final de los años ochenta, la Argentina tenía una agitada historia inflacionaria. Pero incluso

para una población que había desarrollado (con sustanciales costos en términos del desempeño económico) una variedad de modos de adaptarse a la inestabilidad monetaria, los episodios hiperinflacionarios de 1989 y 1990 representaron experiencias verdaderamente traumáticas, en que incluso las transacciones rutinarias se vieron perturbadas. Esa experiencia reforzó la demanda por estabilidad de precios percibida por el público, y motivó la visión de que el comportamiento inflacionario de las políticas macroeconómicas no podía ser evitado sin estrictas restricciones sobre los márgenes de acción del banco central. Además, la falta de confianza en la moneda nacional había inducido un uso generalizado del dólar como reserva de valor y como denominador de contratos financieros, e incluso como unidad de cuenta para algunos precios. Aunque el tipo de cambio real había mostrado amplias oscilaciones, el precio del dólar se había vuelto una referencia central, altamente visible, para las decisiones cotidianas. En esas condiciones, el público estaba preparado para reaccionar favorablemente a la decisión del gobierno de establecer un sistema monetario cercano a una caja de conversión, con una paridad fija al dólar. La naturaleza automática (e “irrever-

Gráfico 2

#### Tasa de Inflación, 1982-1990

(variación mensual)



2. El desempeño de la economía argentina desde comienzos de los noventa, y especialmente la crisis del sistema de convertibilidad, ha sido analizado, entre otros, en Perry y Servén (2002), Haussman y Velasco (2002), Powell (2002), Damill y Frenkel (2003), De la Torre et al. (2002), Galiani et al. (2003), Heymann (2006), Mussa (2002). El título de este último trabajo: “Argentina y el FMI: del Triunfo a la Tragedia” da una pista acerca de cuán fuertes fueron los cambios en las percepciones asociadas con la crisis.

sible”) del sistema fue presentada como uno de sus principales activos. El problema que aparecía como saliente era restringir la discrecionalidad monetaria y estabilizar las expectativas de precios; mantener flexibilidad para manejar perturbaciones reales o inconsistencias macroeconómicas no era percibido como una preocupación particularmente relevante.

La experiencia de estancamiento económico con alta volatilidad dejó una profunda insatisfacción con las instituciones económicas bajo las cuales ese desempeño se había generado. Además, las actitudes del momento, en toda la región de América Latina y otros lugares, tendieron a ser proclives a reformas en gran escala tendientes a la liberalización económica. En la ocasión, el gobierno argentino implementó cambios de políticas exhaustivos en un período corto de tiempo (cf. Heymann y Kosacoff, 2000; Stallings y Peres, 2000), con la introducción de nuevos esquemas de administración y legislación impositiva, la privatización de la mayoría de las empresas públicas y una profunda liberalización comercial, junto con la constitución de un área de integración con los vecinos regionales, en particular Brasil. Esas medidas tuvieron la intención de ser, y fueron entendidas como, acciones diseñadas para introducir cambios tajantes en los incentivos y comportamientos económicos, y para producir un quiebre en la tendencia de crecimiento.

(ii) *Redefiniendo expectativas*

El cambio en el entorno económico era apto para causar grandes revisiones de creencias y las expectativas. Al mismo tiempo, los mercados financieros internacionales estaban predispuestos a aumentar los préstamos a las “economías emergentes”. Tales condiciones abrieron la posibilidad de grandes movimientos en los flujos de gasto y crédito.

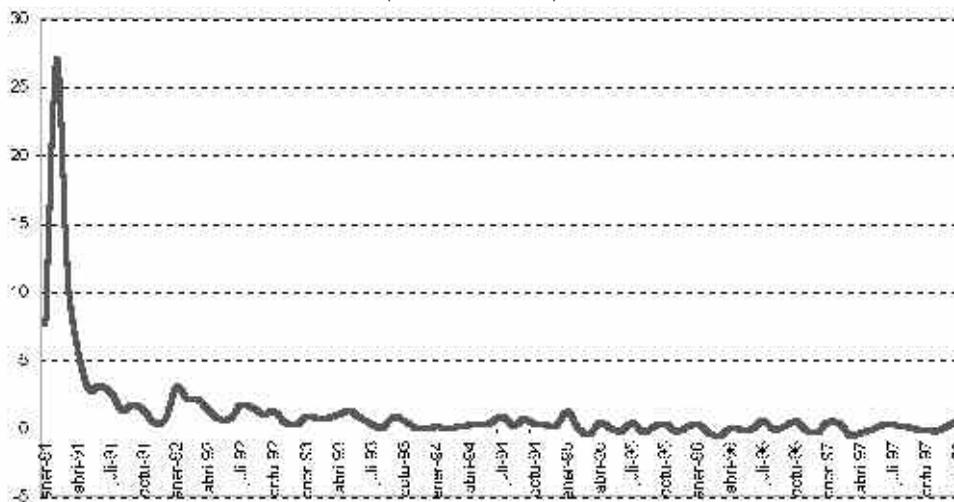
El comienzo del régimen monetario de convertibilidad en abril de 1991 provocó efectos visibles sobre el comportamiento. Aunque los precios continuaron aumentando, lo hicieron a una tasa mucho más lenta, y declinante, y la drástica caída de las tasas de interés indicó un fuerte impacto inmediato sobre las expectativas. La drástica caída en el impuesto inflacionario y la merma de incertidumbre macroeconómica de corto plazo, hicieron a los agentes más dispuestos a gastar. Las percepciones de menor riesgo tendieron a revertir los incentivos a la fuga de capitales y favorecieron un renacimiento de la oferta interna de crédito. Luego de un período de perspectivas económicas desoladoras, y duras restricciones de liquidez para grandes grupos de hogares, la respuesta del consumo agregado fue bastante rápida, y dio lugar a una fuerte expansión del gasto doméstico y la actividad real.

Tanto para los agentes como para los analistas, discriminar tendencias de efectos transitorios era una

Gráfico 3

**Tasa de Inflación, 1991-1998**

(variación mensual)



tarea no trivial. “Reformas poco creíbles” o desinflaciones transitorias pueden en principio estimular el consumo a través de efectos de sustitución intertemporal. Ciertamente, la percepción de permanencia del régimen de convertibilidad (que duró diez años, hasta su eventual colapso) no fue firmemente establecida desde un inicio, y persistieron dudas acerca de los efectos de las reformas. Esta falta de total confianza se reflejó en indicadores como la ausencia de grandes mercados de activos en moneda doméstica que no fueran de corta madurez. De hecho, el desempeño de la economía pudo ciertamente inducir interpretaciones diversas. Sin embargo, muchas decisiones tomadas durante el período parecieron reflejar la expectativa de incrementos sostenidos de los ingresos, en términos reales y en dólares, induciendo fuertes propensiones a consumir, a invertir en producción para uso local, y a ofrecer y demandar crédito de manera de financiar esas actividades. Un repago fluido de las deudas recientemente contraídas era contingente a la realización de suficientes ingresos futuros en dólares, y consecuentemente, a un crecimiento suficiente de la oferta (o de los precios internacionales) de los bienes transables.

(iii) *Cambios en el comportamiento, re-evaluaciones de ingresos permanentes*

La fase expansiva que duró hasta 1994 fue larga para los estándares históricos del país (la economía no

había experimentado crecimiento continuado por cuatro años consecutivos desde 1975) y también intensa (gráfico 1). Mostró, como un aspecto característico, un declive en la tasa de ahorro (y particularmente en los ahorros privados), junto con una marcada recuperación de la inversión (gráfico 4), mucha de la cual fue dirigida a actividades que principalmente servían al mercado doméstico.

El impulso de la demanda doméstica estuvo asociado a una considerable apreciación real (gráfico 5). Aunque la tasa de inflación eventualmente convergió a valores muy bajos, entretanto, mientras que el tipo de cambio permanecía fijo, se incrementó sustancialmente el nivel de precios doméstico, especialmente aquel de los bienes no transables, y lo mismo ocurrió con los salarios. Los aumentos del empleo fueron importantes en los sectores de servicios, aunque las conductas ahorradoras de trabajo, especialmente en la industria manufacturera y los servicios ahora privatizados, tendieron a reducir la demanda de algunos segmentos de trabajadores, principalmente en las categorías no calificadas (Damill et al., 2003). Las firmas manufactureras enfrentaron mayor competencia de las importaciones, mientras tenían acceso a insumos y bienes de capital más baratos y variados. La respuesta fue bastante heterogénea, con incrementos visibles de la productividad en algunas empresas, y mayores dificultades para otras, resultando en una alta mortalidad

