

---

# ¿Por qué fracasa la estabilización económica en Argentina? Las crisis cambiarias y los dilemas decisorios de la política macroeconómica

---

Nicolás Cherny\*

## Resumen

El texto analiza cómo la Argentina posdictadura intentó resolver la tensión entre la estabilización macroeconómica y la supervivencia política de sus gobiernos. Señala por un lado, que la inestabilidad macroeconómica (inflación alta o crisis de balanza de pagos) conlleva costos significativos, como desorganización económica y debilitamiento de los gobiernos. Por el otro, que mantener la estabilidad macroeconómica resulta costoso para los gobiernos ya que implica alterar rentas de actores privados, ingresos estatales y de los trabajadores. El texto analiza las experiencias de Argentina de estabilización macroeconómica y la supervivencia política de los gobiernos, destacando los desafíos y las decisiones difíciles que deben tomarse en ese contexto.

**Palabras clave:** Argentina posdictadura, estabilización macroeconómica, desorganización económica

## Why does economic stabilization fail in Argentina? Exchange rate crises and macroeconomic policy decision dilemmas

## Abstract

The text analyzes how post-dictatorship Argentina attempted to resolve the tension between macroeconomic stabilization and the political survival of its governments. On the one hand, it points out that macroeconomic instability (high inflation or balance of payments crisis) entails significant costs, such as economic disorganization and weakening of governments. On the other hand, maintaining macroeconomic stability is costly for governments, since it implies altering the income of private actors, government revenues and workers. The text analyzes Argentina's experiences of macroeconomic stabilization and the political survival of governments, highlighting the challenges and difficult decisions that must be made in this context.

**Key words:** Post-dictatorship Argentina, Macroeconomic Stabilization, Economic Disorganization

\* Universidad Torcuato Di Tella. nicolas.cherny@gmail.com

## Introducción

Los costos de la inestabilidad macroeconómica son muy conocidos: la inflación alta o hiperinflación y las crisis cambiarias o de balanza de pagos producen desorganización económica, estancamiento, enormes costos a los ingresos de los individuos y debilitan a los gobiernos. En contraste, el mantenimiento de las variables macroeconómicas en equilibrio da previsibilidad al comportamiento de los actores económicos y genera una base de estabilidad para la inversión privada y la intervención pública. El problema es que mantener la estabilidad macroeconómica y, más aún, implementar un programa de estabilización es costoso para los gobiernos: reducir una inflación alta o hiperinflación o resolver una crisis de balanza de pagos implica alterar las rentas de actores privados, los ingresos del estado, y de los trabajadores. Bajar la inflación suele requerir dosis diferentes de enfriamiento de la actividad económica y reducción del déficit fiscal, apertura comercial para incrementar la competencia, etc.

Las soluciones a una crisis de balanza de pagos en economías abiertas para realinear precios relativos (devaluación o deflación) alteran las hojas de balance del sector privado y afectan los ingresos de los votantes de los gobiernos. Las crisis de balanza de pagos enfrentan a los gobiernos con opciones de política costosas y dilemáticas. La interrupción súbita del financiamiento externo (*sudden stops*) suele ser la causa más común y afecta a los países con un desbalance de cuenta corriente. El origen de dicha interrupción puede ser exógena, endógena o una combinación de ambas. Las exógenas típicamente se inician ante una alteración en la ecuación riesgo/rendimiento de los inversores que los induce a vender sus activos locales con más rendimiento (y más riesgosos) y cambiarlos por activos con menor rendimiento pero más seguros (en su valor futuro y expectativa de repago). Un shock externo generado por un “vuelo hacia la calidad” (*fly to quality*) puede originarse en una suba del rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano o por un evento de crisis en un mercado emergente o por una alteración del precio de commodities que ponga en riesgo los fundamentos económicos futuros. Las fuentes endógenas se originan en un aumento en la percepción del riesgo inversor en el valor futuro de sus activos locales (por la expectativa de devaluación de la moneda local) o en la desconfianza en la capacidad de repago de la deuda (por la acumulación de déficit fiscal y en la capacidad de financiarlo).

