



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Errores de percepción en la formación de expectativas una interpretación del ciclo económico

Quesada, Lucía

1998

Cita APA: Quesada, L. (1998). Errores de percepción en la formación de expectativas una interpretación del ciclo económico. Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Col. 1998/1995

CATALOGADO

ERRORES DE PERCEPCIÓN EN LA FORMACIÓN DE EXPECTATIVAS: UNA INTERPRETACIÓN DEL CICLO ECONÓMICO

Lucía Quesada*

Resumen

La expansión del crédito, tanto interno como externo, producida durante la última dictadura militar, sus causas y la crisis financiera de principios de los años 80 han sido objeto de intensa discusión durante la década del 80.

La ley de convertibilidad en 1991, el proceso de crecimiento que se produjo a partir de ella y la crisis del tequila en 1995 reflataron esta discusión.

Las posiciones respecto de los orígenes de la crisis son variadas. Algunos atribuyen la crisis, no al programa en sí mismo, sino a su implementación, en particular, al excesivo déficit fiscal. Otros, argumentan que el problema fue la existencia de "ruido" en los procesos

de ajuste de los precios. Finalmente, un tercer grupo sostiene que el problema estaba en el diseño mismo de la política.

En este trabajo se intentará dar una explicación alternativa, que tiene que ver con los problemas que enfrentan los agentes a la hora de estimar las variables relevantes para la toma de decisiones.

El argumento central es que los agentes no disponen de todos los elementos necesarios para hacer expectativas racionales frente a cambios en el contexto económico. Esto puede llevarlos a sobreestimar su riqueza y a endeudarse en exceso, induciendo una reducción del gasto y una crisis financiera.

top N. 23210. N. 202
QSE
Tesis M.

Universidad de Buenos Aires

Julio 1998

* Agradezco los valiosos comentarios de Daniel Heymann y de Omar Chisari. Cualquier error que pudiera existir es de mi exclusiva responsabilidad.

ERRORES DE PERCEPCIÓN EN LA FORMACIÓN DE EXPECTATIVAS: UNA INTERPRETACIÓN DEL CICLO ECONÓMICO

Índice

1. Introducción	3
2. Un modelo con racionalidad limitada	8
2.1. La función del crédito en una economía de mercado y su papel en los errores de predicción	8
2.2. Economía con un solo bien	10
2.3. Ampliación del modelo con bienes transables y no transables	17
3. El período 1976–1982: un intento fallido de liberalización.....	21
3.1. Introducción.....	21
3.2. El programa de liberalización	23
3.3. La reforma financiera.....	25
3.4. 3.4. Las pautas cambiarias y la liberalización comercial.....	29
3.5. La crisis financiera: 1980–1981	31
3.6. El ajuste y la crisis de la deuda	33
4. Una interpretación del ciclo: planes frustrados y formación de expectativas inconsistentes.....	35
4.1. Fuentes de la incertidumbre	35
4.2. Algunas señales de que existieron errores en la formación de expectativas ..	38
4.3. Los mecanismos de la crisis	41
5. Conclusión	43
6. Apéndice	47
7. Bibliografía	50

1. Introducción

El hecho más destacado es lo extremadamente precario de las bases de conocimiento en que han de basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables. Nuestro conocimiento de los factores que regirán el rendimiento de una inversión en los años venideros próximos es frecuentemente muy ligero y a menudo desdeñable. Si hemos de hablar con franqueza tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para calcular el rendimiento probable en los diez años próximos de un ferrocarril, una mina de cobre, una fábrica textil, la clientela de una medicina patentada, una línea transatlántica de vapores o un edificio en la City de Londres, es muy limitado y a veces nulo; y aún lo es en los cinco años próximos. De hecho, quienes intentan en serio realizar semejante estimación se encuentran en tal minoría que su conducta no gobierna el mercado¹.

En el período 1976-1982 se ensayaron en la economía argentina diversas medidas de política económica orientadas principalmente a la estabilización. Si bien no puede identificarse una única política económica para todo el período, en la última etapa se llevó a cabo un proceso de liberalización comercial y financiera junto con una tasa prefijada de devaluación.

Este período se caracterizó por una fuerte expansión del nivel de actividad, liderada especialmente por el consumo y facilitada por la gran expansión del crédito interno asociada con una importante entrada de capitales externos.

La quiebra de uno de los bancos más importantes del país, en abril de 1980, fue el punto de partida de la crisis financiera que se haría evidente en los dos años posteriores.

A partir del año 1981, el aumento de las tasas de interés internacionales, sumado a la desaceleración del proceso de crecimiento de la economía argentina, complicó la posición financiera de los agentes económicos, que comenzaron a tener problemas para afrontar los compromisos adquiridos. Finalmente, a partir de agosto de 1982, cuando México declaró la moratoria unilateral de los pagos externos, la

¹ Keynes, J. M. (1936), pp. 137.

situación argentina alcanzó un punto crítico debido a la restricción en la oferta de crédito externo.

El objetivo de este trabajo es analizar el ciclo económico, poniendo especial énfasis en el período mencionado, por medio de un ciclo de crédito del tipo de Minsky.

La fase expansiva de un ciclo de este tipo está caracterizada por una expansión generalizada del crédito que impulsa el crecimiento del ingreso y del consumo. Cuando los proyectos de inversión se agotan algunos individuos comienzan a tener dificultades para pagar sus deudas. Esto produce un cambio en las expectativas de los prestamistas, quienes restringen su oferta de crédito, agudizando aún más los problemas financieros. Así, con la crisis financiera y la imposibilidad de los deudores de cancelar los compromisos adquiridos, se desarrolla la fase recesiva del ciclo económico.

La explicación tradicional que se da a la expansión del crédito durante este período se fundamenta en el exceso de liquidez en el mercado internacional y la consecuente caída de las tasas de interés. Esta explicación, por lo tanto, pone todo el acento en el desplazamiento de la oferta de crédito.

Sin embargo, la expansión del crédito exige también un análisis de la demanda. Es decir, si bien es cierto que en muchos casos la oferta de crédito está exógenamente restringida para una economía, también es verdad que, si los agentes no están dispuestos a endeudarse, el crédito no se expande. La pregunta que surge inmediatamente es qué es lo que lleva a los agentes a aumentar su endeudamiento. ¿Es ésta una decisión racional tomada sobre la base de estimaciones correctas de la riqueza? La respuesta dependerá de cada caso. Es posible que la expansión del crédito no vaya seguida de una crisis financiera. En este caso, entonces, las decisiones de endeudamiento fueron tomadas sobre la base de una expansión genuina.

Sin embargo, la historia de este período parecería indicar que buena parte del endeudamiento fue fruto de una estimación excesiva de la riqueza. Si los agentes

realizaran estimaciones correctas de su riqueza, no se endeudarían por encima de sus posibilidades –o, si lo hicieran (lo que significa suponer que no respetan su restricción de presupuesto), no sería para ellos una sorpresa, sino una consecuencia esperable de su decisión.

En este trabajo intentaremos mostrar que, en determinados contextos, los individuos pueden equivocarse al tomar sus decisiones de endeudamiento. La hipótesis que sostendremos es que los individuos en promedio pueden cometer errores en la estimación de su ingreso futuro, en especial cuando han experimentado un fuerte cambio en el contexto económico en el que están inmersos.

Esto implica, por supuesto, desechar el supuesto de expectativas racionales y reemplazarlo por uno de racionalidad limitada. Los modelos que incorporan expectativas racionales suponen que los individuos actúan “como si” conocieran el verdadero modelo que gobierna la economía. Para que esto sea válido es preciso suponer que los individuos han vivido en el mismo contexto durante un tiempo lo suficientemente largo como para aprehender el funcionamiento del modelo.

Evidentemente, en economías altamente inestables y sujetas a profundos cambios estructurales el proceso de aprendizaje se ve permanentemente truncado y los individuos se ven obligados a hacer sus estimaciones mientras aprenden.

Parece evidente que el cambio radical del modelo estructural producido en el período bajo análisis no permitía a los agentes formar expectativas sobre sus ingresos futuros ya que no habían tenido tiempo suficiente para comprender el nuevo modelo. La duración del proceso de aprendizaje dependerá de la magnitud de los cambios y de la capacidad de los agentes para aprender. Esto implica que es posible que exista un problema de inconsistencia de planes en el momento de tomar la decisión de endeudamiento. Supongamos que los productores de bienes transables estiman que el tipo de cambio es demasiado bajo en relación con su nivel correspondiente al estado estacionario y, por lo tanto, deciden endeudarse en el período de transición. Por su parte, los productores de bienes no transables estiman que la situación es sostenible y deciden endeudarse para invertir. Evidentemente no es posible, en una situación como la descrita, que sucedan ambas cosas a la vez.

Alguno de los agentes verá frustrados sus planes y estará obligado a repudiar su deuda. Obviamente, la magnitud de los efectos de estos errores dependerá crucialmente de la participación de cada uno de estos sectores en el producto.

Estos errores de previsión podríamos explicarlos también al estilo de los *animal spirits* de Keynes. Durante el *boom*, cuando la demanda efectiva está en expansión y es capaz de mantener a la economía en el pleno empleo, el mercado produce señales que llevan a expectativas más favorables y los agentes deciden endeudarse e invertir. Es decir, la situación favorable genera un exceso de optimismo en los agentes que los lleva a sobreestimar su riqueza futura y a sobreendeudarse.

Si los errores son grandes y los procesos de aprendizaje, lentos, cuando las expectativas no se realicen, habrá una crisis financiera que provocará recesión y desempleo.

La probabilidad de cometer errores de predicción aumenta en los ambientes macroeconómicos persistentemente inestables. Un abrupto cambio de política tendiente a estabilizar la economía puede generar tal optimismo en los agentes que los lleve a sobreestimar el impacto sobre el nivel de actividad y la demanda agregada.

Cuanto mayores sean los errores de predicción, mayor será el ajuste necesario y más profunda la crisis. Una economía que ha experimentado un fuerte cambio de régimen estará más expuesta a grandes errores de predicción y, por lo tanto, a grandes crisis.

En la sección 2 se desarrollará un modelo en el que los agentes, a pesar de ser racionales y de tener un comportamiento optimizador, pueden cometer errores de predicción –más allá de los que surgen de *shocks* aleatorios– que los coloquen en senderos inconsistentes.

