



¿Stop-and-go o Go-and-fail? Sobre aceleraciones, crisis e instituciones en la Argentina

Author(s): Ramiro Albrieu and José María Fanelli

Source: *Desarrollo Económico*, Vol. 48, No. 190/191 (Jul. - Dec., 2008), pp. 235-268

Published by: Instituto de Desarrollo Económico Y Social

Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/27667838>

Accessed: 21-03-2017 16:14 UTC

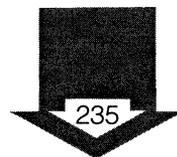
JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at

<http://about.jstor.org/terms>



Instituto de Desarrollo Económico Y Social is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Desarrollo Económico*



¿STOP-AND-GO O GO-AND-FAIL? SOBRE ACELERACIONES, CRISIS E INSTITUCIONES EN LA ARGENTINA *

RAMIRO ALBRIEU** Y JOSÉ MARÍA FANELLI**

I. Introducción

Tres características salientes de la macroeconomía argentina en los últimos cincuenta años han sido, sin dudas, el reducido crecimiento, la alta volatilidad y la vulnerabilidad a *shocks* de origen tanto interno como externo. La dinámica macroeconómica del período 2003-2008, sin embargo, presenta rasgos que contrastan con esta evolución; más específicamente, en relación con las tres características antes mencionadas se observa lo siguiente:

- *Crecimiento*: en el período 2003-2008 hubo una aceleración del crecimiento. Las tasas de aumento del PBI doblaron el promedio histórico y, como resultado, el PBI *per capita* se expandió alrededor de un 50%. Para encontrar un episodio de crecimiento similar hay que remontarse a la década de 1880.
- *Volatilidad*: la tradicionalmente llamada dinámica de *stop-and-go* estuvo ausente. Entre el segundo trimestre de 2002 y mediados de 2008 no se observa ningún trimestre de retracción. Si bien no se cuenta con datos históricos trimestrales, es posible conjeturar que se trata de un fenómeno poco frecuente. En términos anuales, expansiones de duración similar sólo se observaron dos veces en todo el siglo XX (1953-58 y 1967-74).
- *Vulnerabilidad*: en claro contraste con la experiencia previa, la expansión de la economía estuvo acompañada de *superávit gemelos* (fiscal y de cuenta corriente), lo cual se tradujo en una mejoría en los indicadores de vulnerabilidad fiscal y externa. Por ejemplo, se redujo la relación deuda pública/PBI y deuda externa/exportaciones.

Esto lleva naturalmente a preguntarse si estos hechos indican que la Argentina está en vías de recuperar el crecimiento en un marco de baja volatilidad y vulnerabilidad

* Se agradecen los comentarios de Pablo Gerchunoff, Federico Grinberg y Marina Duque.

** Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) [Sánchez de Bustamante 27 / Buenos Aires / Argentina / Tel: 4861-2126 / ralbrieu@cedes.org; josefan@cedes.org]

o si, por el contrario, sólo se trató de un período muy particular en que un número de factores se conjugó de manera más o menos fortuita para producir el favorable resultado observado. La pregunta es muy relevante cuando se toma en cuenta el “lado oscuro” del período 2003-2008:

- *Crecimiento*: se observaron tres signos preocupantes para la *sostenibilidad* del crecimiento. Primero, los conflictos distributivos sectoriales no menguaron a pesar del aumento del ingreso *per capita* y la reducción del desempleo. Segundo, la oferta no acompañó el aumento de la demanda: la inflación se aceleró sustancialmente y la inversión en sectores clave como energía y transporte se rezagó. Tercero, la calidad de las instituciones económicas se deterioró seriamente de la mano de los conflictos distributivos. Los hitos fueron la intervención del INDEC, los cambios arbitrarios en la tributación al comercio exterior y la estatización del régimen provisional.
- *Volatilidad*: la baja volatilidad en el nivel de actividad contrasta con la variabilidad de precios e inflación. Se observaron fuertes variaciones en el tipo de cambio real, los precios de la energía y los salarios reales.
- *Vulnerabilidad*: Los conflictos distributivos y el debilitamiento institucional incrementaron la vulnerabilidad a *shocks* de dos formas. Por un lado, debilitaron la capacidad de generar superávit fiscal; por otra, cerraron el acceso del gobierno a los mercados de capital. En ese contexto, si bien los indicadores de sustentabilidad de la deuda de largo plazo mejoraron, la falta de acceso al mercado de capitales aumentó sensiblemente la vulnerabilidad asociada con la iliquidez porque hizo muy difícil el refinanciamiento de los vencimientos de corto plazo. La crisis financiera internacional no hizo más que agravar la vulnerabilidad sobre todo por el efecto sobre las exportaciones.