Los inversores venden para proteger sus inversiones pero la difusión de ese comportamiento en manada acelera la presión sobre las reservas internacionales de forma repentina (la expectativa de devaluación se convierte en una profecía autocumplida) y enfrenta a los gobiernos al dilema de defender el valor de la moneda a costa de vender reservas o defender las reservas y permitir una devaluación. Sin embargo, ambas opciones pueden ser insuficientes y ser útiles para ganar tiempo. Si las autoridades eligen vender reservas para evitar una devaluación descontrolada se enfrenta con la demanda del efecto manada y hay una probabilidad alta de que nunca sean suficientes. Y si elige proteger las reservas dejando deslizar el precio de la moneda local, incrementa el riesgo de “overshooting” y con ello de un impacto negativo pronunciado sobre el nivel de precios y de actividad. La respuesta de emergencia de las autoridades suele ser una combinación de

ambas. Para ganar tiempo y evitar/postergar el ataque sobre las reservas y la devaluación, las autoridades suben la tasa de interés de la política monetaria con el objetivo de seducir a los inversores. En suma, los programas de estabilización están en tensión con el objetivo de supervivencia política de los gobiernos.

Los gobiernos de países con inestabilidad macroeconómica crónica como Argentina se enfrentan de modo recurrente a la construcción de una fórmula de gobernabilidad que evite que los objetivos de la estabilización macroeconómica (ajuste interno/externo) sean neutralizados por los objetivos de la supervivencia política (compensaciones y protecciones) y conduzcan a una nueva crisis macroeconómica.

Walter (2014, 2016) sugiere que los gobiernos adoptarán la respuesta menos costosa para la economía y la política. La estrategia de ajuste que se elegirá puede definirse a través de un cálculo de costos para un país y un gobierno en cada tipo de ajuste. Dicho cálculo surge de dos elementos: 1) el grado de vulnerabilidad a los dos tipos de ajuste a las características estructurales de sus sectores económicos y sus instituciones económicas 2) los intereses de los votantes del partido que el gobierno intentará proteger. Si bien el perfil de costos del país determina la estrategia de ajuste la teoría sugiere que el gobierno optará por una respuesta a la crisis financiera que proteja sus *constituencies* y que descargue los costos de la respuesta/ajuste en el electorado opositor. Los policymakers democráticos tienen diferentes ideologías partidarias y se preocupan por sus votantes. Típicamente las reformas estructurales estarán orientadas de forma tal que los beneficios sean para los votantes del gobierno y las subidas tributarias y los recortes sean para los votantes opositores o no votantes (ejemplo del federalismo). Además el gobierno tomará políticas específicas para proteger a sus votantes del impacto negativo de la devaluación. (ej. subsidio a tarifas o programas sociales).

También pesa la orientación ideológica de los partidos. Típicamente los partidos de izquierda suelen representar a los votantes que tienden a ser dañados más por la austeridad que por la devaluación. Y al revés sucede con los partidos conservadores: representan a los empresarios. Cuando las vulnerabilidades y las preferencias de los votantes del gobierno divergen la administración de la crisis será más conflictiva. Las preferencias políticas dependen de la vulnerabilidad de los votantes de los partidos. La teoría sugiere que los perfiles de vulnerabilidad pueden ser construidos para individuos, intereses especiales o partidos políticos. Dichos perfiles muestran cuán costosa será una devaluación para los individuos o grupos en relación con los costos de un ajuste interno. Es decir, las respuestas a las crisis de balanza de pagos nunca son respuestas sólo económicas. Las decisiones son tomadas por gobiernos situados en una coyuntura político-económica particular, con determinadas ideas, *constituencies* y constreñimientos.

De modo que, una fórmula de gobernabilidad exitosa para conseguir la estabilización o al menos evitar una nueva crisis macroeconómica debería tener la menor cantidad de ajuste costoso posible y la mayor cantidad posible de compensaciones/protecciones a *constituencies* del gobierno. El propósito de este trabajo es analizar la experiencia de la democracia argentina a la luz de esta tensión entre estabilización económica y supervivencia política.