El supuesto principal que está detrás de este modelo es la incapacidad de los individuos de formar expectativas racionales. Esto no significa quitarles todo tipo de racionalidad, sino suponer que “hacen lo mejor posible, de la mejor manera posible”,

es decir, aprenden de la experiencia y utilizan sus capacidades computacionales siempre que los beneficios esperados sean mayores que los costos.

Con esto se intentará demostrar que, aún con mercados de capitales perfectos, sin restricciones al crédito, pueden producirse ciclos de expansión y ajuste en una economía si los agentes se equivocan en la estimación del ingreso futuro.

En la sección 3 se realiza una reseña de los sucesos ocurridos en el período 1976–1982, de la sucesión de políticas económicas implantadas y de sus consecuencias.

La sección 4 intentará mostrar que los problemas de estimación del ingreso futuro pudieron haber sido una causa importante en el desarrollo del ciclo de expansión y crisis en el período 1976–1982 en la economía argentina. Esto no significa desconocer la existencia de otros factores como causantes del ciclo, sino plantear una explicación alternativa y plausible.

Finalmente, en la sección 5 se sintetizan las conclusiones del trabajo y se esbozan algunas líneas de investigación en el mismo sentido.

2. Un modelo con racionalidad limitada

2.1. La función del crédito en una economía de mercado y su papel en los errores de predicción

En una economía sin acceso al crédito los individuos no tienen la posibilidad de transferir ingresos de un período a otro de modo de estabilizar su consumo a lo largo del tiempo. Están restringidos a consumir, en cada período, el ingreso de ese mismo período.

Si se les otorga a los agentes económicos la posibilidad de endeudarse, se está levantando, evidentemente, esa restricción. Es decir, tienen la capacidad de separar el consumo de un período del ingreso en ese período. Más aún, en el límite, su restricción presupuestaria pasa a ser una que relacione el ingreso y el consumo a lo largo de toda la vida del agente. El individuo, entonces, estará en condiciones de alcanzar un óptimo mejor que el anterior, ya que, senderos de consumo que antes no eran alcanzables, con el acceso al crédito se hacen posibles. Para agentes con información perfecta acerca de todas las variables y previsión perfecta, el acceso al crédito implica sin lugar a dudas una mejora en su elección.

Sin embargo, si los agentes no son capaces de predecir las variables futuras sin cometer errores, es posible que el acceso al crédito los lleve a una situación de inconsistencia, en la que el sendero de consumo elegido como óptimo en un período t sea diferente al óptimo que se hubiera elegido en un período $t+j$. Esto puede provocar que la situación del individuo sea, en definitiva, peor que en el caso en que no hubiera tenido acceso al crédito.

Si los agentes se equivocan en la predicción de algunas variables, los senderos de consumo elegidos en condiciones de incertidumbre pueden ser inconsistentes con el sendero real de ingresos, y, si los procesos de ajuste no son instantáneos y los errores no son despreciables, los agentes pueden llegar a una situación en la que son incapaces de pagar las deudas contraídas.

Si, por otra parte, esta situación es generalizada y los agentes se equivocan en el promedio, la crisis puede llevar a una situación de cesación de los pagos internacionales como la ocurrida en 1982 en América Latina. Pero inclusive aunque los agentes no se equivocaran en el agregado, los efectos ingreso derivados de los errores individuales no siempre son despreciables. Los individuos que sobreestimaron sus ingresos futuros pueden estar perdiendo más que lo que ganan los que los subestimaron. Es decir, la crisis podría existir, aun en una sociedad que en promedio no se equivoca.

Suponer expectativas racionales, en este contexto, significa perder un conjunto de situaciones que puede ser relevante y, que de hecho, lo ha sido en algunos casos. Por eso, es más acertado suponer que los agentes, si bien son racionales, en el sentido que aprenden de la experiencia, tienen que conocer cómo funciona el modelo y el proceso de aprendizaje lleva tiempo y es costoso en términos de los errores que se pueden cometer en el ínterin. Cualquier cambio en el contexto económico o inclusive político exige una nueva estimación del modelo y, por lo tanto, un nuevo proceso de aprendizaje.

En la economía argentina de la segunda mitad de los 70 y la primera de los 80, se experimentó un proceso de crecimiento que finalizó con la crisis de la deuda externa en 1982, promovido fundamentalmente por una expansión y generalización de los instrumentos de crédito, especialmente para consumo. Este proceso comenzó con un cambio importante en el contexto político interno y económico interno e internacional. Los agentes se vieron en la necesidad de tomar decisiones en un contexto que no conocían. Podría argumentarse, entonces, que los errores que cometieron en las predicciones son los responsables de la crisis producida por un endeudamiento excesivo².

² A pesar de que esta hipótesis de errores de previsión no se ha generalizado como explicación de la crisis, la idea de que el endeudamiento en ese período fue excesivo sí ha tenido aceptación entre los que lo han analizado. Esto significa implícitamente que se está comparando con algún nivel de endeudamiento considerado óptimo.

2.2. Economía con un solo bien

Esta sección está basada en el modelo de Heymann y Sanguinetti (1996). Supondremos, para simplificar, una economía que produce un solo bien transable. En este modelo, la tasa de interés está fijada exógenamente por el arbitraje en el mercado internacional de bonos.

Analizaremos el comportamiento del agente promedio o representativo, suponiendo que es a la vez consumidor y productor y tiene un horizonte de vida infinito.

El objetivo del agente en su carácter de consumidor es la maximización del valor presente de la utilidad esperada, que, para simplificar, supondremos separable entre los períodos.

$$\max_{c_j} \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} U(c_j),$$

sujeto a:

$$W_t^e = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} y_j^e = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} c_j;$$

donde c_j es el consumo en el período j , y_j^e es el ingreso estimado en el período j , β es el factor de descuento y W_t^e es la riqueza estimada en el período t .

De las condiciones de primer orden surge que el sendero de consumo que elegirá el individuo, bajo estos supuestos, será tal que el consumo permanezca constante en todos los períodos, de modo tal que:

$$c_j = \frac{r}{1+r} W_t^e, j = 1, 2, \dots,$$

donde $\frac{r}{1+r} = 1 - \beta$, siendo r la tasa de interés.

Por su parte, en su carácter de productor, el objetivo del agente es la maximización del valor presente de los beneficios esperados. Supondremos que la función de producción del agente depende del *stock* de capital acumulado en el período anterior y de un factor exógeno que podríamos identificar con la productividad. Supondremos también que existen externalidades en la producción, de modo que la producción de un individuo aumenta cuando aumenta el nivel de producto agregado³.

Es decir, $y_j = f(a_j, K_{j-1}, \bar{y}_j^e)$, siendo a_j el estado de la tecnología en el período j , K_j el *stock* de capital en el período j y \bar{y}_j^e el nivel agregado de producción estimado para el período j

$$\frac{\partial y_j}{\partial \bar{y}_j^e} > 0.$$

El objetivo es, entonces:

$$\max_{K_j} \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} (y_j - I_j) = W_t^{be},$$

donde $I_j = K_j - K_{j-1}$ es la inversión en el período j , y W_t^{be} es la riqueza bruta esperada⁴.

³ La influencia del nivel agregado de producción en la producción individual podría deberse a la existencia de externalidades de tipo "mercado denso" (Howitt, P. y McAfee, P. (1992)).

⁴ Nótese que, a medida que la tasa de interés se reduce, esto produce un incremento de la riqueza del individuo que significará un aumento del consumo. Esto es así si la caída de la tasa de interés es interpretada como permanente por los individuos.

En estas condiciones, el agente elegirá en cada período el *stock* de capital de modo que la productividad marginal del capital –que depende de la tecnología y del nivel agregado de producción estimado– se iguale a la tasa de interés.

La riqueza neta esperada del individuo es igual a la diferencia entre la riqueza bruta esperada (el valor presente de los beneficios esperados) y el *stock* de deuda contraído:

$$W_t^e = W_t^{be} - (1+r)d_{t-1};$$

siendo d_t el *stock* acumulado de deuda en el período t :

$$d_t = \sum_{i=-\infty}^t \Delta d_i (1+r)^{t-i};$$

En definitiva, el problema de optimización que debe resolver este agente es:

$$\max_{c_j, K_j} \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} U(c_j),$$

sujeto a:

$$\sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} [f(a_j, K_{j-1}, \bar{y}_j^e) - (K_j - K_{j-1})] - (1+r)d_{t-1} = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} c_j.$$

Resolviendo este problema de optimización, el agente representativo elegirá las trayectorias óptimas para el consumo y el *stock* de capital, en función de los parámetros del modelo:

$$\begin{aligned} c_j^* &= c_j^*(a_j, r, d_{t-1}, \bar{y}_j^e) \\ K_j^* &= K_j^*(a_j, r, d_{t-1}, \bar{y}_j^e) \\ y_j^* &= f(a_j, K_{j-1}^*, \bar{y}_j^e) \\ \Delta d_j^* &= y_j^* - c_j^* \end{aligned}$$

Es evidente, entonces, que los senderos óptimos de consumo e inversión –y, por lo tanto, de producción y endeudamiento– están en función de las expectativas que el agente tenga del nivel agregado de producción. La pregunta que surge de inmediato es cómo los agentes estiman el nivel de producción agregado. Las decisiones de endeudamiento y los posibles errores de predicción dependerán de la manera en que los agentes formen sus expectativas.

Si el nivel estimado del producto agregado aumenta, esto produce un incremento de la riqueza neta del agente y, por lo tanto, encontrará óptimo elevar el nivel de consumo. Sin embargo, una sobreestimación del producto agregado producirá una expansión del consumo del individuo (con el consecuente aumento de su deuda) que no será sostenible, ya que, si bien la riqueza neta percibida por el individuo era suficiente, la real no lo es.

Ampliando el modelo de Heymann y Sanguinetti, supondremos que el nivel de producción agregado depende, entre otras cosas, de las decisiones de política económica, de forma tal que:

$$\bar{y}_j = g(z_j, \Omega_j),$$

donde z_j es el marco de política económica en el período j y Ω_j es un vector formado por variables que supondremos constantes en el tiempo.

Admitimos que, si bien es posible que los agentes conozcan la existencia de esta función, sólo pueden estimar sus parámetros para un entorno pequeño del actual contexto de política económica. Esto es así, porque estos individuos sólo pueden aprender sobre la base de la experiencia, por lo tanto, un cambio en el marco de política económica requerirá un nuevo proceso de aprendizaje para poder identificar el nuevo modelo, es decir, estimar los nuevos parámetros de la función⁵.