Gráfico 4

**Ahorro Nacional e Inversión a precios corrientes**

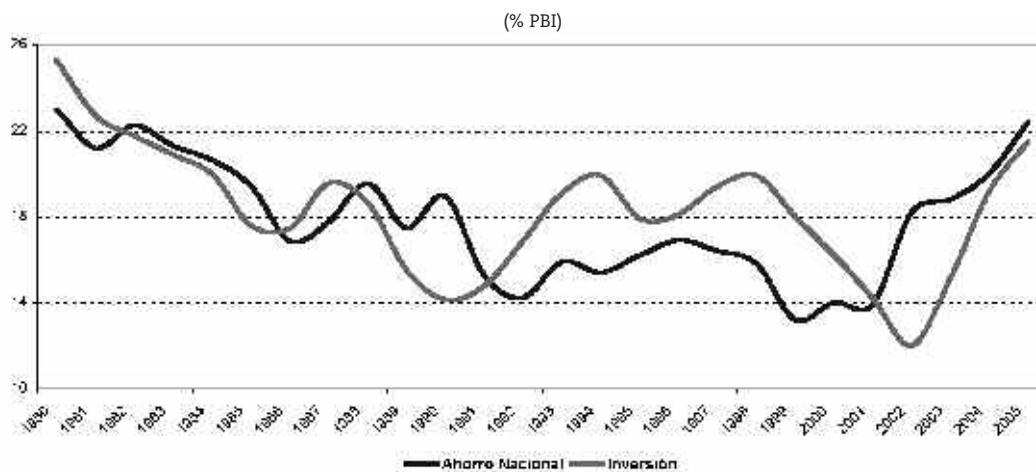
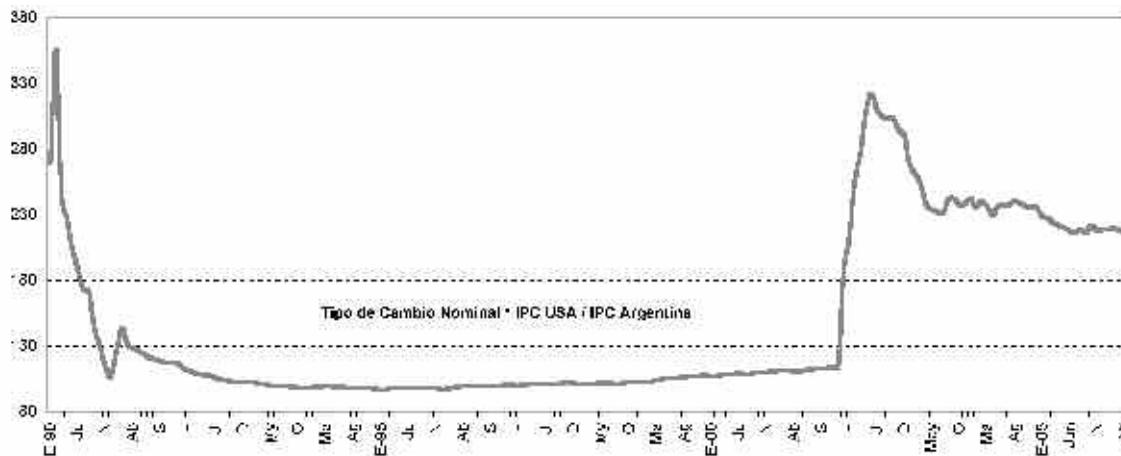


Gráfico 5

### Tipo de Cambio Real con el Dólar

(Índice 1993=100)



de firmas (Kosacoff y Ramos, 1999). En la agricultura orientada a las exportaciones, el uso de métodos más productivos de cultivo de granos se fue difundiendo rápidamente. Sin embargo, la magnitud agregada de las exportaciones no mostró tendencia a crecer significativamente hasta 1994.

#### (iv) Acumulación de pasivos en dólares

Con el PIB creciendo y un menor tipo de cambio real, el poder de compra del producto doméstico en términos de monedas extranjeras se revaluó fuerte-

mente (gráfico 6). La evolución de esa variable fue particularmente relevante ya que muchos de los nuevos créditos contratados estaban denominados en dólares.

El gobierno no trató al uso generalizado del dólar como denominador financiero como problemático o riesgoso: la expansión del crédito y los crecientes flujos de entrada de capitales fueron interpretados y proclamados como signos de confianza, y como precursores de un fuerte crecimiento real. Las cuentas fiscales mostraron un ajuste considerable (gráfico 7), debido a los mayores ingresos impositivos, y el gobierno obtuvo

Gráfico 6

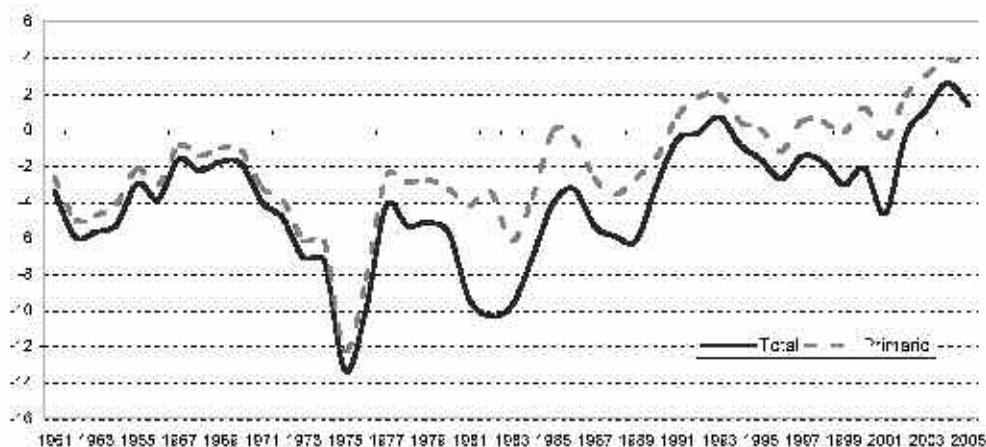
### PBI por habitante, dólares constantes de 2000



Gráfico 7

## Saldo Primario y Financiero del sector Público

(% PBI)



recursos de las privatizaciones. El sector público reestructuró su deuda dentro del Plan Brady, lo que redujo la carga de intereses. Sin embargo, el valor de los pasivos del sector público se incrementó, principalmente debido al reconocimiento de obligaciones previamente indocumentadas.

*(v) Señales en conflicto*

Para 1994 la economía crecía todavía rápidamente. La tasa de inversión (alrededor del 20% del PIB) se había incrementado marcadamente, aunque no se acercaba a los niveles observados en países embarcados en rápidos procesos de desarrollo. El déficit de cuenta corriente indicaba al mismo tiempo un volumen de ahorros relativamente bajo, y una predisposición a prestar de parte del resto del mundo. Había indicios de incrementos de productividad en varios tipos de actividades, pero eso no mostraba definitivamente una tendencia establecida de expansión en los sectores transables. Las exportaciones no se habían incrementado significativamente, aunque las condiciones internacionales (precios de las commodities, demanda en Brasil) habían comenzado a mejorar (gráfico 9).

El aumento en las tasas de interés de EE.UU. en ese año se transmitió fuertemente a otros mercados, en particular la Argentina, y fue seguido de una desaceleración de la demanda interna. El gobierno implementó

una reforma del sistema de pensiones, que transfirió una buena parte de los ingresos provenientes de los impuestos de la seguridad social a fondos privados. El superávit primario cayó (gráfico 7); el posible efecto futuro de la reforma del sistema de pensiones en reducir los pasivos contingentes del sector público no fue claramente (o mejor, claramente no fue) incorporado en las evaluaciones de la posición fiscal. Estos desarrollos probablemente amplificaron el shock producido por la devaluación mexicana al final del año.

*(vi) Shock de crédito*

La analogía con el caso de México había sido utilizada en el pasado como un argumento para sostener que las reformas de política inducirían fuertes efectos de crecimiento. Ahora, la comparación operaba más bien en la dirección opuesta, sugiriendo que la economía, y el régimen de política, tenían fragilidades que no habían sido detectadas o habían sido insuficientemente contempladas. Posiblemente, el shock mexicano llevó a los agentes a cambiar sus actitudes acerca de dónde colocar la carga de la prueba de la sostenibilidad de la deuda, y a pedir razones definidas para demandar activos internos. En tales condiciones, el gobierno no tuvo mucho efecto en sus esfuerzos iniciales para argumentar que cualquier extrapolación del caso mexicano era inválida. En una situación que

levantó incertidumbre acerca de las visiones mantenidas previamente, la gente tuvo más incentivos a mirar más de cerca las actitudes y los comportamientos de los demás, tanto para obtener indicaciones de sí, y en dónde, “había algo fundamentalmente mal” en la economía, como para asegurarse ante potenciales corridas. La caída en la demanda de depósitos se aceleró luego de un comienzo relativamente lento y selectivo (gráfico 8). La presión cayó sobre el banco central, que extendió redescuentos hasta los límites permitidos. En cualquier caso, mientras las reservas cayeron, el crédito bancario se contrajo marcadamente. La demanda agregada y el producto cayeron considerablemente. El desempleo saltó alrededor de seis puntos porcentuales (a más de 18%) en la primera mitad de 1995.

(vii) *Sobreviviendo al impacto*

Sin embargo, la aguda recesión no creó una demanda pública por un cambio en la orientación de las políticas. En cambio, el mayor temor de una buena parte del público pareció ser el de una depreciación que incrementase el valor real de las deudas en dólares y quizás disparara una nueva ronda de alta inflación. Un paquete de préstamos internacionales respaldó la insistencia del gobierno de que no contemplaba la posibilidad de una devaluación, y los resultados definitivos del voto que reeligió al presidente apoyaron esa posición. Los fondos comenzaron a fluir de vuelta a los

bancos, y la actividad real se recuperó en la última parte del año.