## **La acumulación de inconsistencias de la convertibilidad**

El objetivo del régimen de caja de conversión fue estabilizar la dinámica de alta inflación de finales de la década del ochenta y comienzos de los noventa en Argentina. Al someter la política monetaria a la disposición de reservas internacionales la convertibilidad volvió creíble el compromiso de fijación del valor de la moneda (1\$ = 1 USD). Y la credibilidad de la fijación cambiaria del peso al dólar actuó como ancla nominal para detener la dinámica inflacionaria de los precios. Sin embargo, era muy costoso para el gobierno: estaba inhibido de hacer política monetaria contracíclica y de evitar la pérdida de competitividad con una devaluación nominal de la moneda. De modo que debió exprimir hasta la última gota de política fiscal para sobrevivir políticamente: a través de subsidios, compensaciones via privatizaciones (Etchemendy, 2000) y transferencias fiscales federales (Gibson y Calvo, 1997). La economía creció durante los primeros años de la convertibilidad aunque sin generar empleo, y sin solucionar el desequilibrio fiscal que aumentó considerablemente ante la caída de la actividad, y fue financiado con endeudamiento externo creciente privado y de organismos internacionales.

El aumento de los costos de salida de la convertibilidad por efecto de la dolarización del sistema financiero condujo al gobierno a intentar una estabilización dentro del régimen de caja de conversión. Según la teoría (Walter, 2014) las fijaciones cambiarias inducen a los gobiernos a enfrentar las crisis de balanza de pagos devolviendo competitividad a la economía a través de una reducción de los precios internos (deflación). Esto significó tanto en la crisis del tequila (1995) como luego de la devaluación brasileña (1999) un ajuste extremadamente costoso y contradictorio para el gobierno: ayuda internacional a cambio de profundizar el ajuste fiscal por un lado, y transferencias y devaluaciones fiscales por otro para la supervivencia política. La ayuda financiera internacional y la confianza que se había ganado el régimen de convertibilidad permitieron al gobierno una estabilización relativamente exitosa luego del tequila. Pero la crisis asiática, rusa y brasileña entre 1997 y 1999, restringieron el crédito privado a países emergentes y desnudaron la carencia de herramientas contracíclicas y las dificultades para evitar la acumulación de inconsistencias fiscales. La devaluación llegó sólo después del colapso de la convertibilidad. Con 40 meses de recesión, fuerte aumento del desempleo y la pobreza el rechazo del FMI de continuar asistiendo financieramente a Argentina tuvo como consecuencia la renuncia del presidente a finales de 2001 en medio de una corrida bancaria y altísima conflictividad social.

## **De la oportunidad de estabilización duradera al retorno de la inflación (2003-2007)**

El gobierno que administró la salida de la convertibilidad creó condiciones excepcionalmente favorables para la gestión del equilibrio macroeconómico: tipo de cambio flexible y superávit gemelos (fiscal y externo). La mejora en la competitividad otorgada por la devaluación y la recuperación de la herramienta monetaria demoraron en dar resultados: durante todo 2002 el gobierno debió lidiar con dificultades para estabilizar la moneda en un contexto de muy reducidos recursos fiscales y financieros, desorden monetario, suspensión de pagos de la deuda, distribución de costos del descalce financiero privado y público y la pérdida de riqueza y de capacidad de consumo. La estabilización iniciada en 2002 puede observarse como un ajuste externo (Walter, 2014): la brusca devaluación de la moneda (300%) resolvió el desalineamiento cambiario y tuvo un bajo traslado a precios pero tuvo altísimos costos en las hojas de balance privadas y públicas debido al descalce de monedas. La devaluación redujo importaciones, frenó la salida de reservas, devolvió competitividad a los sectores industriales, y abrió oportunidades para la inversión en un contexto de salarios excepcionalmente bajos. Una vez estabilizado el valor de la moneda, el tipo de cambio real se mantuvo en valores históricamente elevados que mejoraron los términos del intercambio cambiando el patrón del crecimiento (Cetrángolo, Heymann, y Ramos 2007). La extraordinaria subida de los commodities permitió al gobierno mantener las retenciones a las exportaciones que impulsaron la recaudación y la reestructuración de la deuda contribuyó a reducir los flujos de pagos futuros (Damill, Frenkel, y Rapetti 2005). Bajo este esquema, la aceleración de la reactivación económica produjo un veloz crecimiento de los ingresos fiscales en relación a los gastos.