⁵ Analíticamente, estamos diciendo que lo que los agentes conocen es algo así como la expansión lineal de Taylor de la función alrededor del actual nivel de z_t , pero no conocen los términos de orden superior. Por lo tanto, en un entorno pequeño de z_t se pueden hacer estimaciones relativamente buenas. Más allá no se sabe lo que puede suceder.

Cuando la política económica genera un cambio drástico de modelo económico –podríamos interpretar esto como un salto discreto en la variable z_t – los agentes no saben en qué medida esto afectará a la economía porque no han vivido nunca en este nuevo contexto. Sin embargo, deben intentar una estimación para decidir su plan de producción. Es aquí donde pueden surgir los errores de predicción.

Dado el cambio en el marco de política económica, los agentes, desconociendo el nuevo modelo, deben decidir en un contexto de incertidumbre. No conocen, por lo tanto, la función de distribución sobre los estados de la naturaleza. ¿De qué manera eligen, entonces, su sendero de consumo?

El problema de las decisiones en contextos de incertidumbre (y no de riesgo) ha sido escasamente tratado en la literatura económica. Sin embargo, Luce y Raiffa (1957) distinguen distintos criterios de selección por parte de los agentes. Entre ellos, los criterios maximin y maximax, o criterios pesimista y optimista, respectivamente. Si el cambio en el contexto de política económica genera un *shock* de optimismo, esto implica que los agentes tomarán sus decisiones de acuerdo con las predicciones del criterio maximax, que implica que elegirán la acción que le reporte el máximo entre los máximos pagos esperados⁶.

⁶ Dada una matriz de pagos que asigna a cada acción o estrategia (A_i) un valor (u_{ij}) en función del estado de la naturaleza (S_j):

$$\begin{array}{cccc}
 & S_1 & \dots & S_n \\
 A_1 & u_{11} & \dots & u_{1n} \\
 \dots & \dots & \dots & \dots \\
 A_m & u_{m1} & \dots & u_{mn}
 \end{array}$$

el criterio maximax consiste en elegir para cada estrategia el máximo pago $u_i^M = \max_j(u_{ij})$ y, entre éstos, el máximo: $u^{MM} = \max_i(u_i^M)$. Por lo tanto, el agente elegirá la acción que le reporte ese pago de u^{MM} .

Sin embargo, dado que los agentes son racionales, aprenderán sobre la base de los errores cometidos. Si en un momento j advierten que han sobreestimado el nivel agregado de producto, será razonable revisar hacia abajo las expectativas para los períodos siguientes. El problema que tenemos a esta altura es que ya se han tomado decisiones que son irreversibles sobre la base de expectativas incorrectas.

Podemos definir la probabilidad de cometer errores como una función de la magnitud del cambio en la política económica:

$$P(\bar{y}_{j+i}^e \neq \bar{y}_{j+i}) = h(|z_j - z_{j-1}|), \text{ con } h' > 0, i = 1, 2, \dots, j = 1, 2, \dots$$

Así, cuanto mayor sea el cambio producido en el contexto económico, mayor será la probabilidad de equivocarse y mayor, por lo tanto, la probabilidad de que se produzca una crisis financiera.

Supongamos ahora, que la economía se encuentra en una situación de equilibrio intertemporal, donde los agentes ya han completado todos los procesos de aprendizaje y el nivel de consumo y de producción es el correspondiente al estado estacionario.

En un momento, que podemos identificar como el inicial para nuestro análisis posterior ($t = 0$), se produce un cambio en la política económica que lleva a los agentes a revisar las estimaciones de su riqueza. Supondremos que el cambio de política consiste en la aplicación de una política de estabilización. En este contexto, los agentes reconocen que el efecto sobre el nivel de producto correspondiente al nuevo estado estacionario será positivo⁷, es decir, los agentes reconocen que la nueva estimación del ingreso futuro será mayor a la anterior, sin embargo, no son capaces de estimar con precisión ese incremento.

Las decisiones de producción y consumo adoptadas en este momento se realizan sobre la base de previsiones que pueden ser erróneas y serán, por lo tanto,

⁷ Los agentes conocen el signo de la primera derivada.

revisadas en los períodos siguientes de acuerdo con lo que se observe, de modo que en algún momento se llegará nuevamente a completar el proceso de aprendizaje en el nuevo contexto. Cada una de las revisiones implica una reestimación de todo el sendero, que es lo relevante para la toma de decisiones.

Sin embargo, las decisiones de consumo y endeudamiento tomadas durante el período de ajuste son irreversibles, dado que si la deuda contraída en algún período pasado no resulta la óptima cuando las estimaciones se revisan, el tiempo no puede volverse atrás para corregirla. Es en esta irreversibilidad donde se encuentra la clave para entender el proceso que lleva a la crisis financiera: todas las decisiones pueden corregirse hacia el futuro pero no hacia el pasado. La deuda adquirida debe cancelarse aunque esto implique una reducción drástica del consumo en algún período futuro y una situación ex-post peor para el individuo que la de la restricción de crédito. Por lo tanto, el optimismo que se genera a raíz del cambio, debe ser importante para que los individuos estén dispuestos a renunciar a la flexibilidad.

¿Por qué, si los individuos están aprendiendo permanentemente, algunas situaciones terminan con una crisis financiera y otras no? Son dos los factores que determinan la profundidad de la crisis: la magnitud de los errores cometidos y la velocidad del proceso de aprendizaje. Cuanto más pequeños sean los errores de estimación y más rápido el proceso de aprendizaje, menos profunda será la crisis financiera⁸.

Si se incorpora al modelo algún problema de percepción –al estilo del modelo de las islas de Lucas– los problemas pueden agravarse. Supongamos que los individuos no observan directamente el nivel agregado de producción real, sino que lo estiman de acuerdo con sus ventas. Si en promedio los agentes han sobreestimado el nivel agregado de producción, el consumo se incrementará. Este aumento del

⁸ En el extremo, cuando no existen errores de estimación o el proceso de ajuste es instantáneo, estamos en un contexto de expectativas racionales donde no existen crisis financieras causadas por sobreestimaciones de la riqueza.

consumo (que se refleja en un incremento de las ventas) será interpretado por los agentes como una confirmación de las estimaciones realizadas. Se estaría produciendo, en este caso, una burbuja de consumo “autoalimentada”.

2.3. Ampliación del modelo con bienes transables y no transables

Supondremos ahora que la economía produce dos bienes: uno transable, cuyo precio está fijado en el mercado internacional y otro no transable, cuyo precio se determina internamente.

Distinguiremos entonces dos tipos de individuos: aquéllos que producen bienes transables y los que producen bienes no transables. Supondremos que, si bien ambos individuos tienen la misma función de utilidad, su restricción de presupuesto será distinta ya que la fuente de sus ingresos es diferente.

Así, para el individuo productor de bienes transables (agente 1), y suponiendo que las preferencias son de tipo Cobb–Douglas, la elección de las cantidades consumidas de cada bien se hará a partir de la resolución de siguiente problema:

$$\max_{N_j^1, T_j^1} \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} (N_j^1)^{\alpha} (T_j^1)^{1-\alpha}$$

sujeto a:

$$W_t^{1e} = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} y_{T_j}^{1e} = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} (p_j^{1e} N_j^1 + T_j^1);$$

Análogamente, el problema del productor de bienes no transables (agente 2) será:

$$\max_{N_j^2, T_j^2} \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} (N_j^2)^{\gamma} (T_j^2)^{1-\gamma}$$

sujeto a:

$$W_t^{2e} = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} p_j^{2e} y_{N_j}^{2e} = \sum_{j=t}^{\infty} \beta^{j-t} (p_j^{2e} N_j^2 + T_j^2),$$

donde N_j^i representa el consumo de bienes no transables del agente i en el período j , T_j^i representa el consumo de bienes transables del agente i en el período j , p_j es el precio relativo de bienes no transables en términos de bienes transables en el período j , ($p_j = \frac{P_{N_j}}{e_j P_{T_j}}$ siendo e_j el tipo de cambio en el período j), con lo cual p_j^{ie} es el precio relativo esperado para el período j por el individuo i .

A su vez, cada agente, en su carácter de productor (de bienes transables o no transables, según corresponda), intentará maximizar el valor presente de los beneficios futuros esperados.

Supondremos que las funciones de producción de ambos bienes son similares a las del modelo de un solo bien, por lo tanto

$$\begin{aligned} y_{T_j} &= f_T(a_{T_j}, K_{T_{j-1}}, \bar{y}_j^{1e}) \\ y_{N_j} &= f_N(a_{N_j}, K_{N_{j-1}}, \bar{y}_j^{2e}) \end{aligned}$$

Supondremos, además, que el *stock* de capital que se utiliza en la producción de los dos bienes es también un bien transable.

El hecho de incorporar dos bienes en esta economía nos obliga a imponer para cada período las condiciones de equilibrio que deben satisfacerse:

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^2 N_j^i - y_{N_j} &= 0 \\ \sum_{i=1}^2 T_j^i + \Delta K_{N_j} + \Delta K_{T_j} - y_{T_j} + r f_{j-1} &= f_j - f_{j-1} \end{aligned}$$

donde y_{N_j} es la producción de bienes no transables en el período j , y_{T_j} , la producción de bienes transables en el período j y f_j es el *stock* de deuda externa de la economía en el período j .

La primera condición indica el equilibrio en el mercado de bienes no transables (el consumo total debe igualarse a la producción total). La segunda, indica el equilibrio en el mercado de bienes transables, donde el exceso de la demanda total (para consumo y para inversión) sobre la producción doméstica más el pago de intereses de la deuda externa es al déficit corriente, que debe ser, a su vez, igual al endeudamiento externo.

En esta extensión del modelo, los agentes deben estimar, no sólo el nivel de producción agregado, sino también los precios de ambos bienes: el tipo de cambio. Si todas estas variables se relacionan con el contexto de política económica, las probabilidades de que se produzca una crisis financiera luego de un cambio considerable en el marco económico se multiplican.

A esto debería agregarse la posibilidad de que los dos grupos de agentes formen expectativas que sean inconsistentes entre sí⁹. Debemos incorporar, entonces, la posibilidad de que no exista consenso en lo que se refiere a la forma en que la política económica afectará a las variables relevantes.

Esto puede suceder ya que agentes distintos pueden realizar estimaciones distintas. Dado que no se conoce el modelo sobre el cual todos los agentes deberían basar sus estimaciones, cada uno tomará los indicadores que considere más relevantes sobre alguna base subjetiva. Si existieran señales contradictorias, sería razonable esperar que las expectativas fueran divergentes.