El episodio fue ampliamente visto como una prueba exigente y exitosa de la resistencia del sistema de convertibilidad. En la interpretación del gobierno, el shock no reveló debilidades en el esquema macroeconómico, sino la subsistencia de dudas equivocadas sobre su compromiso con el sistema monetario, que debían quedar disipadas por su comportamiento. La actividad de política dirigida a la prevención de nuevos shocks se circunscribió a la supervisión y regulación de la industria financiera, manteniendo absolutamente el estándar dual de denominación (principalmente en dólares).

(viii) *¿Crecimiento perdurable?*

La fase expansiva que duró hasta 1998 difirió de la de comienzos de la década en el fuerte desempeño de las exportaciones (cuyo valor se duplicó en un lapso de cinco años), impulsado por las mejoras en los mercados externos, y, del lado de la oferta, por incrementos de productividad, particularmente en la agricultura (gráficos 9, 12). La inversión alcanzó máximos de alrededor de 22% del PIB, mientras que los coeficientes de ahorro subieron por encima de los niveles de los primeros años de la convertibilidad. El déficit en cuenta corriente siguió siendo considerable, sin embargo, en conexión con una alta demanda de importaciones, e

Gráfico 8

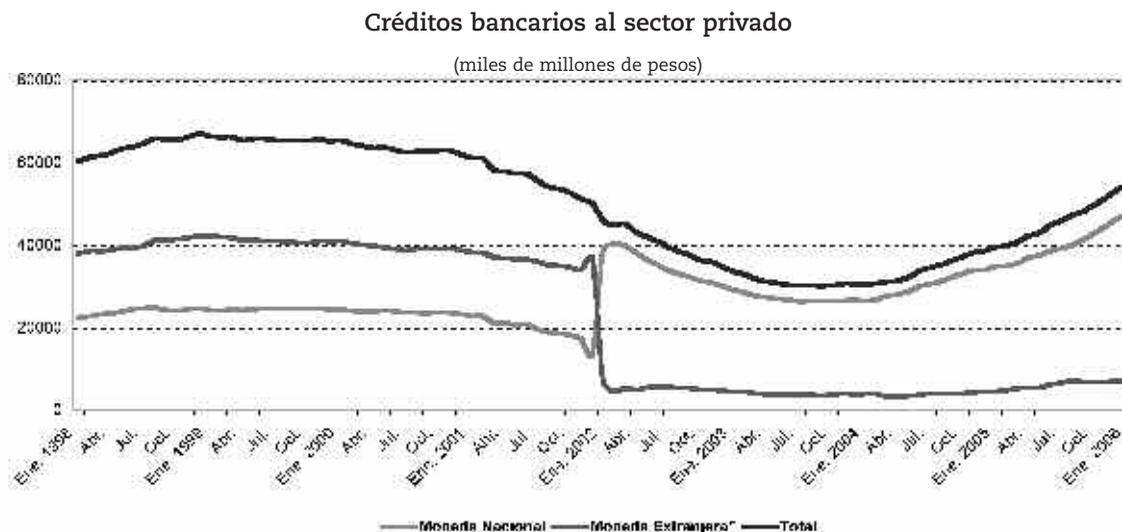
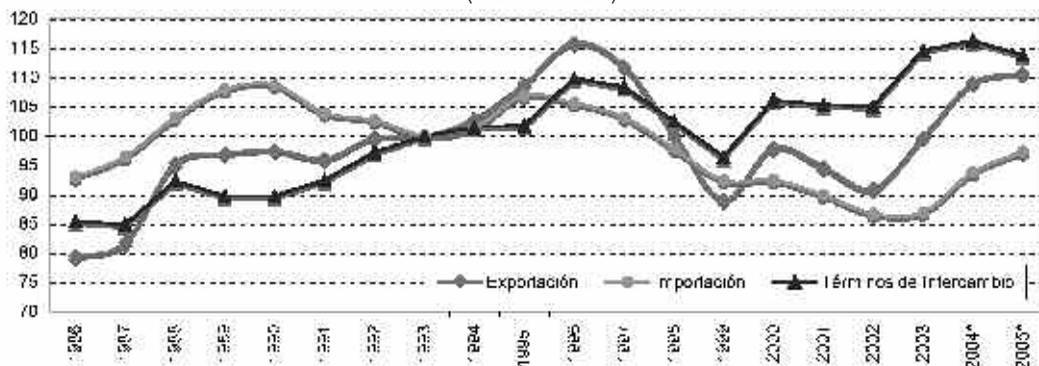


Gráfico 9

### Precios de exportación, importación y términos de intercambio

(Índice 1993=100)



intereses crecientes sobre las deudas con no residentes. Una proporción creciente de financiamiento externo tomó la forma de IED (gráfico 14). La amplia y creciente presencia de compañías internacionales (en sectores como bancos, industria manufacturera y servicios) sugirió que las preocupaciones acerca de la sostenibilidad macroeconómica no eran importantes en sus decisiones en ese momento.

#### (ix) Problemas de sostenibilidad

En 1998, siete años después de la fijación del tipo de cambio, el PIB real había acumulado un crecimiento de alrededor del 50% (5,5% promedio anual) desde el comienzo de la década. El aumento agregado de los ingresos había sido sustancial (aunque con una distri-

bución más desigual), incluso después de considerar que parte de ese crecimiento representaba una recuperación de las recesiones hiperinflacionarias. Hasta el momento no se habían materializado advertencias acerca de problemas de sostenibilidad del tipo de cambio real. El valor en dólares del PIB había mantenido magnitudes bastante estables que llegaban a cerca de u\$s 9.000 per cápita. Las condiciones del momento podían apoyar la percepción de que niveles de actividad crecientes se habían convertido en la regla, más que la excepción, y que los niveles alcanzados de ingresos en dólares servían como una buena referencia para estimar los niveles permanentes de gasto y capacidad de repago de deudas. El incremento de las exportaciones podía ser visto como una indicación de

Gráfico 10

### Intereses sobre la deuda pública

(% de los ingresos corrientes)

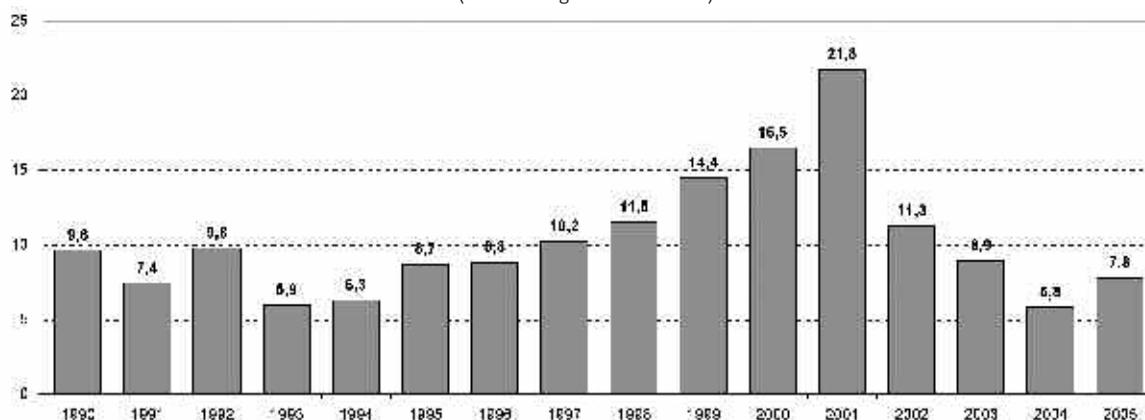
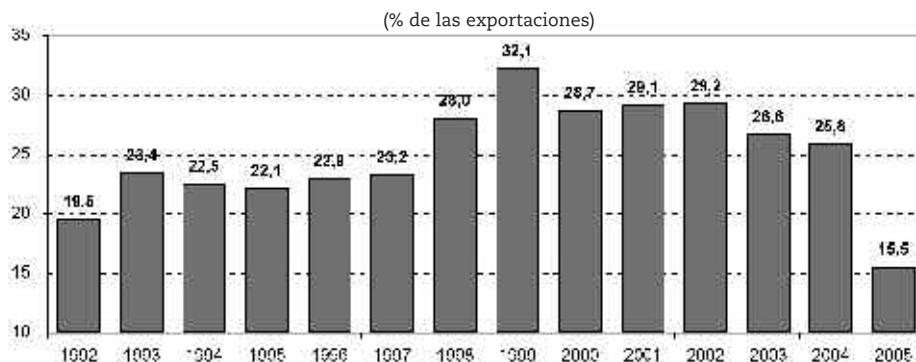


Gráfico 11

### Balanza de pagos: saldo neto de Intereses, Ganancias y Dividendos



que, con mayores productividades, la configuración corriente de precios relativos no desalentaba la participación en los mercados externos.