Argentina pasó de un desequilibrio macroeconómico de muy difícil administración, caracterizado por un tipo de cambio fijo con déficit fiscal y externo, al equilibrio macroeconómico largamente deseado: una economía abierta, con tipo de cambio flexible y superávit gemelos. Las dos fuentes de la inestabilidad económica parecían por fin haber terminado. Sin protección arancelaria los empresarios y sindicalistas no podían aumentar precios y salarios por temor a la competencia con productos importados. Sin déficit fiscal, el gobierno podía prescindir de la emisión monetaria, para financiar al fisco. (Novaro, Bonvecchi, Cherny, 2014) El tipo de cambio real competitivo y el superávit comercial permitieron impulsar las cadenas de valor asociadas a los sectores exportadores. A comienzos de 2006 la economía crecía de manera sostenida, generaba empleo, ampliaba el consumo y reducía la pobreza.

Sin embargo, la emisión monetaria combinada con un alto crecimiento de la economía (a un promedio del 8% entre 2003 y 2007), la política de ingresos del gobierno que alimentaba una dinámica de concesiones y pujas salariales y la reducción del superávit fiscal, comenzó a impactar en el índice de precios y a despertar expectativas inflacionarias. De modo tal que a partir de 2006 la inflación escaló progresivamente pudiendo moderarse

sólo parcialmente su ascenso a través de un incremento en la intensidad y el alcance de la intervención del gobierno sobre los precios (a través de subsidios y controles). A partir de 2007 el crecimiento del gasto público – subsidios a la energía y transporte y la moratoria previsional- generó una caída del superávit fiscal (de 3,5% a 2,2% del PBI). Mientras tanto el superávit comercial también cayó por efecto del incremento de la importación de combustibles (Novaro, Bonvecchi, Cherny, 2014).

### **El gobierno de la crisis 2008/2009**

La crisis bancaria en Estados Unidos derrumbó el precio de las materias primas y revirtió la dirección de los flujos de capital. Sin embargo, la fortaleza de algunos fundamentos macroeconómicos clave otorgó al gobierno argentino poder de maniobra amplio en relación con otras crisis de balanza de pagos. Los términos de intercambio extraordinariamente favorables, dispositivos institucionales de cambio flexibles habían permitido un alto nivel de reservas internacionales acumuladas y una balance de cuenta corriente superavitario previo a la crisis (Resende y Goldfajn, 2013). Gracias a ello la deuda en moneda extranjera en relación con el PIB se encontraba en niveles de bajo riesgo. Pese a ello el desafío de la crisis fue importante: el PBI pasó de crecer a un ritmo del 6% en la primera mitad de 2008, a caer a más del 3% en la primera mitad de 2009. Sin embargo, la fortuna acudió en rescate de las economías latinoamericanas: rápida recuperación de los precios de los bienes exportables en consonancia con el crecimiento de China acortó los tiempos de la crisis y permitió al gobierno argentino desplegar políticas expansivas. En comparación con otros países la inflación había crecido desde 2007 y el equilibrio fiscal se estaba deteriorando. Ello en combinación con la historia de *pass through* elevado de devaluación a precios volvía a Argentina más vulnerable que los otros países. Por tanto, el gobierno dejó deslizar el precio de la moneda un 25% casi la mitad que Brasil, México y Colombia. Al mismo tiempo, debió destinar muchas más reservas internacionales (10%) para evitar un *overshooting* en el precio de la moneda y administrarlo a lo largo del tiempo. Tuvo además dos diferencias con el resto de los países latinoamericanos que mantuvieron a lo largo del tiempo tasas de inflación razonables: 1) el proceso devaluatorio duró el doble de tiempo y 2) su moneda no volvió a apreciarse, sino que se estabilizó en el nuevo nivel devaluado de 4 pesos por dólar. Ambas diferencias son congruentes con la doble vulnerabilidad que tenía Argentina comparada con los demás países: inflación que había superado el 20% anual y una historia de *pass through* elevado de devaluación a precios. En suma, enfrentar la crisis en un contexto de inflación creciente y deterioro del déficit fiscal aumentó la vulnerabilidad de Argentina para un ajuste externo. Por ello, lo forzó a emplear más recursos para contener y suavizar la devaluación y, con ello, a tener que invertir más reservas internacionales que los demás países para defender la moneda (entre finales de 2007 y comienzos de 2008 perdió 9000 millones de reservas internacionales). El resultado fiscal de 2007 le daba margen para evitar un ajuste interno pero el impacto negativo sobre la actividad y los ingresos públicos que presagiaba la caída en los precios de exportación