En este sentido, supongamos, por ejemplo, que luego del cambio en la política económica, los productores de bienes transables estiman que el tipo de cambio real aumentará, incrementando el precio relativo de los bienes transables y, por lo tanto, el ingreso futuro de estos agentes. La decisión óptima será, en

⁹ Esto implica que puede suceder que el precio relativo estimado por los productores de bienes transables sea distinto al estimado por los productores de bienes no transables. Si esto sucede, el equilibrio al que se llegue no será un óptimo paretiano, ya que cada agente igualará la tasa marginal de sustitución en el consumo al precio relativo estimado.

consecuencia, endeudarse para incrementar el consumo y la inversión sobre la base del aumento de la riqueza esperada.

Supongamos también que, ante el mismo cambio, los productores de bienes no transables estiman que el tipo de cambio futuro será menor, produciendo un aumento del precio relativo de los bienes no transables. Nuevamente, estos agentes encontrarán óptimo endeudarse para aumentar su consumo presente como contrapartida del aumento del ingreso futuro¹⁰.

Evidentemente, no pueden suceder ambas cosas a la vez, con lo cual las expectativas de estos dos grupos de agentes son inconsistentes (*inconsistent beliefs*). Necesariamente los planes de alguno de ellos se verán frustrados. Alguno de los dos grupos de agentes estará sobreestimando el ingreso futuro, y endeudándose en exceso, creando las condiciones para la existencia de una crisis¹¹.

¹⁰ Si los agentes toman sus decisiones de acuerdo con el criterio maximax, es probable que se presente esta inconsistencia de planes.

¹¹ Lógicamente, cuanto mayor sea el peso del sector que ve sus planes frustrados, mayor será la crisis que se genere.

3. El período 1976–1982: un intento fallido de liberalización

The central question becomes, by contrast, how institutions will behave when individuals are likely to act under wrong and often inconsistent beliefs¹².

3.1. Introducción

La década del 60 fue para la Argentina un período de crecimiento. Si bien no estuvo desprovisto de turbulencias políticas, resultó bastante estable si se lo compara con las décadas del 70 y del 80. La industria crecía rápidamente y la expansión de las exportaciones sumada al estancamiento de las importaciones, generaba superávits comerciales persistentes¹³. Las crisis de balanza de pagos, recurrentes en los años anteriores, parecían superadas, eliminando una de las causas principales de las recesiones características del período de “*stop and go*”.

Sin embargo, hacia principios de los años 70, existía un descontento generalizado en el país como consecuencia del modelo económico implantado durante el gobierno militar de Onganía, que comenzó a manifestarse con el cordobazo, en 1969.

En este contexto, el gobierno peronista asumió el poder en 1973, después de casi dos décadas de proscripción. El plan económico instaurado en 1974 proponía una combinación de crecimiento rápido y reformas económicas, con la intención de redistribuir el ingreso, reducir la tasa de desempleo y eliminar la dependencia internacional. En función de eso se estableció una política de ingresos consistente en el congelamiento de precios, la fijación del tipo de cambio y el control de las tasas de interés.

¹² Heymann (1983), pp. 385.

¹³ Entre 1960 y 1970 las exportaciones argentinas crecieron un 75%, mientras que las importaciones sólo crecieron un 29% en el mismo período.

Inicialmente, el programa fue exitoso, ya que consiguió reducir la tasa de inflación y controlar las expectativas inflacionarias. El aumento de la demanda de dinero permitió realizar una política monetaria expansiva sin consecuencias inflacionarias en el corto plazo para financiar el aumento del gasto público.

Sin embargo, la expansión monetaria persistente, sumada al incremento de los precios de los bienes importables, produjo el incremento de los precios en los mercados negros y una caída en las reservas internacionales.

Las inconsistencias del programa produjeron el descontrol de la política económica que se hizo más evidente hacia finales de 1974, después de la muerte de Perón. La brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo se hizo cada vez mayor, obligando a la devaluación en marzo de 1975.

En un intento de frenar la inflación y evitar la disminución de las reservas internacionales, el ministro Rodrigo devaluó la moneda, aumentó las tarifas públicas, liberó algunos precios y alentó la inversión extranjera. Sin embargo, no logró establecer un ancla nominal de los precios que garantizara una caída en la inflación, ni resolver el grave problema fiscal que enfrentaba la Argentina: las necesidades de financiamiento del sector público habían alcanzado el 6,5% del PBI. Así, ningún sector de la economía redujo sus expectativas de inflación por temor a ser sorprendidos por una inflación más alta.

A este desorden económico interno debe sumarse el incremento del déficit de la cuenta corriente y la consecuente pérdida de reservas internacionales. Durante los últimos meses de 1975 y los primeros de 1976, la situación empeoró aún más, dejando en evidencia la absoluta incapacidad del gobierno de manejar la economía y de aplicar políticas creíbles.

La inestabilidad económica, sumada a los desórdenes políticos y sociales, creó las condiciones para el golpe de estado que tuvo lugar el 24 de marzo de 1976. El nuevo gobierno cambió radicalmente la política económica, finalizando con una política de liberalización comercial y financiera, cuyas características principales, y sus consecuencias serán analizadas en las próximas secciones.

3.2. El programa de liberalización

La nueva política económica apuntaba a la liberalización definitiva de los mercados. Sin embargo, el paquete de medidas fue cambiando, de modo que las políticas que finalmente fueron los pilares del programa, como la liberalización financiera y la tasa preanunciada de devaluación, no fueron implementadas en un principio. De hecho, uno de los primeros objetivos del gobierno fue la promoción de las exportaciones, a través del mantenimiento de un tipo de cambio alto.

Inicialmente, se proclamó que los problemas que enfrentaba la economía argentina no se debían a cuestiones estructurales, sino a la falta de continuidad de las políticas económicas y a los amplios controles que generaban distorsiones artificiales en los mercados, impidiendo su adecuado funcionamiento.

Con respecto a la inflación, el diagnóstico de la situación fue de tipo ortodoxo: la inflación está causada principalmente por el déficit fiscal. Sobre esta base, se establecieron medidas tendientes a reducir el déficit fiscal.

Primero, se anunció la racionalización del gobierno central con el objetivo de reducir el empleo público. Segundo, se planeó reducir la participación del Estado en algunas empresas públicas y la privatización de otras y aumentar las tarifas de los servicios prestados por el Estado. Tercero, se crearon nuevos impuestos de emergencia, mientras se diseñaba una reforma del sistema tributario y se anunciaron medidas contra la evasión impositiva.

El segundo aspecto notable de la reforma fue la completa liberalización de los precios, acompañada del control de los salarios, que serían fijados por el gobierno. Para evitar el financiamiento monetario del déficit fiscal, se incrementó la tasa de interés, de modo de incentivar la demanda de bonos públicos.

Otro de los objetivos perseguidos por el gobierno en esta primera etapa fue el mantenimiento de un alto precio relativo de los bienes transables de modo de mantener el superávit comercial, a través de la reducción de los impuestos a las exportaciones y la devaluación. Muchos aranceles a las importaciones fueron reducidos, pero esta medida no tuvo grandes efectos ya que en muchos casos había

sobreprotección. Finalmente, la unificación de los mercados cambiarios, que se produjo a finales de 1976 produjo un rápido aumento del tipo de cambio. Todo esto produjo una redistribución del ingreso en favor de los exportadores (casi exclusivamente el sector agropecuario) y de los productores de maquinaria para el agro.

Estas medidas produjeron una reversión en las expectativas de los agentes económicos, que se reflejó en un *boom* del mercado accionario y la desaparición del mercado de cambios paralelo. También cambió la actitud de los prestamistas extranjeros: el FMI ofreció ayuda inmediata y el gobierno tuvo acceso al crédito privado. Este cambio de actitud es muestra del optimismo que generó la nueva política económica.

La reacción a todas estas medidas fue un aumento de las exportaciones y una reducción de las importaciones, que permitieron que la cuenta corriente volviera a ser superavitaria en 1976.

La tasa de inflación, si bien descendió en los primeros meses, luego recuperó sus valores históricos, manteniéndose por encima del 10% mensual. De esta manera, los salarios, que estaban fijos en términos nominales, cayeron notablemente en términos reales. En definitiva, se logró reducir el costo laboral de las empresas. Sin embargo para que la inversión fuera realmente atractiva, hacía falta incrementar las ventas, lo que implicaba el crecimiento del nivel de actividad.

Dado que el objetivo de tasa de inflación no fue conseguido, para frenar las expectativas inflacionarias, el gobierno propuso una "tregua" de precios por 120 días, con la intención de ganar tiempo para poder implementar medidas antiinflacionarias que atacaran la fuente real del problema. Si bien la tasa de inflación se redujo en un primer momento, persistió la duda acerca de lo que ocurriría al terminar la tregua. De hecho, las expectativas de inflación se mantuvieron altas, lo que se vio reflejado en la acumulación de inventarios por parte de las empresas.

La necesidad de financiar al Tesoro Nacional llevó a una fuerte expansión monetaria que fue absorbida por los agentes económicos, produciendo la expansión del producto que se necesitaba. Durante este período la composición de la demanda agregada cambió en favor de la inversión y de las exportaciones. En particular, el gasto en el sector construcción se incrementó, en gran parte debido a proyectos de inversión pública.

Al término de los 120 días la economía se encontraba con un aumento del nivel de actividad y de la inversión. Con respecto a la tasa de inflación, descartada la posibilidad de continuar con los controles directos, el gobierno evaluó dos caminos posibles para atacar el problema de la inflación: la política comercial, para mantener los precios internos alineados con los internacionales, y una política de contracción monetaria.

Finalmente, en junio de 1977 el gobierno implementó la reforma financiera, que se transformaría en uno de los pilares de la política económica adoptada e implicó la completa liberalización de los mercados de crédito por primera vez en muchos años.

3.3. La reforma financiera

Las regulaciones en el sector financiero, hasta junio de 1977, eran amplias y abarcaban una gran variedad de instituciones. El Banco Central había establecido controles sobre la mayoría de los intermediarios no bancarios. El sistema de nacionalización de depósitos permitía al Banco Central controlar la asignación del crédito a través de la política de redescuentos¹⁴. A partir de 1975 se permitieron algunos depósitos a plazo con tasa de interés libre. Por otra parte, todos los depósitos en el sistema financiero estaban garantizados en un 100% por el gobierno.