Sin embargo, el déficit de cuenta corriente se había agrandado, mientras que el gobierno generaba sólo pequeños superávits primarios. Las deudas pública y externa, y los flujos de intereses correspondientes, habían estado aumentando, en un período de rápido crecimiento de la actividad real y de los precios de las exportaciones (gráficos 10, 11). La sostenibilidad dependía críticamente de una continuación del fuerte crecimiento de las exportaciones. De otra manera, la alternativa a un uso persistente de grandes cantidades de crédito externo (la disponibilidad del cual un país como la Argentina difícilmente podía dar por hecha sin signos visibles de potencial exportador) era quizás

una brusca desaceleración de la demanda doméstica. Pero las caídas en los ingresos del gobierno incrementarían los requerimientos de financiamiento mientras erosionaban las percepciones acerca de la solvencia fiscal. Tales efectos fueron visibles en el período que llevó a la crisis del sistema de convertibilidad.

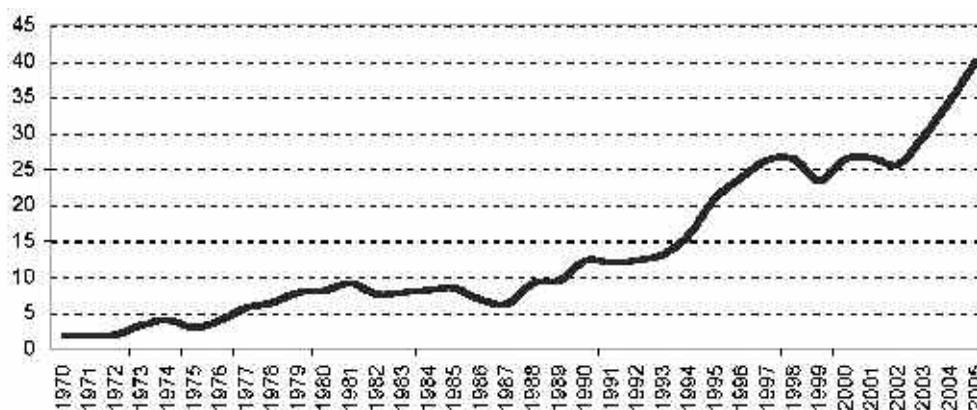
(x) *Shocks de comercio y financiamiento; recesión*

Para 1998, los precios internacionales de las mercancías exportables estaban cayendo. La devaluación brasilera al comienzo del año siguiente hizo a la Argentina menos competitiva en el mercado del mayor socio comercial. Las tasas de interés habían aumentado marcadamente luego del estallido de la crisis rusa. Las exportaciones y la actividad real cayeron en términos absolutos en 1999 (gráfico 12). El déficit de presu-

Gráfico 12

### Exportaciones de bienes

(miles de millones de dólares)



puesto se elevó debido a los menores ingresos y al gasto pre-electoral, tanto en las jurisdicciones nacional como provinciales; el gobierno obtuvo financiamiento extraordinario a través de la venta de sus acciones restantes en la principal compañía petrolera. Una menor inversión y mayores niveles de “riesgo país” incorporados en los diferenciales de tasas de interés indicaban la existencia de dudas acerca del futuro, mientras que la acumulación de activos externos mostraba que segmentos del sector privado estaban comenzando a buscar refugio contra la eventualidad de problemas en la economía doméstica (gráfico 14). Sin embargo, estos comportamientos estaban todavía lejos de reflejar un pánico, o un sentimiento general de rápido colapso. Los indicadores de “riesgo país” no sugerían que la Argentina se distinguía en aquel momento como claramente en peligro de crisis comparada con otros “mercados emergentes” (gráfico 13). La importante atención dada a la posibilidad de una dolarización completa sugería que, para grupos influyentes de analistas y operadores financieros, la principal pregunta abierta no era la capacidad de sostener los ingresos agregados en los niveles corrientes, sino la existencia de una potencial “cláusula de escape” del tipo de cambio fijo. En lo que respecta al público en general, la elección presidencial de 1999 (ganada por una coalición de partidos opositores) indicó que estaba ciertamente preocupado por los problemas sociales pero no esperaba, o demandaba, importantes cambios macroeconómicos, particularmente en lo referente al sistema monetario.

(xi) Esperando la recuperación

Al mismo tiempo, los agentes económicos estaban alertas a señales de fortaleza o debilidad económicas. Las actitudes y comportamientos parecían reflejar la tensión entre las perspectivas de dos escenarios polares. En uno, la actividad real y las exportaciones se recuperaban, y permitían ajustes simultáneos en la cuenta corriente y el déficit fiscal, y facilitaban su financiamiento a intereses moderados. En el otro extremo se encontraba un proceso de dificultades en espiral, con la posibilidad de que una deflación de deudas pudiera disparar una crisis financiera. La recuperación requería desarrollos favorables en las condiciones internacionales así como también en el desempeño doméstico. El nuevo gobierno se las arregló para reducir su déficit a través de aumentos de impuestos y recortes del gasto (incluyendo reducciones en los salarios del sector público). Sin embargo, los requerimientos de financiamiento permanecieron altos, y esas medidas de ajuste fueron ampliamente interpretadas por el público como un indicador de recesión. Con el producto agregado estancado en el 2000 y las exportaciones que (debido a un rebote parcial en los precios internacionales) apenas recuperaban sus valores de dos años antes, la falta de buenas noticias definitivas gradualmente incrementó el nivel de duda en el público, y la sensibilidad a signos de corto plazo, como los movimientos diarios de los precios de los bonos del gobierno. No obstante, la demanda de depósitos no mostraba todavía temores por la solidez de los bancos.

Gráfico 13

Prima de riesgo sobre los títulos públicos

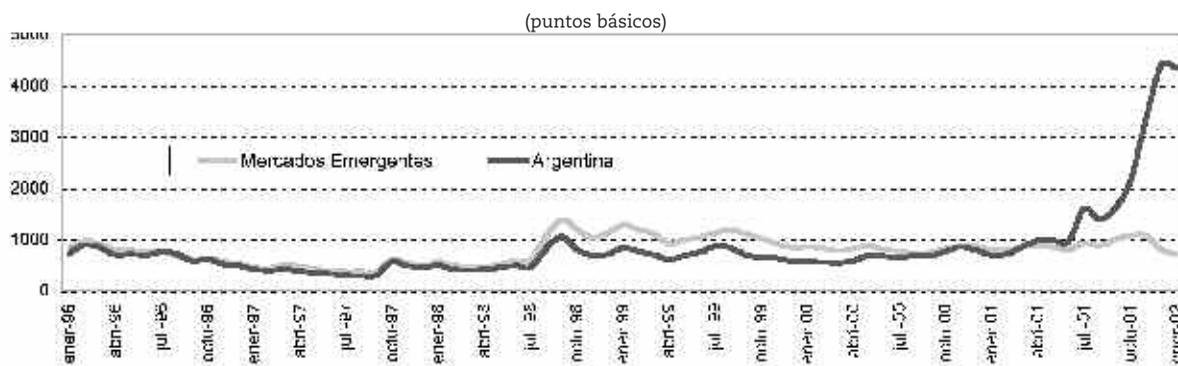
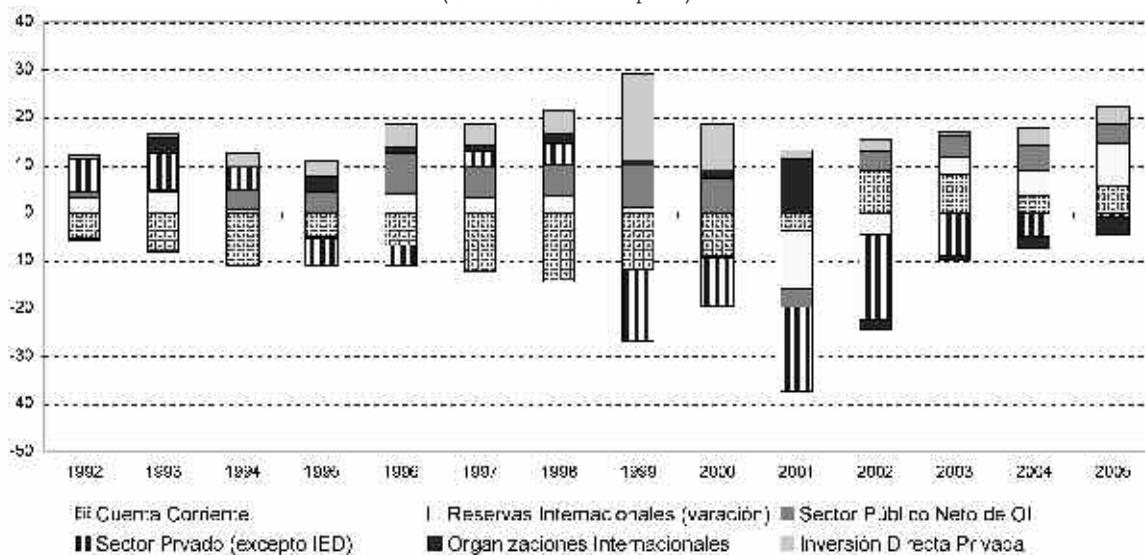


Gráfico 14

### Cuenta Corriente y Flujos de Capital

(miles de millones de pesos)



#### (xii) Desilusión: ¿cambio categórico?

Al final del 2000, el gobierno negoció un paquete de préstamos del FMI. El efecto del anuncio sobre las tasas de interés de la deuda del gobierno no duró mucho, dada la falta de evidencia de una reacción en los niveles de actividad, y la realización de ingresos tributarios menores a los anticipados. En un estado de gran tensión política, el puesto de ministro de economía cambió de manos dos veces en pocos días. Aunque el re-nombramiento (por un gobierno de diferente partido) del ministro que había introducido el sistema de convertibilidad trató de eliminar las preocupaciones acerca de la posibilidad de una devaluación, las actitudes y los comportamientos mostraron un marcado empeoramiento de las expectativas. Parecía como si muchos agentes hubiesen cambiado de un ánimo de espera y alerta a la presunción de que se estaba gestando rápidamente una crisis, y convertido súbitamente a ese escenario en la base para sus decisiones (con reminiscencias del “pensamiento por categorías” modelado por Mullainathan, 2003). Esto se manifestó, en particular, en movimientos de cartera en gran escala de activos locales (bonos, y también depósitos bancarios) a activos externos, y en una drástica caída en la demanda de bienes y servicios.