llevó al gobierno a buscar fuentes excepcionales de recursos públicos. La estatización del sistema de jubilaciones privadas le dio recursos fiscales de corto plazo para evitar una caída más pronunciada del nivel de actividad y evitar un desbalance de los ingresos públicos pero no evitó un descenso pronunciado del PIB del 6%. Además, habilitó la financiación del tesoro con reservas del Banco Central y reforzó la política de subsidios a los servicios públicos. Todo ello no evitó un enorme caída económica (6%). Pero las estatizaciones y nuevos recursos fiscales le permitieron una recuperación vigorosa en los siguientes años.

### **La supervivencia política de la estabilización económica**

Las tres experiencias de estabilización revisadas ponen de relieve la tensión entre los costos de la estabilización y la necesidad de los gobiernos de la supervivencia política. Dicha tensión muestra un trade-off entre los costos del equilibrio macroeconómico y las compensaciones y protecciones. Porque las compensaciones o protecciones, que significan beneficios para muchos actores pueden convertirse en acumulación de inconsistencias que limitan el éxito de la estabilización macroeconómica. Y porque sostener un equilibrio macroeconómico a lo largo del tiempo requiere evitar que las compensaciones y protecciones (que existen y aplican gobiernos en diferentes grados en todos los países del mundo) no se conviertan en inconsistencias que terminen vulnerando el equilibrio macroeconómico.

En suma, evitar que las compensaciones/protecciones/beneficios desequilibren la macroeconomía requiere disposición a pagar costos. Y por lo general el tamaño del desequilibrio macroeconómico es proporcional al tamaño de los costos que hay que los gobiernos deben enfrentar para conseguir la estabilización económica. ¿Que instrumentos macroeconómicos pueden utilizarse para compensar o proteger actores de cuya colaboración el gobierno no puede prescindir? A diferencia de las fijaciones cambiarias que limitan el uso de la política monetaria, bajo un régimen de flexibilidad, la política monetaria puede utilizarse para estimular la actividad económica y suavizar los ciclos. La intervención del estado sobre la política de ingresos impacta sobre la negociación salarial. Los subsidios fiscales cruzados pueden ser utilizados para satisfacer demandas del sector privado o constituencias por necesidades sociales y políticas.

Finalmente, los beneficios pueden ser consistentes con el equilibrio macroeconómico. ¿Cuándo? Si el gobierno administra el costo de que la política monetaria mantenga la credibilidad y pueda señalar la negociación salarial, habrá mayor consistencia y coordinación entre política monetaria y política de ingresos. Si se pagan los costos de mantener el desequilibrio fiscal en niveles administrables o de afectar el salario real para evitar la pérdida de la competitividad de la economía, o de sostener la apertura comercial. ¿Y qué ocurre cuando no hay disposición a pagar costos? La descoordinación entre política monetaria y de ingresos va aumentando todos los años las expectativas de inflación. El desequilibrio fiscal no se puede financiar y el

endeudamiento inconsistente o la monetización del déficit fiscal acelera la inflación. Y el uso del tipo de cambio para moderar la inflación genera atraso cambiario, pérdida de reservas internacionales, y crisis de balanza de pagos.