¹⁴ El sistema de nacionalización de depósitos estaba caracterizado por una tasa de efectivo mínimo del 100%, lo que significaba que los bancos sólo podían otorgar créditos en la medida en que recibían redescuentos por parte del Banco Central.

Uno de los principales objetivos de esta reforma fue el desarrollo de la intermediación financiera.

Con la reforma financiera de 1977 se liberaron las tasas de interés, se eliminaron las restricciones tanto a la entrada en la industria bancaria como a la apertura de sucursales, la tasa de efectivo mínimo se fijó en 45% para todos los tipos de depósitos, se estableció la cuenta de regulación monetaria¹⁵ y un nuevo régimen de garantía de depósitos. Se autorizó también la libre negociación de los términos y la duración de los depósitos.

El espíritu de la reforma financiera se encuentra fundamentado en la crítica de McKinnon (1973) a los sistemas financieros reprimidos: los controles sobre la tasa de interés, por un lado, desincentivan el ahorro en el sistema financiero, quitando recursos para la inversión y, por otro lado, hacen atractivos proyectos de inversión de menor productividad, reduciendo la eficiencia global de la economía. Por lo tanto, siguiendo a McKinnon, la liberalización de las tasas de interés debería producir una mejora en la tasa de inversión y en su productividad.

De hecho, a partir de la liberalización de las modalidades de contratación de los depósitos a plazo, se produjo un incremento de la tasa de interés, que llevó en septiembre de 1977, a 8,8% la tasa activa y a 8% la pasiva. El aumento de las tasas de interés en este período produjo una brusca recesión.

Mientras tanto, el proceso inflacionario se reacceleró. En el momento en que se llevó a cabo esta reforma las tasas de inflación aún eran altas y erráticas. Las medidas de política económica adoptadas no permitieron revertir esta situación; por el contrario, el comportamiento de la tasa de inflación persistió en los años

¹⁵ Con el objetivo de neutralizar la desventaja que tenían las financieras frente a los bancos por el impedimento de tomar depósitos en cuenta corriente, el Banco Central abonaba una tasa de compensación a todas las entidades financieras por el efectivo mínimo correspondiente a los depósitos a interés tomados por el público y cobraba una tasa de cargo por la parte prestable de los depósitos que no reciben intereses. El saldo de estas operaciones se contabilizaba en lo que se llamó la cuenta de regulación monetaria. Debido a la baja proporción de los depósitos en cuenta corriente y a las tasas de efectivo mínimo fijadas, esta cuenta fue deficitaria en todo el período considerado.

siguientes. Debido a los fuertes cambios en los precios relativos, la indexación resultó un mal sustituto de la estabilidad de precios.

Un sistema financiero que convive con un régimen de alta inflación tiene inevitablemente un sesgo hacia el corto plazo, ya que el valor de la flexibilidad en este contexto es muy grande. Para los deudores, sin embargo, este sesgo implica una multiplicación de los riesgos. Primero, porque la necesidad de renovar constantemente los créditos para poder financiar proyectos a más largo plazo los enfrenta a la posibilidad de variaciones en la tasa de interés. Segundo, porque están más expuestos a reevaluaciones de la solvencia por parte del prestamista. Esto implica que para que los individuos estén dispuestos a tomar decisiones irreversibles —por ejemplo, endeudarse contra un incremento del ingreso futuro— las medidas de política deben generar un *shock* de optimismo de modo que los agentes económicos crean que la estabilización es posible.

Los incrementos de las tasas de inflación y de interés, pusieron fin a la expansión de la actividad. Sin embargo, a diferencia de las tradicionales recesiones argentinas, ésta no fue precedida por una crisis de balanza de pagos, por el contrario, tanto la cuenta corriente como la cuenta capital fueron superavitarias en 1977. Esta recesión de 1977 parece tener un tradicional origen monetario. La reforma financiera había conseguido el incremento del nivel de actividad de la economía, que consecuentemente incrementó su demanda de dinero. La oferta de dinero no acompañó el aumento de la demanda, lo que provocó la recesión.

La persistencia de la inflación a las medidas de control de la oferta monetaria produjo un cambio en la política antiinflacionaria en 1978. Dejó de ponerse el acento en un problema de exceso de demanda y comenzó a hacerse hincapié en las expectativas de inflación.

En efecto, en mayo de 1978 el ministro de economía anunció que los ajustes tarifarios y cambiarios no convalidarían la tasa de inflación en un 100%. Evidentemente este anuncio estaba destinado a reducir la tasa de inflación esperada como forma de reducir también la tasa de inflación observada.

Los ingresos de capitales externos eran otra fuente de preocupación para el gobierno, porque reducían su capacidad de control sobre la oferta monetaria. A pesar de eso, el gobierno decidió mantener la tasa de devaluación por debajo de la tasa de inflación, lo que hacía aún más atractivo el crédito externo. En este sentido, para encarecer el crédito externo, se establecieron encajes en moneda nacional del 20% para todas las operaciones de financiamiento externo. De esta manera, se pretendía “equilibrar la relación entre el costo interno y externo del dinero”, de modo que el crédito externo no fuera tan atractivo¹⁶. Esta medida se mantuvo en vigencia hasta diciembre de 1978.

Hacia el tercer trimestre de 1978 la recesión había sido superada, gracias a la expansión de la demanda agregada y a la caída de las tasas de interés como consecuencia de la entrada de capitales; sin embargo, la tasa de inflación se mantuvo, en promedio, alrededor del 8% mensual. El control de la tasa de devaluación por debajo de la tasa de inflación llevó a una revaluación real del 18% entre 1977 y 1978 –ver Cuadro 1.

La *performance* de la tasa de inflación no conformó al gobierno, lo que llevó a un nuevo giro de la política económica en diciembre de 1978. La nueva política estaba inspirada en el enfoque monetario del balance de pagos y, en definitiva, tendía a una completa liberalización comercial. Lógicamente la adopción de esta política implicaba un abandono explícito del control del ingreso de capitales. De hecho, junto con las pautas cambiarias y tarifarias se anunciaron medidas monetarias que fijaban tasas de crecimiento del crédito interno por debajo del crecimiento esperado de la demanda de crédito con el objetivo de saldar el mercado de crédito con el ingreso de capitales¹⁷.

¹⁶ Frenkel (1983).

¹⁷ Frenkel (1983).

3.4. Las pautas cambiarias y la liberalización comercial

La principal medida del plan de diciembre de 1978 fue el anuncio de un esquema de devaluaciones para los ocho meses siguientes (la "tablita"). La tasa de devaluación para el mes de enero de 1979 se fijó en 5,2%, valor que estaba muy por debajo de las tasas de inflación prevalecientes. Según el programa, para el mes de agosto la tasa de devaluación debía llegar al 3,8%. El *stock* de reservas internacionales y el superávit de la cuenta corriente (ver Cuadro 3) dieron credibilidad a esta política de tipo de cambio cuasi fijo. Sin embargo, el programa de pautas cambiarias comenzaba con un tipo de cambio ya sobrevaluado, producto de la gran revaluación del año '78.

Con esto, el gobierno se comprometía a seguir una regla de acción para reducir la incertidumbre sobre la evolución de las variables relevantes y lograr así alargar el horizonte de planificación.

Al mismo tiempo, se eliminaron casi por completo los depósitos que debían hacerse sobre los créditos externos, de modo de incentivar la entrada de capitales. Esto significó que el gobierno renunció a ejercer el control de la oferta monetaria.

El segundo pilar de este nuevo plan fue la liberalización comercial. Ya a partir de 1976 las tasas de protección se habían reducido notablemente. El esquema anunciado en diciembre de 1978 tenía por objetivo introducir competencia externa efectiva, de modo de alinear los precios de los bienes transables con los precios internacionales. En principio, los aranceles deberían reducirse trimestralmente, hasta 1984, acelerándose la tasa de reducción con el tiempo, para otorgar un margen para la reestructuración de las actividades productivas.

La idea que sustentaba el plan era que los precios de los bienes transables tenderían a igualarse con los precios internacionales produciendo dos efectos sobre la tasa de inflación: uno directo, a través de la reducción de los precios internos de los bienes transables y otro indirecto, a través del efecto de esa reducción en los precios de los bienes no transables.

Dada la escasa respuesta de la tasa de inflación en el primer trimestre de 1979, el plan de liberalización comercial se aceleró, completándose en pocos meses el objetivo previsto para 1984. De todas maneras, los rezagos existentes en los procesos de ajuste de la tasa de inflación y la tasa de interés y la trayectoria dinámica del modelo que estaba detrás de estas políticas hacía esperar inicialmente una tasa de inflación más alta que la correspondiente al equilibrio de largo plazo¹⁸. En el tiempo, la tasa de inflación debía reducirse y converger a su valor de equilibrio.

Por otra parte, en la filosofía del modelo, la oferta monetaria se ajustaría pasivamente para sostener la demanda agregada, mientras que las entradas de capitales mantendrían la tasa de interés en los niveles internacionales.

El efecto más evidente de esta política es la modificación del nivel de equilibrio del tipo de cambio real, variable que los agentes económicos deberían estimar. Obviamente, la certeza acerca de la evolución del tipo de cambio nominal no garantiza la certeza sobre la trayectoria del nivel de precios, con lo cual, continúa la incertidumbre sobre el tipo de cambio real.

La entrada neta de capitales durante todo el año 1979 superó los 4.700 millones de dólares corrientes (3.500 millones de dólares de 1977 –Cuadro 3). La deuda externa, entonces, aumentó de 12.500 millones a 19.034 millones. Sin embargo, es probable que la deuda externa “real” se haya incrementado aún más debido a la fuga de capitales que no se registra en el balance de pagos.

Se observó durante este período un aumento acelerado del crédito al sector privado. Esto generó un proceso expansivo, con características de *boom* a lo largo de los tres primeros trimestres de 1979, con incrementos del consumo y la inversión. Contra los pronósticos de algunos industriales, esta expansión no significó solamente un aumento de las importaciones motivado por las políticas comercial y cambiaria, sino también un incremento de la producción local y de los salarios

¹⁸ Rodríguez (1979).

reales. Nuevamente, los rezagos en las dinámicas de ajuste pueden ser una explicación a estos comportamientos.

A partir de septiembre la inflación se desaceleró, aunque no en todos los sectores de la misma manera: la inflación fue más alta en el caso de los bienes no transables que en el caso de los bienes transables.

3.5. La crisis financiera: 1980-1981

Ya hacia fines de 1979 la actividad industrial había entrado en un proceso recesivo. La tasa de crecimiento del PBI industrial cayó de un 15,4% en el segundo trimestre de 1979 a apenas un 3,5% en el cuarto trimestre y se hizo negativa a partir del primer trimestre de 1980¹⁹.