#### (xiii) Fuera del corredor

En los últimos tres trimestres de 2001, el PIB real se contrajo más de 10%. La inversión colapsó. Los menores ingresos realizados se combinaron probablemente con temores de mayores caídas para inducir una abrupta caída del consumo (gráfico 15). Menores ingresos tributarios, sin señales de una recuperación a la vista, agravaron las dificultades fiscales, mientras la demanda de deuda pública seguía achicándose. Restringido del acceso al crédito “voluntario”, el gobierno anunció una política de “déficit cero” (que en la práctica significaba que los pagos no se harían a menos que el flujo de ingresos en efectivo lo hiciera posible) y presionó a los bancos y a los fondos de pensión para obtener préstamos. Se organizó una operación de canje de títulos, a través de la cual el gobierno trató de extender la madurez de su deuda. Sin embargo, los muy altos rendimientos de la nueva emisión de bonos (en correspondencia con los diferenciales de “riesgo país” del momento) significaron que los pagos serían, y se esperaba que fueran, muy problemáticos.

La percepción de que un gobierno presionado estaba usando a los bancos como financistas de último recurso, y que las firmas estaban experimentando una caída vertical en las ventas, desalentó la tenencia de

depósitos, y reforzó la demanda de divisas. El efecto de desplazamiento (*crowding out*) y la caída en los depósitos indujeron un marcado declive en el crédito al sector privado (gráfico 8). Las restricciones de liquidez se endurecieron visiblemente en toda la economía. Al mismo tiempo, el banco central extendía grandes volúmenes de redescuentos y los gobiernos provinciales trataban de cubrir sus apremiantes baches de recursos emitiendo cuasi-monedas; la expansión monetaria fue más que esterilizada por la caída de las reservas. Aunque el estado de la opinión pública continuó sugiriendo que la devaluación era vista con mucho temor, la espiral de caída de la actividad, apuros fiscales y corridas sobre los depósitos y las reservas externas, hicieron del final del sistema de convertibilidad una posibilidad inminente.

(xiv) *Quiebra económica, ruptura institucional*

En la última parte de 2001, las políticas económicas mostraron una actividad intensa. La crisis en curso estuvo sujeta a mucha discusión, localmente y en el exterior. Sin embargo, ningún esquema concreto, práctico, surgió de modo de detener la espiral, o de organizar un mecanismo para reducir los costos de una salida del sistema de convertibilidad y reestructurar las deudas. Tal esquema probablemente hubiera implicado un masivo ejercicio de coordinación entre numerosos grupos de agentes, de manera de asignar las pérdi-

das resultantes del incumplimiento de promesas de varios tipos que se habían hecho en el tiempo, y acordar sobre el régimen de política que se aplicaría en el futuro. Las demandas de tal ejercicio parecían exceder la capacidad del diseño de políticas, y las posibilidades e incentivos de los actores políticos. Los meses finales de la convertibilidad estuvieron marcados por una extrema tensión política, que culminó en demostraciones que llevaron a la renuncia del gobierno. Luego de un período de gran turbulencia, con varios cambios presidenciales en el espacio de pocos días, el congreso designó un presidente provisional que permaneció en el gobierno hasta las elecciones realizadas en 2003.

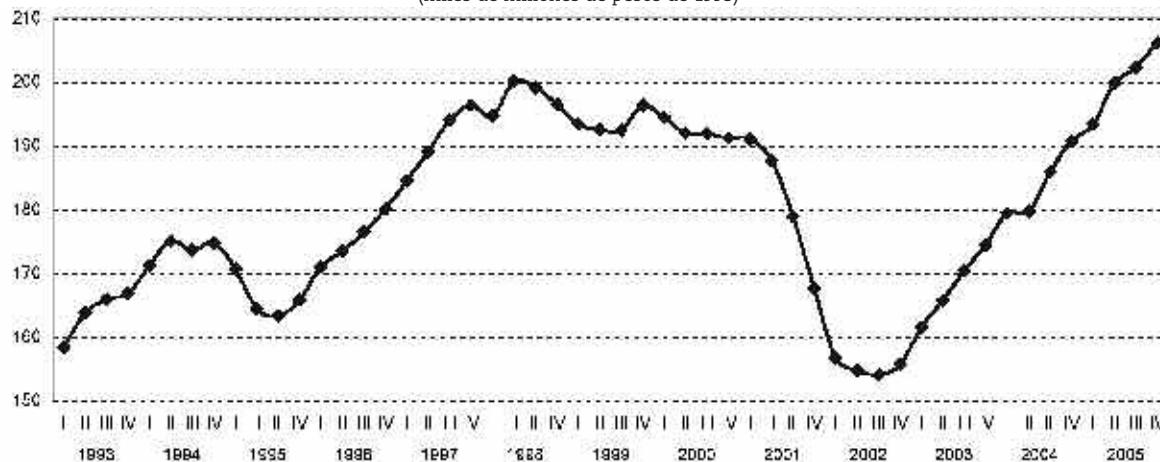
(xv) *Crisis contractual*

En diciembre de 2001, cuando la corrida se aceleraba, las autoridades establecieron límites a la extracción de efectivo de los bancos, y restringieron la venta de moneda extranjera del banco central. Estas medidas representaron de hecho una suspensión de la convertibilidad de los depósitos en circulante y de dinero doméstico en dólares. En todo caso, el proceso en curso era mucho más fundamental que un pánico auto generado, capaz de ser interrumpido por un período de “enfriamiento” para volver a coordinar expectativas. Los depositantes expresaron abiertamente su insatisfacción. En una economía donde muchas transacciones se realizaban en efectivo (en el gran sector infor-

Gráfico 15

Consumo privado a precios constantes

(miles de millones de pesos de 1993)



mal, pero también en el sector minorista formal), esas restricciones sobre la disponibilidad de fondos implicó fuertes restricciones al comercio; su impopularidad contribuyó a generar el clima que llevó a la caída del entonces presidente.

En el medio de una gran confusión política y social, las nuevas autoridades anunciaron que el gobierno interrumpiría los pagos de su deuda, y establecieron la finalización del sistema de convertibilidad, con una inmediata devaluación. Un salto en el tipo de cambio inmediatamente planteó como un problema acuciante el tratamiento del gran volumen de deudas privadas denominadas en dólares, con la consecuente disyuntiva entre una intervención de política que establecería criterios más o menos uniformes y un enfoque de no intervención que dejaría el problema librado a arreglos caso a caso entre las partes. En la instancia, el gobierno decidió no legislar sobre las obligaciones que no involucraban intermediarios financieros, mientras que los depósitos y préstamos bancarios estarían sujetos a “pesificación asimétrica”. Una medida muy apoyada por los grupos de negocios estableció la conversión de los préstamos bancarios en dólares a pesos a una tasa uno a uno (esto es, sin ajuste). Los depósitos en dólares se transformaron en pesos a una tasa de 1,4 por dólar, y sus vencimientos se extendieron considerablemente; los valores en pesos se ajustarían con un índice basado en el IPC. El gobierno compensaría a los bancos por los efectos de la asimetría entre depósitos y préstamos a través de la emisión de bonos. Los precios de los servicios regulados originalmente en dólares se tradujeron a pesos uno a uno, pendientes de renegociación.

Aunque en principio el esquema de conversión incrementó el poder de compra doméstico de los depósitos, manifestaciones públicas y numerosas demandas legales manifestaron la fuerte reacción en contra de la pesificación y la reprogramación de los vencimientos. Las decisiones judiciales, que permitieron a depositantes individuales recuperar sus activos, causaron un drenaje considerable de fondos de los bancos en los meses siguientes. La caída en los depósitos continuó incluso con fuertes restricciones a las extraccio-

nes. Esas restricciones y la desaparición del crédito reforzaron las restricciones de liquidez que enfrentaban los consumidores y muchas firmas, en un momento en el cual los precios de los insumos importados habían aumentado marcadamente. Con extrema incertidumbre acerca del futuro económico y turbulencia política, los agentes con recursos disponibles mostraron poca predisposición a gastar en el país, y una fuerte preferencia por activos externos. En 2002, en medio de una profunda recesión, la tasa de ahorro se incrementó notablemente, y las salidas de capitales privados excedió el 10% el PIB (gráficos 4, 14), con valores incluso más altos en la primera mitad del año. En ese período inicial luego de la devaluación, los bajos niveles de recaudación resultaron en un déficit primario de considerable magnitud para el sector público. Los créditos del banco central al gobierno y a los bancos alimentaron la expansión monetaria, mientras la emisión de cuasi-monedas continuó a un ritmo rápido.