Los elementos que hemos subrayado configuran una situación muy compleja y desafiante desde el punto de vista tanto analítico como de diseño de políticas. En relación con las políticas, la hipótesis central del artículo es que, históricamente, el problema de la Argentina no es iniciar y acelerar el crecimiento –como ocurrió en 2003-2008– sino sostenerlo una vez que está en marcha. En el plano analítico, la hipótesis es que para entender los factores que afectan la sostenibilidad del crecimiento es crítico comprender las interacciones entre el “corto” y el “largo” plazo o, si se quiere, entre los desequilibrios macroeconómicos y la tendencia de crecimiento. Este artículo se propone hacer una contribución sobre estas cuestiones tanto en el plano conceptual como empírico. Además de esto, una motivación importante es poner en perspectiva lo ocurrido en el período que siguió a la crisis de 2001-2 y aportar, así, elementos que puedan ser de utilidad para evaluar los cambios relativos al crecimiento, la volatilidad y la vulnerabilidad que han ocurrido en la última década.

La exposición está organizada como sigue. Las secciones segunda y tercera presentan una serie de hechos estilizados sobre la dinámica macroeconómica de la Argentina que abarcan variables reales y financieras. Se subraya el papel de los *shocks* que inducen quiebres en la tendencia de crecimiento. Sobre la base de la evidencia analizada se caracteriza la dinámica agregada como un proceso de *go-*

and-fail más que de *stop-and-go*. Es decir, un proceso de "arranque y fracaso" en sostener el crecimiento y no tanto de fluctuaciones estacionarias de "pare y siga" alrededor de una tendencia dada. La cuarta sección es algo más conceptual. Se plantea un conjunto de hipótesis que pueden ser útiles para comprender la anatomía del proceso de *go-and-fail*. El análisis se articula en función de las nociones de vulnerabilidad a *shocks* y sustentabilidad financiera. La última sección está dedicada a las conclusiones y a discutir las implicancias para los interrogantes que plantea la situación actual en relación al crecimiento sostenido y la vulnerabilidad.

II. Volatilidad, crisis y tendencia

En esta sección y la siguiente presentamos ocho hechos estilizados que consideramos clave para comprender los problemas que la Argentina ha enfrentado para sostener el crecimiento. Los hechos estilizados están agrupados en dos categorías: los referidos a las fluctuaciones de corto plazo y la evolución del crecimiento en el largo plazo, por un lado; y los relacionados con aspectos financieros y estabilidad de las reglas de juego de la economía (instituciones y gobernanza), por el otro. Sobre la base de la evidencia en estas dos categorías estaremos en condiciones de estudiar, en la sección IV, un conjunto de interacciones entre ciclo, tendencia y reglas de juego que pueden contribuir a echar luz sobre la dinámica macroeconómica en general y la vulnerabilidad del crecimiento en particular.

Es obvio que un análisis sistemático de las fluctuaciones y el crecimiento en la Argentina superaría muy largamente la extensión de este artículo y los conocimientos de los autores. De ahí que debe tenerse en cuenta que los hechos estilizados que se discutirán a continuación fueron seleccionados en función de su relevancia para los objetivos de este trabajo.

1. La Argentina es una economía que sufre de volatilidad excesiva.

En Fanelli (2008b) examinamos de manera detallada los datos de la economía argentina y llegamos a la conclusión de que sufre de volatilidad excesiva¹. Remitimos al lector a ese trabajo. Aquí sólo presentaremos el Cuadro 1, que recoge una serie de indicadores sintéticos sobre volatilidad sumamente informativos.

La primera columna mide los niveles de volatilidad sobre la base del desvío estándar de la tasa de crecimiento del PBI *per capita* para el período 1875-2008 y para los cuatro regímenes por los que atravesó la economía internacional en ese lapso (ver Basu y Taylor, 1999 para esta periodización internacional). Bajo todos los regímenes, la volatilidad de la economía argentina es alta².

¹ El concepto de "volatilidad excesiva" intenta detectar el componente de la variabilidad total de la tasa de crecimiento del PIB per capita que no se justifica por factores fundamentales. Tómese como ejemplo la segunda globalización: el desvío estándar del PBI per capita de PPP es sensiblemente más alto en Argentina que en países de desarrollo similar, como Brasil y Chile (5.9, 3.4 y 4.7, respectivamente).