Gran parte de la explicación de esta recesión está dada por la reducción de aranceles y por el atraso cambiario producto de la política de tipo de cambio fijo y las altas tasas de inflación internas. Esta persistencia de la tasa de inflación responde, en parte, a los ya mencionados rezagos en la dinámica de ajuste y, en parte también, al incremento de la demanda interna que no pudo ser completamente satisfecho por el aumento de las importaciones.

Por otra parte, las altas tasas de interés —mayores a la tasa de crecimiento de los precios de los bienes transables— generaron problemas financieros en las empresas, especialmente las productoras de bienes transables, que eran las más afectadas por la política comercial.

La cuenta corriente se hizo negativa por primera vez desde 1975. Sin embargo, la entrada de capitales externos alcanzó, tanto para financiar el déficit corriente, como para acumular divisas en el Banco Central.

En marzo de 1980 la crisis financiera se puso de manifiesto con la quiebra del mayor banco comercial del país, el Banco de Intercambio Regional (BIR), lo que

¹⁹ Damill y Frenkel (1987).

generó una incipiente corrida bancaria. Por otra parte, a partir del segundo trimestre de 1980, el signo de la cuenta de capitales se revirtió²⁰ iniciándose un proceso de pérdida de reservas que llevó a la eliminación de todas las restricciones a la entrada de capitales, aun de cortísimo plazo. La pérdida de reservas que se produjo como consecuencia de la salida de capitales deterioró la credibilidad del programa de pautas cambiarias.

La crisis financiera se prolongó durante todo ese año. El gobierno se vio obligado a asistir al sector financiero, restableciendo el régimen de garantía de los depósitos y otorgando redescuentos a los bancos para afrontar la salida de depósitos. Fernández (1983) atribuye a los problemas de selección adversa y riesgo moral asociados a la garantía de depósitos la responsabilidad de la crisis financiera.

El régimen de garantía de los depósitos, al igual que cualquier otro seguro, tiene asociados problemas de riesgo moral, ya que los depositantes no tienen incentivos a verificar la solvencia de las instituciones financieras. Sin embargo, una correcta implementación de esta institución debería incluir un control por parte de la autoridad financiera –Banco Central– del riesgo implícito en la cartera de préstamos de los bancos. De esta manera, la responsabilidad de verificar la solvencia de los bancos pasa de los depositantes al Banco Central.

A pesar de los intentos de esterilización a través de operaciones de mercado abierto y de incrementos de los requerimientos de reservas²¹, la oferta de dinero se incrementó como consecuencia de los redescuentos otorgados.

La caída del tipo de cambio real y los problemas generados en el sector financiero aumentaron la demanda de divisas, debilitando el sector externo, que ese año por primera vez desde 1976 mostró una pérdida de reservas.

²⁰ Frenkel (1983).

²¹ Heymann (1983), Damill y Frenkel (1987).

El incremento del precio relativo de los bienes no transables, producto de una tasa de inflación interna muy superior a la tasa de devaluación y de un fuerte aumento del consumo interno, llevó a una expansión de estos sectores en detrimento del sector industrial. El déficit público superó el 4% del PBI. Aunque no hubiera signos de exceso de oferta de bienes no transables que pudiera señalar la presencia de errores, los precios relativos existentes parecían anormales en relación con la historia.

El consumo privado, el gasto público, el déficit comercial y la deuda externa se incrementaron en este período. Con el fin de ajustar el sector externo, el gobierno decidió apartarse “levemente” de la regla y devaluó un 10% en febrero de 1981. Esta medida fue interpretada por el público como “el principio del fin” del programa de pautas cambiarias, lo que se manifestó en un fuerte aumento de la demanda de divisas. Lo que fue ideado como un pequeño cambio en la regla de política, resultó ser un cambio discontinuo de regla y, de hecho, un abandono definitivo de las pautas cambiarias establecidas a fines de 1978.

La oposición generalizada a la política económica –por parte de los sectores agropecuario e industrial y de los sindicatos– llevó al primer cambio de presidente al interior del gobierno militar en marzo de 1981. Esto deterioró aún más la ya escasa credibilidad del plan económico. De hecho, el nuevo gobierno decidió devaluar en un 30%, poniendo fin al programa de pautas cambiarias iniciado en diciembre de 1978.

3.6. El ajuste y la crisis de la deuda

Luego de la devaluación de marzo de 1981, se produjeron sucesivas devaluaciones a lo largo de ese año y el siguiente, intentando ajustar el sector externo y la economía se cerró nuevamente. Debe tenerse en cuenta que el incremento espectacular de la deuda externa producido en el período anterior estableció un piso a la cuenta corriente generado por los servicios financieros. Por lo tanto, el ajuste del sector externo implicaba, como mínimo, lograr un superávit comercial que pudiera afrontar el pago de intereses, o refinanciar esos intereses, ya sea con acuerdo de los acreedores o a través del atraso en los pagos. Como

contrapartida, en el ámbito interno, la tasa de inversión cayó y continuaría cayendo en los años siguientes.

A pesar del ajuste producido, la cuenta corriente continuó siendo deficitaria. Ese déficit, en parte, fue financiado con el atraso de los pagos internacionales. Con la guerra de Malvinas en 1982 comenzó el racionamiento del crédito externo, que se agravó a partir de agosto de ese año, cuando México declaró la moratoria unilateral, complicando aún más la situación externa de los países latinoamericanos en general y de la Argentina en particular.

Este fue el comienzo de una década signada por los desequilibrios internos y externos, que no pudieron corregirse hasta que se levantaron las restricciones al crédito externo en los años 90.

4. Una interpretación del ciclo: planes frustrados y formación de expectativas inconsistentes

En las secciones anteriores se desarrolló un modelo que, dada la racionalidad limitada de los individuos, era capaz de generar ciclos de sobreendeudamiento y posterior ajuste si los agentes sobreestimaban su riqueza. Luego, se describieron las sucesivas políticas económicas del período 1976–1982 y su impacto sobre la economía real y financiera. En esta sección se intentará encontrar indicios de que en el período mencionado los individuos pudieron haber cometido errores de predicción que los llevaron a endeudarse en exceso y que ésta pudo haber sido una de las causas de la crisis que comenzó a principios de 1980 y alcanzó su punto álgido en el invierno de 1982.

4.1. Fuentes de la incertidumbre

El primer paso necesario para poder justificar un problema de expectativas es encontrar las causas por las cuales los individuos debían estimar la evolución de determinadas variables en un contexto desconocido para ellos, es decir, el origen de la incertidumbre²².

La situación económica al momento del golpe de estado de 1976 era crítica y existía consenso en la sociedad acerca de que “algo había que hacer”. Esto facilitó, en cierta medida, las decisiones de política económica, inclusive aquellas que implicaban un ajuste relativamente grande, si existía la idea generalizada de que “difícilmente se podría estar peor”.

En este contexto, cualquier medida de política recibirá en un primer momento el apoyo de la sociedad, a la espera de que al menos ciertos problemas encuentren una solución. Es aquí donde el optimismo puede ser excesivo y los agentes pueden tomar decisiones de endeudamiento irreversibles. Sin embargo, las mismas políticas

²² Nos referimos aquí, a incertidumbre en el sentido de Knight, es decir, el desconocimiento de la distribución de probabilidades objetiva sobre un conjunto de eventos posibles.

pueden contribuir a aumentar la incertidumbre respecto de la evolución de las variables macroeconómicas.

En este sentido, el propio programa económico implementado por el gobierno de la junta militar y el comportamiento de algunas variables –como la tasa de inflación– pudieron haber provocado un incremento de la incertidumbre. El programa implementado era tal que ni el propio gobierno ni la gente tenían información suficiente para poder estimar correctamente.

El primer aspecto de la política económica que se debe mencionar es el programa de liberalización de los precios y del tipo de cambio. La evolución de los precios y del tipo de cambio, variables fundamentales para la estimación de la riqueza de los agentes, quedaba librada al mercado y debía, por lo tanto, ser estimada para poder realizar los planes de producción, consumo e inversión. La volatilidad de la tasa de inflación –heredada del pasado– sumada a una historia de precios controlados, hace difícil la elaboración de un modelo que permita estimar razonablemente la evolución de los precios.

Un segundo aspecto que se destaca es la reforma financiera de 1977. La liberalización de las tasas de interés introduce incertidumbre sobre otra variable fundamental a la hora de tomar decisiones de inversión²³. Si los agentes estiman que la tasa de interés será menor a la tasa de crecimiento del precio de su producto y esto no ocurre, se encontrarán con una deuda que no pueden pagar a menos que reduzcan su nivel de gasto.

La liberalización financiera permite, por una parte, desarrollar proyectos de inversión que no serían posibles en un contexto de restricción del crédito. Sin embargo, también posibilita la adquisición de compromisos fomentados por expectativas incorrectas.

²³ Debe tenerse en cuenta que la variable relevante para la toma de decisiones es la tasa de interés real. Esto significa que las dificultades que se presentan a la hora de estimar la tasa de interés nominal se ven agravadas por la necesidad de estimar también la tasa de inflación.

En este contexto, los agentes debían tomar decisiones de consumo y ahorro (y, por lo tanto, de endeudamiento) con un gran riesgo de cometer errores de predicción. Una muestra de esto es la gran concentración de la actividad financiera en instrumentos de muy corto plazo, que otorgaba flexibilidad a los inversores.

El tercer punto es el relacionado con la liberalización comercial. La reducción generalizada de los aranceles a la importación produce cambios en la composición de la demanda entre importaciones y producción local, junto con un abaratamiento del costo de los insumos. Frente a esto, los productores de bienes transables deben decidir entre tres cursos de acción posibles: contraerse anticipando una caída de la demanda, invertir para modernizar la producción y poder competir con las importaciones o posponer la decisión hasta que la situación sea más clara. No existe ninguna razón para pensar que todos los agentes reaccionarán de la misma manera.

Finalmente, las propias contradicciones de la política económica contribuían a oscurecer el comportamiento futuro de la economía. En particular, la reforma arancelaria comenzada en 1976 daba señales para predecir una política tendiente a mantener un tipo de cambio alto para favorecer las exportaciones; sin embargo, la “tablita” cambiaria, con tasas de devaluación expresamente por debajo de la tasa de inflación daba información en sentido contrario. Por otra parte, las políticas fiscal y monetaria, ¿eran compatibles con la política cambiaria propuesta?