#### *(xvi) Evitando la hiperinflación*

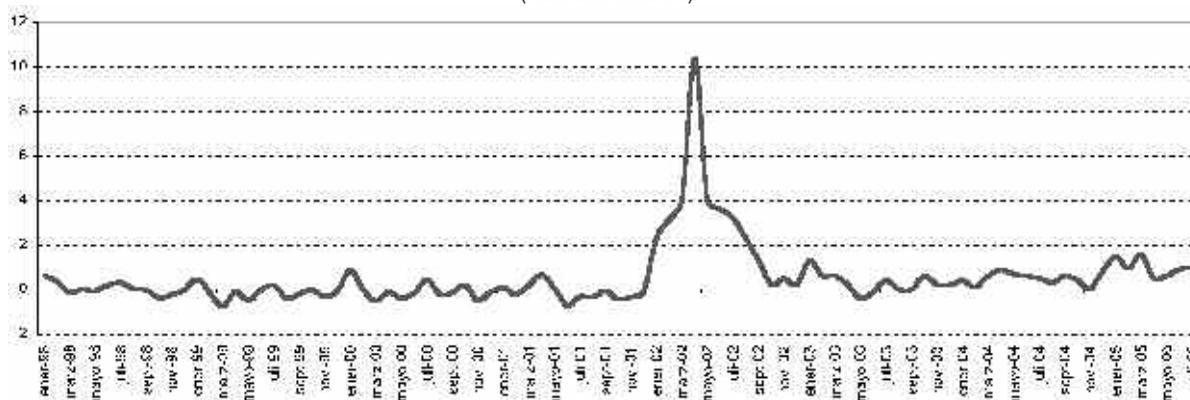
El tipo de cambio con el dólar se multiplicó por un factor de alrededor de cuatro en la primera mitad de 2002. Sin embargo, no hubo señales de que en las transacciones cotidianas la población repudiara la moneda nacional, que permaneció en uso general (junto con los sustitutos provinciales) como medio de pago y denominador de precios. Junto con la depresión de la demanda, la percepción del público de que los valores pre-devaluación eran todavía pertinentes como referencia para evaluar los precios corrientes probablemente actuó como una disuasión contra los aumentos de precios. El comportamiento pareció más influenciado por la experiencia reciente de la estabilidad de precios que por el pasado inflacionario. De alguna manera, fue como si el comportamiento colectivo de los agentes invalidara sus expectativas previas de un colapso monetario si la convertibilidad se abandonaba, que probablemente habían contribuido a generalizar la contratación en dólares.

De hecho, la respuesta inicial del IPC fue bastante lenta. Aunque este resultado era claramente frágil (la tasa mensual de crecimiento de los precios alcanzó un

Gráfico 16

### Tasa de Inflación, 1998-2005

(variación mensual)



pico de 10% en abril, gráfico 16), les dio a la política fiscal y a la política monetaria algún tiempo para reaccionar. El miedo a la hiperinflación, y sus predecibles consecuencias políticas, pareció operar como un fuerte incentivo sobre la implementación de políticas, incluso si el fin del régimen de convertibilidad había removido tanto el ancla nominal como el conjunto de restricciones que habían regulado la administración de la política monetaria por más de diez años, y ningún sistema alternativo claramente definido se había establecido para reemplazarlo.

Los precios relativos variaron abruptamente luego de la devaluación. En correspondencia con eso, se alteraron drásticamente los poderes de compra comparativos derivados de diferentes actividades. La participación de las exportaciones, un coeficiente con valores históricamente bajos, saltó a más de 25% del PIB (gráfico 17). En un momento en el cual otras bases imponibles se encontraban en niveles deprimidos, la aplicación de derechos de exportación contribuyó de manera apreciable a los ingresos tributarios, mientras la ausencia de ajustes en los salarios gubernamentales y las jubilaciones contuvieron el gasto. El balance primario del sector público se tornó positivo lo cual, junto con una desaceleración de la caída de los depósitos, fue removiendo presiones sobre las políticas monetarias. Dado el tipo de cambio mucho más alto, el valor de los agregados monetarios domésticos se había reducido en relación al de las reservas del banco cen-

tral. En consecuencia, las intervenciones en el mercado de cambios podían servir como fuertes instrumentos para regular la liquidez. Así, las dificultades monetarias y fiscales se aliviaron, lo que representó un importante cambio de perspectivas a la vista de los recientes peligros de colapso total.

#### (xvii) Reacción del gasto de agentes líquidos

El gasto y el producto agregados, en términos reales y en dólares, habían caído a niveles muy bajos, incluso más bajos que los que una economía perturbada podría sostener. Mientras que el clima económico y social alentaba la fuga de capitales, los reducidos precios en dólares de los bienes y activos locales abrieron oportunidades rentables para los agentes con posiciones líquidas en divisas, en particular exportadores y tenedores de saldos disponibles en dólares. Detrás del tono dramático de las noticias cotidianas, los grandes valores del superávit comercial y de los activos privados en dólares significaban que había una importante fuente de oferta de divisas y de demanda doméstica preparada para hacerse efectiva, una vez que los temores de una debacle inminente mostraron algunos signos de calmarse.

En la segunda mitad de 2002 la salida de capitales se moderó, y varios efectos comenzaron a operar en la dirección opuesta a la del clímax de la crisis. La moneda se apreció, lo que dispuso las expectativas inflacionarias. El banco central ahora intervino para frenar caí-

das en el precio del dólar, y compró considerables cantidades de divisas (una política que continuaría en los años siguientes). La creación de dinero, cada vez más el producto de la acumulación de reservas, fue compensada por una demanda creciente. Se removieron las restricciones a las extracciones de efectivo de las cuentas corrientes y cajas de ahorro sin que se originaran perturbaciones. La emisión de cuasi-monedas se detuvo, al tiempo que la recaudación crecía bien por encima del gasto del gobierno. El producto industrial inició una recuperación, primero a través de alguna sustitución de importaciones, más tarde principalmente para abastecer a una creciente absorción doméstica (desde niveles muy bajos). Las firmas se habían beneficiado de la drástica pesificación de sus deudas bancarias, y muchas habían comenzado a renegociar sus obligaciones fuera de los bancos, incluyendo aquellas con acreedores externos. Los salarios se habían rezagado considerablemente detrás de los precios industriales; como contracara del impacto distributivo, el aumento en los márgenes unitarios facilitó el auto-financiamiento de las empresas. El nivel de actividad pudo comenzar a revertir su caída pese a la casi completa ausencia de crédito.

(xviii) Resabios de la crisis

La crisis dejó marcas visibles, en las condiciones sociales y en las repercusiones demoradas de las rupturas contractuales. La tasa de desempleo alcanzó máximos de cerca del 25%, mientras que los salarios

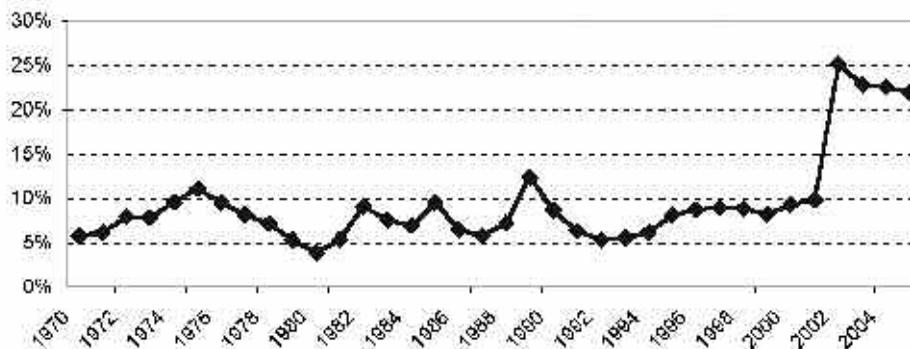
reales cayeron fuertemente. La drástica caída en los estándares de vida de los grupos de menores ingresos, sólo parcialmente aliviada por los programas sociales de emergencia, se reflejó en un salto en la proporción de hogares debajo de las líneas de pobreza e indigencia. Al mismo tiempo, los ingresos reales de algunos sectores, en particular productores de bienes transables, habían experimentado aumentos significativos. La gran re-valoración del poder de compra de los activos en dólares causó un importante efecto riqueza que favoreció a los grupos en las escalas superiores de la distribución, y a aquellos que habían participado en la salida de capitales. La conversión de los depósitos bancarios en pesos permaneció sujeta a controversia legal y política. Las compañías de servicios públicos iniciaron demandas para aumentar sus precios y tarifas y reclamar compensaciones. La crisis había incrementado naturalmente la percepción de riesgos de invertir en el país. El valor de la deuda pública que debía ser reestructurada había aumentado significativamente en relación al PIB o a la recaudación (variables que se habían contraído marcadamente en dólares), y la capacidad de pago futura estaba sujeta a mucha incertidumbre.