Los anuncios, incluso cuando son creíbles, son incapaces de dar toda la información necesaria para guiar las decisiones de los agentes. Esto implica que no hay garantías de que las expectativas serán únicas. Ni siquiera puede garantizarse que serán correctas en promedio. En cierto sentido, la nueva política económica generaba más preguntas que respuestas. Sin embargo, dado que los agentes tomaron decisiones irreversibles de endeudamiento, se podría inferir que las medidas, no sólo fueron creíbles, sino que, además, generaron expectativas de que sus efectos positivos serían duraderos.

Por otra parte, el propio gobierno necesita revisar sus estimaciones de la evolución de las variables relevantes para que el conjunto de medidas económicas sea compatible. A modo de ejemplo, consideremos la crisis de 1977. Hemos

destacado que ésta es una crisis de origen monetario y no de expectativas. Sin embargo, podríamos reinterpretarla como una crisis originada en un error de expectativas por parte de la autoridad monetaria. El incremento de la actividad producto de la reforma financiera pudo haber sido subestimado, de modo que la oferta de dinero no acompañó completamente a la demanda, generando la recesión.

La nueva política económica, entonces, fue en parte responsable de la incertidumbre que enfrentaron los agentes económicos al momento de reestimar su riqueza real. El aumento espectacular del consumo –y consecuentemente del déficit en cuenta corriente y del endeudamiento externo– característico de este período parecería demostrar que el optimismo derivado de las medidas económicas fue excesivo.

La expansión del crédito, tanto interno como externo²⁴, propició esta sobreexpansión del consumo, mientras que las fallas que caracterizan a los mercados financieros²⁵ contribuyeron a potenciar y extender los errores de percepción.

4.2. Algunas señales de que existieron errores en la formación de expectativas

Frente al cambio estructural en el contexto macroeconómico, los individuos deben reestimar la evolución de las variables que afectan a su ingreso futuro. Como ya se ha argumentado, nada garantiza que las estimaciones sean correctas en promedio ni que todos los agentes estimen en el mismo sentido si no existe consenso en lo que respecta al “modelo” que determina esa evolución. Los individuos pueden tener expectativas distintas y, sin embargo, todas razonables en función de los diferentes modelos posibles.

Un ejemplo paradigmático es el de las políticas cambiaria y comercial de diciembre de 1978 y su relación con el tipo de cambio real de equilibrio. Por un lado, la fijación de las tasas de devaluación, que resultaron estar por debajo de las

²⁴ El crédito total aumentó un 42% entre 1977 y 1980, según indica el Cuadro 5.

²⁵ Stiglitz, J. (1993).

tasas de inflación, provocaba una constante revaluación real de la moneda y algunas estimaciones realizadas en la época acusaban un atraso cambiario, medido como paridad del poder adquisitivo²⁶. Considerando este modelo, era razonable esperar una devaluación.

Por otra parte, el superávit comercial (al menos al principio del programa) y la entrada de capitales producían la acumulación de reservas por parte del Banco Central y el consecuente exceso de oferta de divisas. En consecuencia, estimar una revaluación también podía ser razonable.

Los individuos deben optar entre estos dos argumentos para tomar sus decisiones. Si no existe consenso acerca del “verdadero” modelo, la estimación se realiza de acuerdo con parámetros subjetivos y, por lo tanto, puede variar de un individuo a otro.

Es decir, estimar un tipo de cambio de equilibrio más alto que el vigente resultaba tan razonable como la inversa. De hecho, hubo algunos que acumularon activos en dólares, lo que hace pensar que esperaban una devaluación que aumentara el valor de sus activos, mientras otros se endeudaron en dólares, especulando con que no existiría tal devaluación.

A partir de 1979 los precios relativos de los bienes no transables aumentaron notablemente a causa de la caída del tipo de cambio real. Sin embargo, no parecía existir un problema de exceso de oferta en este sector, sino más bien todo lo contrario.

Esta situación podía tener dos interpretaciones distintas. Primero, que en el mercado de bienes transables existe realmente exceso de demanda, lo que anticipa un mayor incremento de los precios relativos. Si este es el diagnóstico, el sector productor de bienes no transables incrementará su consumo y tal vez su inversión, mientras que el productor de bienes no transables lo reducirá. Segundo, que ésta era

²⁶ Rodríguez y Sjaastad (1979).

una situación puramente transitoria ya que los precios relativos eran demasiado altos para poder sostenerse. Las acciones a seguir son, entonces, las contrarias. La imposibilidad de formar expectativas de manera racional hace que no exista una única estimación posible y, por lo tanto, nada garantiza que el diagnóstico de todos los agentes vaya a coincidir.

La posibilidad de expandir el consumo y la inversión a través del endeudamiento produce una señal curiosa desde la perspectiva de los productores. Supongamos que un sector se expande sobre la base de estimaciones de una demanda más alta para su producto. Al mismo tiempo, observa que el consumo –de su producto y también del resto– está aumentando. Esto lo llevará a suponer que sus estimaciones eran acertadas y continuará con el proceso expansivo. Supongamos ahora que el aumento del consumo está posibilitado por un mayor endeudamiento, realizado también sobre la base de un mayor ingreso esperado en el futuro. Si estas últimas estimaciones no son correctas, la señal que se estará dando al productor para expandir su negocio tampoco lo será, y su endeudamiento será probablemente excesivo. Es decir, la misma capacidad de endeudamiento de los agentes se convierte en un mecanismo de transmisión y amplificación de los errores, y las propias interpretaciones equivocadas se convierten en malas señales.

A partir de la crisis de 1977, todos los sectores participaron de la expansión de la demanda inducida por el crédito externo. En este contexto, ¿qué llevaría a algunos a anticipar una caída del ingreso futuro? La crisis financiera puso de manifiesto que al menos algunas deudas fueron contraídas sobre la base de estimaciones incorrectas.

Se ha observado que las tasas de interés se mantuvieron altas durante todo el período. Esto puede ser una consecuencia de la sobreestimación de la riqueza. Si los productores de bienes transables confían en un incremento del tipo de cambio, intentarán adelantar su consumo a través del endeudamiento. Sin embargo, si los productores de bienes no transables no comparten esta creencia, no expandirán la oferta de fondos prestables. En este contexto, la tasa de interés debe subir para lograr el equilibrio en el mercado de crédito.

4.3. Los mecanismos de la crisis

Los cambios estructurales producidos por la política económica de Martínez de Hoz llevaron a los agentes a volver a estimar su ingreso futuro. Sin embargo, como ya se mencionó, las razones que podían generar incertidumbre eran muchas, de modo que los agentes debían asignar una distribución de probabilidades no objetiva a las distintas alternativas. Por lo tanto, las estimaciones no podían hacerse sobre la base de un “modelo”, sino que dependían crucialmente de lo que a cada uno le pareciera más plausible.

La sustentabilidad de los senderos de consumo e inversión elegidos estará atada a la realización de las expectativas de los individuos. Si el ingreso real fuera menor al esperado, el agente se encontrará con una deuda real mayor a la esperada y deberá reducir su gasto para poder afrontar sus compromisos.

Si esta es una situación por la que atraviesa un número relativamente grande de agentes, la reducción del gasto llevará a una crisis generalizada. Incluso cuando en promedio las estimaciones fueran correctas, las pérdidas pueden ser mayores que las ganancias: al momento de la crisis, individuos que antes eran considerados solventes ya no lo son, el crédito se restringe, caen la producción y la inversión y, por lo tanto, caen también los ingresos presente y futuro.

Entre 1976 y 1982 algunos individuos vieron frustradas sus expectativas. Esta situación queda de manifiesto por la magnitud de la crisis financiera y las consecuencias que ésta tuvo sobre la economía en su conjunto. La ausencia de restricciones al crédito es la clave para el desarrollo de estos procesos. En una economía sin acceso al crédito las sobreestimaciones de la riqueza son irrelevantes, ya que no pueden tomarse decisiones que se fundamenten en expectativas exageradas.

La clave, entonces, para mitigar los efectos de una crisis financiera en una economía abierta al crédito sería otorgar señales claras, de manera que los agentes pudieran tomar decisiones sobre bases objetivas. Sin embargo, la autoridad política es incapaz de dar estas señales, ya que lo verdaderamente relevante para la toma de

decisiones no son las intenciones sino los resultados de las políticas económicas. Sobre esto, también la autoridad política debe realizar estimaciones sobre bases no objetivas y que, por lo tanto, pueden ser incorrectas.

5. Conclusión

Desde su aparición, la escuela de las expectativas racionales ha predominado en el desarrollo de la teoría económica. Su hegemonía se debe a dos cuestiones fundamentales: por un lado, el argumento, de que si la teoría microeconómica supone que los agentes son capaces de tomar racionalmente sus decisiones de consumo y producción, también deberían ser racionales en la formación de expectativas; en segundo lugar, la adopción de esta teoría —y su versión más simplificada de previsión perfecta— simplifica notablemente la modelización. De hecho, los modelos de previsión perfecta garantizan la unicidad del equilibrio, excepto que se introduzcan coordinadores de expectativas de tipo “manchas solares”.

El argumento central de esta escuela es que los agentes son capaces de aprender y entender el modelo económico, de modo que no pueden ser engañados en forma sistemática. Sin embargo, nada se dice acerca del proceso de aprendizaje. Es decir, o bien se supone que los agentes ya han terminado ese proceso, o bien, que el aprendizaje es instantáneo. Por otra parte, el argumento estricto de expectativas racionales, indicaría que los individuos sólo pueden estimar correctamente si se enfrentan al *mismo experimento*. En sentido estricto, entonces, el argumento de expectativas racionales es irrelevante ya que los procesos históricos nunca son idénticos, y lo que ocurrió una vez nunca se repetirá en el mismo contexto o bajo las mismas circunstancias.

Si partimos de la base de que ningún ajuste es instantáneo y el aprendizaje lleva tiempo, la hipótesis de expectativas racionales implica suponer que los agentes han vivido en el mismo contexto el tiempo necesario para completar el proceso de aprendizaje. Si el contexto cambia, los agentes se verán embarcados en un nuevo proceso de aprendizaje, pero, ¿qué sucederá con sus decisiones en el ínterin?

La historia argentina es un caso paradigmático de un contexto económico de continuos cambios abruptos. Los sucesivos golpes militares y los posteriores retornos democráticos traían aparejados sendos cambios de política económica con consecuencias poco previsibles. Inclusive dentro de cada uno de los gobiernos, los

cambios en el rumbo de la política económica eran muy importantes. Como se muestra en este trabajo, la sucesión de políticas económicas dentro del propio gobierno militar del período 1976–1982 denota importantes cambios en los objetivos perseguidos. ¿De qué manera, entonces, podían los agentes formar sus expectativas en forma racional?

El período 1976–1982 es particularmente interesante para analizar esta cuestión, ya que la política económica implementada en ese momento implicó un cambio notable en relación con la historia. La liberalización financiera y la apertura comercial resultaron los cambios más profundos del programa económico.

La estimación de las variables económicas no podía hacerse sobre la base de ningún modelo construido sobre cimientos relativamente firmes, de modo que las expectativas no podían ser racionales.

A lo largo de este trabajo hemos mostrado que existen indicios que permiten delinear un problema de expectativas en el desarrollo del proceso de expansión y crisis del período mencionado. En un contexto de profundos cambios económicos, algunos generados por la política económica y otros producto de los cambios en las condiciones internacionales de crédito, los agentes económicos no pudieron tener la información necesaria para poder estimar “racionalmente” su ingreso futuro.

La crisis de pagos internacionales dio comienzo a una década de recesión e inestabilidad en América Latina en general y en la Argentina en particular. Los años noventa y la entrada de México en el plan Brady permitieron levantar nuevamente las restricciones crediticias a las que se había condenado a la región.

Gracias a este nuevo flujo de crédito internacional muchos países pudieron llevar a cabo reformas económicas tendientes a corregir las fallas estructurales. La ola de liberalización y privatizaciones liderada por Gran Bretaña inspiró muchas de estas reformas.

Los primeros años de la década del noventa en la Argentina se caracterizaron por un crecimiento notable, especialmente si se lo compara con la paupérrima *performance* de la década del ochenta. Esta expansión tenía, para algunos, serias

reminiscencias de aquella analizada en este trabajo: aumento del consumo y del déficit comercial, expansión espectacular del crédito, entrada de capitales externos, atraso cambiario. Aunque también presentaba importantes diferencias: fuerte reducción del déficit fiscal, menor protagonismo del sector público en la economía, tasas de interés que se mantuvieron en niveles normales y, fundamentalmente, una progresiva caída de la tasa de inflación que terminó ubicándose en niveles acordes con los internacionales.

Hacia fines de 1994 la crisis mexicana, que produjo la devaluación del peso en ese país, repercutió negativamente en toda la región y especialmente en la Argentina, que era el país latinoamericano que más se parecía a México. El temor a una crisis frenó la entrada de capitales externos y provocó una corrida bancaria en los primeros meses de 1995. La crisis cambiaria pudo ser contenida, evitando la tan temida devaluación del peso, aunque a costa de un altísimo desempleo que continúa siendo preocupante.

¿Por qué en este caso la crisis no tuvo la magnitud y las consecuencias de aquella de 1980–1982? Una parte de la explicación está dada por las diferencias entre un proceso y el otro mencionadas más arriba. Otra parte, surge del papel jugado por los inversores internacionales en ambos períodos y del tipo de inversiones que se habían hecho. Finalmente, otra porción de la explicación podría darse en términos del argumento de este trabajo.

El contexto económico, interno e internacional, cambió profundamente en los noventa, generando, en principio, los mismos problemas en la formación de expectativas que los de 1976. Sin embargo, si bien los agentes nunca habían vivido en este contexto, sí lo habían hecho en otro similar, aunque no idéntico. El período 1976–1982 debió dejar ciertas enseñanzas –los agentes aprendieron de la experiencia– que permitieron que algunas estimaciones se realizaran sobre bases un poco más sólidas.

No es el objetivo de este trabajo el análisis del plan de convertibilidad o de la crisis del tequila, sin embargo, no puede dejar de advertirse que un cierto grado de

responsabilidad en el desarrollo de ese proceso le corresponde al aprendizaje que los agentes hicieron de la experiencia de liberalización de los años 70.

En definitiva, la historia argentina reciente nos ha permitido analizar en qué medida los problemas que tienen los individuos para formar expectativas racionales son responsables de las crisis económicas y cómo los procesos de aprendizaje, que distan mucho de ser instantáneos, son fundamentales para la estabilidad y el éxito de las políticas económicas.

6. Apéndice

Cuadro 1: Tipo de cambio real: 1970–1980

Promedio de cada período: índice base 1970–1972=100

Año	Por IPM	Por IPC
1970	101,8	95,1
1971	94,2	91,3
1972	104,1	113,5
1973	90,1	92,7
1974	94,8	93,2
1975	115,3	117,7
1976	133,0	149,4
1977	129,6	131,5
1978	119,2	107,8
1979	90,3	78,5
1980	83,5	63,4

Fuente: Frenkel (1983).

Cuadro 2: Tasas de interés nominales y reales

Tasas activas y pasivas a 30 días. Promedio anual

Período	Tasa Pasiva		Tasa Activa	
	Nominal	Real ¹ ex-post	Nominal	Real ¹ ex-post
1977 ²	8.96	-0.63	10.92	1.81
1978	7.08	-1.40	8.51	0.76
1979	6.67	-0.79	7.41	0.30
1980	4.67	-0.36	5.93	2.00
1981	8.05	0.76	9.55	0.58

¹ Deflactada por IPC, nivel general.

² Promedio agosto-diciembre.

Fuente: Damill y Frenkel (1987).

Cuadro 3: Balanza de pagos

millones de dólares de 1977

Año	Mercaderías		Cuenta corriente	Capitales autónomos	Capitales compensatorios	Variación de Reservas
	Expo	Impo				
1971	3,703.00	3,971.70	-827.00	-403.20	278.70	-318.3
1972	3,754.50	3,684.70	-430.00	-144.10	738.10	323.2
1973	5,225.60	3,567.20	1,153.10	24.00	333.40	1,473.6
1974	5,039.40	4,660.10	163.10	-68.80	-240.80	-65.8
1975	3,286.70	4,380.10	-1,425.70	212.10	329.10	-878.0
1976	4,284.60	3,318.40	710.70	-564.40	1,186.10	1,304.6
1977	5,651.90	4,161.50	1,289.90	1,286.50	-261.80	2,226.5
1978	5,540.70	3,319.50	1,750.00	1,015.60	1,183.90	1,730.2
1979	5,921.90	5,079.60	-370.80	3,540.20	106.60	3,368.0
1980	5,630.00	7,363.30	-3,288.60	1,822.20	-99.70	-1,960.8

Fuente: Frenkel (1983)

Cuadro 4: Tasa de inflación

Año	IPC	IPMNG	IPMNA Nac.	IPMNA Imp.
1978	170.3	143.3	146.8	65.5
1979	139.7	128.7	135.9	105.7
1980	87.6	57.8	65.4	59.6
1981	131.3	179.8	166.6	237.5
1982	209.7	311.0	295.9	497.3

Fuente: Frenkel (1983)

Cuadro 5: Endeudamiento privado en términos reales

miles de millones de pesos de 1973. Saldos a diciembre.

Año	Crédito doméstico en pesos	Crédito externo en pesos	Crédito total
1977	59.47	25.00	84.47
1978	62.35	17.05	79.40
1979	80.54	23.27	103.81
1980	103.50	16.23	119.73
1981	62.20	17.77	79.97

Fuente: Damill y Frenkel (1987)

Cuadro 6: Deuda externa y reservas internacionales

millones de dólares de 1977

Año	Deuda Pública	Deuda Privada	Deuda Externa Total
1973	5.306	3.350	8.656
1974	5.513	3.167	8.679
1975	4.463	4.277	8.740
1976	5.677	3.381	9.058
1977	6.043	3.634	9.677
1978	7.236	3.584	10.819
1979	7.551	6.879	14.431
1980	10.140	8.908	19.048

Fuente: Frenkel (1983)

7. Bibliografía

- Damill, M., J. M. Fanelli y R. Frenkel (1994), *Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile y México*, CEPAL, Santiago de Chile, 1994.
- Damill, M. y R. Frenkel (1987), "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-1982", *Ensayos Económicos* N° 37, pp. 1-105, Buenos Aires, marzo 1987.
- Díaz Alejandro, C. F. (1981), "Southern Cone Stabilization Plans", en Cline, W.R. y Weintraub, S. (eds.), *Economic Stabilization in Developing Countries*, 1981.
- Díaz Alejandro, C. F. (1983), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics* N° 19, septiembre-octubre, pp. 1-24, 1983.
- Fanelli, J. M. y R. Frenkel (1993), "On gradualism, Shock Treatment and Sequencing" en *International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Research Paper for The Group of Twenty-Four*, Volume II, United Nations New York, 1993.
- Fernández, R. B. (1983), "La crisis financiera argentina: 1980-1982", *Desarrollo Económico* vol. 23, N° 89, pp. 79-97, abril-junio 1983.
- Frenkel, R. (1982), "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", *Desarrollo Económico* N° 87, 1982.
- Frenkel, R. (1983), "La apertura financiera externa: el caso argentino", en French-Davis, R. (ed.), *Las relaciones financieras externas. Su efecto en la economía latinoamericana*, Fondo de Cultura Económica, Cap. 4, pp. 146-191, México, 1983.
- Heymann, D. y P. Sanguinetti (1996), *Business Cycles from Misperceived Trends*, presentado en el Ciclo de Seminarios en Análisis Económico, CEMA, Buenos Aires, 1996.
- Heymann, D. (1983), *A study in economic instability: The case of Argentina*, Ph.D thesis, UCLA, 1983.
- Howitt, P. y P. McAfee (1992), "Animal Spirits", *American Economic Review*, junio de 1992.
- Keynes, J. M. (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, Buenos Aires, 1992.
- Luce, D. y H. Raiffa (1957), *Games and Decisions: Introduction and Critical Survey*, John Wiley & Sons, Inc., Harvard University, 1957.
- McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C., 1973.

Rodríguez, C. (1979), *El plan de estabilización del 20 de diciembre*, Documento de Trabajo CEMA N° 1, 1979.

Rodríguez, C. y L. Sjaastad (1979), *Atraso cambiario, ¿mito o realidad?*, Documento de trabajo CEMA N° 2, junio 1979.

Sargent, T., (1993) *Bounded Rationality in Macroeconomics*, Oxford University Press, 1993.

Stiglitz, J., (1993) *The Role of the State in Financial Markets*, trabajo presentado en la Annual Bank Conference on Development Economics, Washington D.C., Banco Mundial, 1993.