En el complicado proceso de renegociación de su deuda (que finalizó más de tres años luego de la declaración del default), el gobierno enfatizó que no tenía urgencia en cerrar un trato para tener acceso a nuevos créditos, y que tenía la intención de hacer una oferta sostenible bajo supuestos macroeconómicos prudentes. Eventualmente, tres cuartos de los acreedores par-

Gráfico 17

Coefficiente de exportaciones a precios corrientes

(% PBI)



ticiparon en un canje de bonos basado en la proyección de superávit primarios del orden del 3% del PIB a lo largo de un sendero de crecimiento moderado y de una gradual re-valoración real, lo que implicaba una importante reducción de la deuda. Los nuevos bonos se emitieron con “unidades atadas al PIB”, que comprometían los pagos si las tasas de crecimiento real excedían la hipótesis en la oferta básica. Las valuaciones de mercado de la “unidades atadas al PIB” fueron inicialmente bastante bajas, pero más tarde crecieron significativamente, sugiriendo que las conjeturas acerca del crecimiento potencial estaban siendo fuertemente revisadas.

*(xix) Recuperación: en busca de una tendencia*

Pese a las incertidumbres persistentes, la economía mostró una rápida reactivación. Para el final de 2005, el PIB real había recuperado los niveles del máximo previo (con un aumento promedio de alrededor de 9% al año desde el punto más bajo de la recesión). La recuperación tuvo aspectos particulares. Luego de un intervalo de demora, las exportaciones respondieron al mayor tipo de cambio real y a los crecientes precios internacionales. Incluso con una demanda doméstica en rápida expansión, el superávit comercial mantuvo valores importantes (gráfico 18). Los saldos positivos en cuenta corriente se asociaron con mayores niveles

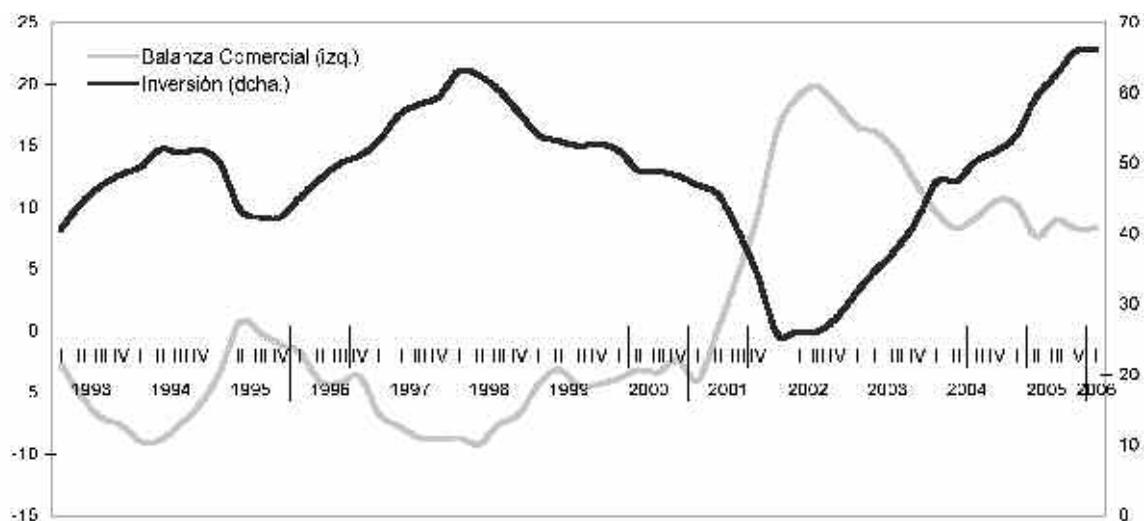
de las tasas de ahorro que en la década previa (gráfico 4), especialmente debido a la contribución del sector público. La tasa de inversión aumentó considerablemente, desde valores extremadamente bajos. Aunque el financiamiento hipotecario fue prácticamente inexistente, la demanda de bienes raíces y la actividad de la construcción se recuperaron marcadamente (a niveles por encima de los máximos de la década previa), probablemente a partir de la movilización de activos externos que había acumulado el sector privado. La inversión en maquinaria y equipo estuvo inicialmente bien por debajo de la depreciación del capital. A medida que la expansión de la producción y las ventas se llevó adelante, el nivel de inversión agregado implicó adiciones netas a la capacidad instalada (principalmente a través de proyectos “incrementales”), aunque la utilización de equipo existente continuó contribuyendo a la alta tasa de crecimiento observada. La recuperación fue trabajo-intensiva, de modo que la tasa de desempleo disminuyó considerablemente, acercándose a valores menores al 10%.

Pese al crecimiento del gasto público, ingresos tributarios mucho mayores permitieron al sector público generar superávit primarios significativos. El gobierno insistió en que generar tales superávit estaba entre sus principales prioridades, particularmente de modo de conservar autonomía en la implementación de políti-

Gráfico 18

**Balanza comercial e Inversión a precios constantes**

(miles de millones de pesos de 1993)



cas; al respecto, las autoridades decidieron cancelar la deuda con el FMI. Razones fiscales (dada la importancia de las retenciones a las exportaciones), combinados con los objetivos de mantener altos niveles de reservas internacionales por razones precautorias y apoyar la rentabilidad de los sectores de bienes transables, motivaron grandes intervenciones en el mercado cambiario, aunque sin una meta de tipo de cambio anunciada. El tipo de cambio real disminuyó gradualmente, principalmente a través del ascenso de los precios domésticos. Con una demanda doméstica que seguía creciendo rápidamente, la tasa de inflación se aceleró por arriba del 10% en 2005, a lo cual el gobierno respondió buscando acuerdos de precios con conjuntos de empresas. Otra fuente de tensión fue la disyuntiva (recurrente en la historia argentina) entre las exportaciones de alimentos (en particular, carne), que enfrentaban una fuerte demanda externa, y la provisión doméstica de bienes básicos de consumo difundido, en la instancia, el gobierno enfatizó esa última consideración. Algunas de estas respuestas de política reflejaban actitudes críticas, difundidas también en la opinión pública, hacia los criterios prevalecientes en la década previa.

Los efectos de aprendizaje de la crisis, de parte del sector público y de los agentes privados, probablemente contribuyeron a motivar los superávit externos y fiscales, y las posiciones líquidas de muchos sectores (incluyendo el gobierno). Una recuperación auto-financiada pareció menos vulnerable que las fases pasadas en las cuales el aumento en la demanda doméstica utilizó cantidades importantes de crédito externo. La marcada recuperación de la actividad real mostró que el desajuste sistémico había tenido efectos menos permanentes que lo que se podría haber temido, y que la economía era “fundamentalmente” capaz de sostener niveles de producción e ingresos agregados bien por sobre aquellos observados en lo más profundo de la recesión. Sin embargo, quedaron incertidumbres acerca del sistema de reglas de política y los criterios que podrían guiar las decisiones de largo plazo. El grado de persistencia de los términos de intercambio, más favorables, dependía de circunstancias internacionales

variables. Los horizontes de planeamiento, que la recuperación contribuyó a extender, de todas maneras permanecieron relativamente cortos. El sistema político todavía enfrentaba el tradicional problema de reconciliar múltiples demandas en conflicto sobre el presupuesto. Quedaron pendientes definiciones de marcos durables de funcionamiento y regulación para sectores de infraestructura, en cuanto a esquemas de precios, impuestos y subsidios, e inversiones. Las subas de precios generaban dudas sobre la eventualidad de que se afirmaran comportamientos inflacionarios. Las condiciones macroeconómicas habían mejorado drásticamente luego de la crisis; la búsqueda de una tendencia de crecimiento sostenido, y de senderos compatibles de gastos, precios e ingresos, permaneció como un tema abierto.

#### IV. CONCLUSIONES

Las crisis macroeconómicas son eventos “memorables”. Para muchos individuos, definen un hito en el tiempo, en cuanto a sus condiciones económicas concretas y a sus creencias y percepciones. Tales episodios son usualmente invocados para fundamentar argumentos y decisiones hasta mucho después de su ocurrencia. Las crisis difícilmente pueden ser consideradas fenómenos “de rutina” que confirman expectativas previas, aunque estas fueran de índole estocástica. Las crisis perturban planes y motivan revisiones observables de actitudes y opiniones. Las disfunciones económicas pueden repercutir fuertemente sobre el funcionamiento y la organización social (Leijonhufvud, 2003). El interés práctico del análisis de las crisis se deriva principalmente de esos desajustes, y de la demanda de “lecciones” que generan. La búsqueda de lecciones presupone que hay algo que aprender en el ejercicio. La actividad tiene sentido si hay algún conocimiento relevante acerca de la operación del sistema que previamente no estaba disponible. Parece más o menos natural asumir que los agentes económicos, que frecuentemente manifiestan haber sido sorprendidos, y perturbados por la crisis, también actuaron sobre la base de conocimiento que era incompleto.

La estimación “fundamental” de tasas de retorno

de largo plazo y de capacidades de pago descansa sobre conjeturas y modelos de comportamiento económico inciertos y variables. Las variables fundamentales que determinan el desarrollo de las economías en procesos donde las estructuras y las instituciones sufren cambios posiblemente irreversibles no están claramente identificadas, medidas y proyectadas. Cerca de “bifurcaciones”, cuando las crisis estallan o se precipitan, los agentes están visiblemente atentos al comportamiento de los demás, ya sea para tratar de extraer información del conocimiento particular que ellos tienen, o para averiguar si se están gestando corridas o pánicos. Sin embargo, la posibilidad de efectos que pueden inducir “movimientos en masa” parecen estar condicionados por procesos fundamentales (Burnside et al., 2000). El trasfondo típico de los pánicos parece ser uno en el que las creencias previas, mantenidas en su momento con alguna confianza, se ponen seriamente en duda, y los individuos están preparados para hacer cambios sustanciales en sus visiones acerca del futuro. El pasaje a un “modo de imitación” probablemente marca una situación en donde los procedimientos que los agentes utilizaban para formar expectativas por sí mismos dejan de considerarse confiables. (Heymann et al., 2004). En cualquier caso, usualmente las crisis alteran las interpretaciones del pasado de la economía, así como las perspectivas que se formulan hacia adelante. Aspectos de una economía que alguna vez pueden haber sido considerados importantes activos para el crecimiento pueden llegar a ser vistos como problemas u obstáculos; las políticas o las instituciones que en el pasado sirvieron como referencias inspiradoras de confianza pueden ser ahora vistas como disfuncionales causas de decepciones.

La economía argentina provee ejemplos vívidos de amplias fluctuaciones económicas y grandes vaivenes en las opiniones sobre las perspectivas de crecimiento. Ambos fenómenos parecen estar causalmente relacionados, dado que los cambios en las visiones acerca de la tendencia de la economía influenciaron el desempeño realizado, y las creencias estaban condicionadas por la evolución observada. La predisposición de los agentes para variar sus percepciones probablen-

te fue comparativamente fuerte en una economía con una historia de “tendencias variables” y donde los cambios estructurales o los cambios de políticas podían motivar la expectativa de discontinuidades en el sendero de crecimiento. En varias ocasiones pareció que las evaluaciones de los ingresos permanentes sufrieron revisiones marcadas a medida que los agentes recibían nueva información o reinterpretaban la existente. El mercado de crédito generó en diversos momentos efectos amplificadores de impulsos, de diferente intensidad, según los cambios en las estimaciones de los ingresos futuros y de la capacidad de repago de los deudores. Las interacciones entre el desempeño económico y los cambios de política o institucionales son frecuentemente salientes en los ciclos argentinos. En algunas instancias, estas interacciones probablemente reflejaron comportamientos dependientes de la historia, como la confianza en una estricta regla de política monetaria para estabilizar a comienzos de los noventas y la ausencia del retorno de muy alta inflación cuando esa regla se rompió en circunstancias dramáticas.

La experiencia variada de esta economía pone de relieve temas que han sido prominentes en el trabajo de Axel Leijonhufvud. Cualquiera sea la validez específica de los argumentos que hemos sugerido aquí, una mirada a experiencias como la de Argentina debería identificar, de una manera u otra, los problemas de coordinación intertemporal, el contrapunto entre grandes y pequeñas perturbaciones, la relevancia de la toma de decisiones secuencial de los agentes y la dinámica interrelacionada de las políticas, las instituciones y el desempeño económico.

---

## REFERENCIAS

- Aguar, M. y G. Gopinath (2004a). "Emerging Markets Business Cycles: The Cycle is the Trend", *NBER Working Paper 10734*.
- Aguar, M. y G. Gopinath (2004b). "Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account", *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper 04-5*.
- Arellano, C. y E. Mendoza (2002). "Credit Frictions and 'Sudden Stops' in Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Market Crises", *NBER Working Paper 8880*.
- Burnside, C., M. Eichenbaum y S. Rebelo (2000). "On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks", *Rochester Center for Economic Research Working Paper 468*.
- Calvo, G. (1998). "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1, 1, pp.35-54.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2000). "The Fear of Floating", *NBER Working Paper 7993*.
- Céspedes, L., R. Chang y A. Velasco (2000). "Balance Sheets and Exchange Rate Policy", *NBER Working Paper 7840*.
- Chang, R. y A. Velasco (2001). "A Model of Financial Crises in Emerging Markets" *Quarterly Journal of Economics*, 116 (Mayo), pp. 489-517.
- V. Chari y P. Kehoe (2003). "Hot Money", *Journal of Political Economy*, 111, 6 (Dic.) pp. 1262-1292.
- Clark, A. (1998). *Being There*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Damill, M. y R. Frenkel (2003): "Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis", en R. French- Davis, D. Nayyar y J. Stiglitz, eds.: *Stabilization Policies for Growth and Development*. New York: Initiative for Policy Dialogue.
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003). "Políticas Macroeconómicas y Vulnerabilidad Social: la Argentina de los Años Noventa", *Desarrollo Económico*, 170.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmuckler (2002). "Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking", *World Bank Working Paper*.
- Fanelli, J. (2006). "International Financial Architecture, Macro Volatility and Institutions. An Overview", *CEDES Working Paper*.
- Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi. "Great Expectations and Hard Times: the Argentine Convertibility Plan", *Economía (LACEA)*, Primavera, pp. 109-147.
- Ghosal, S. y M. Miller (2005). "Bargaining with Delay: Growth and Sustainability", *University of Warwick Working Paper*.
- Hausmann, R. y A. Velasco (2002). "Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis", *Kennedy School of Government Working Paper*.
- Hausmann, R. y F. Sturzenegger (2005). "U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?" *Kennedy School of Government, mimeo*.
- Heymann, D. (1994). "Sobre la Interpretación de la Cuenta Corriente", *Economía Mexicana*, 1.
- Heymann, D. (2006). "Buscando la Tendencia: Crisis Macroeconómica y Recuperación en la Argentina", *CEPAL Buenos Aires, Serie Estudios y Perspectivas*, No 31.
- Heymann, D., M. Kaufman y P. Sanguinetti (2001). "Learning About Trends: Spending and Credit Fluctuations in Open Economies", en A. Leijonhufvud, ed.: *Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy*. Palgrave.
- Heymann, D., R. Perazzo y A. Schuschny (2004). "Learning and Imitation: Transitional Dynamics in Variants of the BAM", *Advances in Complex Systems*, Vol 7, 1 (Marzo), pp. 21-38.
- Heymann, D. y E. Kawamura (2005). "On Liability Dollarization: a Simple Model", *Documento de trabajo*, CEPAL Buenos Aires.
- Heymann, D. y B. Kosacoff, eds. (2000). *Desempeño Económico en un Contexto de Reformas: la Argentina de los Noventa*. Buenos Aires: Editorial Universitaria de Buenos Aires.
- Heymann, D. y A. Leijonhufvud (1995). *High Inflation*. Oxford: Oxford University Press.
- Howitt, P. (2006). "The Microfoundations of the Keynesian Multiplier Process", *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 1, 1.
- Ize, A. y E. Levy Yeyati (2003). "Financial Dollarization", *Journal of International Economics*, 59, pp. 323-347.
- Jeanne, O. (2003). "Why do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency", *IMF Working Paper*.
- Kaminsky, G. (1999). "Currency and Banking Crises: the Early Warnings of Distress", *Working Paper*.
- Kaminsky, G. (2003). "Varieties of Currency Crises", *NBER Working Paper 10193*.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, 89, 3, pp.473-500.
- Kosacoff, B. y A. Ramos (1999). *La Estructura Argentina Contemporánea, 1975-2000*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.
- Leijonhufvud, A. (1973). "Effective Demand Failures" *Swedish Economic Papers*.
- Leijonhufvud, A. (1981). "The Wicksell Connection: Variations on a Theme", en A. Leijonhufvud: *Information and Coordination*. Oxford: Oxford University Press.
- Leijonhufvud, A. (1998a). "Mr. Keynes and the Moderns", *European Journal of the History of Economic Thought*.
- Leijonhufvud, A. (1998b). "Two Types of Crises", *Zagreb Journal of Economics*, 2, Diciembre, pp.39-54.
- Leijonhufvud, A. (2003). "Macroeconomic Crises and the Social Order", *Conferencia, Universidad Nacional de la Plata*.
- Leijonhufvud, A. (2006). "The Uses of the Past", *Confrenca, The European Society for the History of Economic Thought*.
- Mendoza, E. (2006). "Lessons from the Debt-Deflation Theory of Sudden Stops", *NBER Working Paper 11966*.
- Mullainathan, S. (2002). "Thinking Through Categories", *Working Paper, MIT*.
- Mussa, M. (2002). "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy", *Institute of International Economics Working Paper*.
- Perry, G. y M. Servén (2002). "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special and What Can We Learn From It", *World Bank Working Paper*.
- Powell, A. (2002). "The Argentine Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Advice", *Documento de trabajo, Universidad Torcuato Di Tella*.
- Sargent T. (2001). *The Conquest of American Inflation*, Princeton University Press.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996). "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *Journal of International Economics*, 41, Noviembre, pp.265-283.
- Stallings, B. y W. Peres (2000). *Crecimiento, Empleo y Equidad; El Impacto de las Reformas Económicas en América Latina*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Vaz, D. (1999). "Four Banking Crises: Their Causes and Consequences", *Revista de Economía*, 6, 1.