² Es interesante notar que la volatilidad es alta para buena parte del mundo a lo largo de las etapas de globalización, pero la diferencia con Argentina radica en que muchos de aquellos que en eran volátiles en la primera globalización lograron suavizar sus trayectorias de crecimiento en la segunda. Un ejemplo de estos países que se sumaron a la "gran moderación" del último cuarto del siglo XX es Canadá. En la primera globalización

CUADRO 1
La volatilidad agregada de la Argentina en el largo plazo

	Desvío estándar promedio de ventanas de 9 años (%) ⁽¹⁾	Frecuencia de caídas PBI per cápita (%) ⁽²⁾	Frecuencia de caídas PBI (%) ⁽²⁾	Duración promedio de las recesiones (años)	Profundidad promedio de las recesiones (%) ⁽³⁾	Frecuencia de caídas anormales (%) ⁽⁴⁾	Duración promedio de las expansiones (años)	Crecimiento promedio durante las expansiones (%) ⁽⁵⁾	Frecuencia de crecimiento excepcional (%) ⁽⁶⁾
Primera globalización	6,1	21,8	14,5	1,8	5	10,9	6,1	5,3	21,8
Autarquía	4,6	37,5	25	1,5	3,1	12,5	2,3	3	6,3
Bretton Woods	4,3	30,3	18,2	1,4	3,4	15,4	3,3	4,2	7,7
Segunda globalización	5,3	36,6	36,4	2,2	5,4	32,1	3,2	4,9	15,1
Período completo	5,5	36,1	26,3	1,71	4,3	15,4	2,8	3,9	14,2

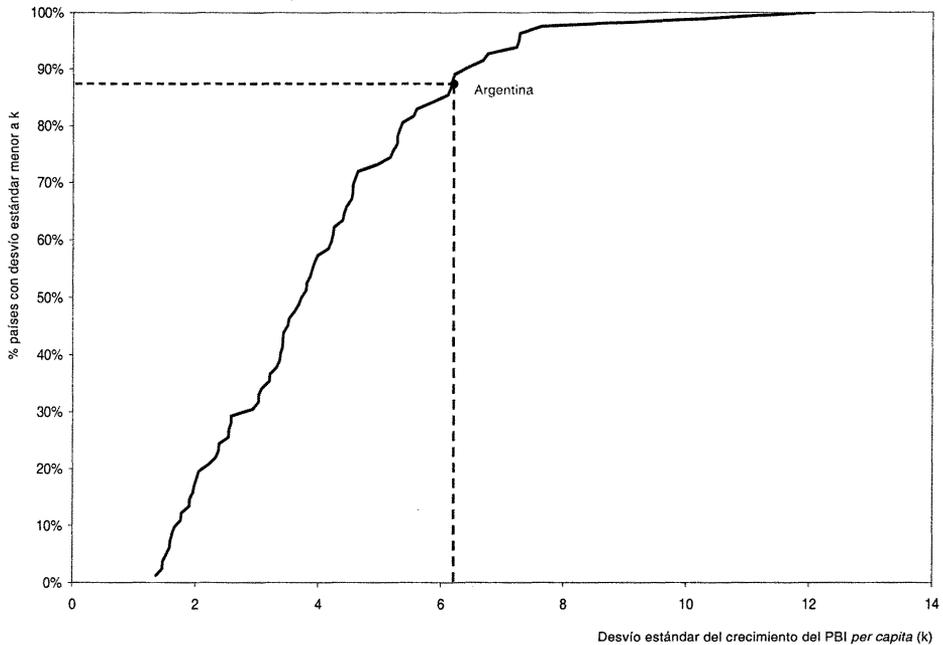
(1) El desvío estándar correspondiente a un año se calcula sobre la base de una ventana que incluye el año en cuestión y los ocho años anteriores; (2) Proporción de los años de caída absoluta; (3) Caída del PBI per capita desde el techo hasta el valle; (4) proporción de los años en los que el PBI per capita crece a una tasa menor al crecimiento promedio menos un desvío estándar; (5) Crecimiento del PBI per capita desde el valle hasta el techo; (6) Proporción de los años en los que el PBI per capita crece a una tasa mayor al crecimiento promedio más un desvío estándar.

Fuente: Fanelli (2008b).

Nótese, no obstante, que existen diferencias entre los distintos regímenes. Durante el lapso de 50 años correspondiente a los regímenes de Autarquía y de Bretton Woods el producto fue relativamente menos volátil: los períodos de crecimiento excepcionalmente alto son menos frecuentes; y las recesiones, más suaves y menos duraderas. Asimismo la frecuencia con que se observan caídas severas del producto aumentan en relación con la primera globalización. La volatilidad de la tasa de crecimiento, en cambio, es especialmente marcada en los dos períodos de globalización. También existen, sin embargo, diferencias: la primera y la segunda globalización difieren en la frecuencia con que se producen caídas en el nivel del PBI; desde fines de los setenta, la economía mostró caídas absolutas en el ingreso el 36% de los años mientras que en la primera globalización ese fenómeno se observa sólo el 15% del tiempo. Asimismo, si bien la profundidad y duración de las recesiones es similar entre las dos globalizaciones, existe una marcada disparidad respecto de la duración de las expansiones. La duración promedio de las expansiones antes de 1930 es mayor de seis años, la tasa de crecimiento es alta y se observan períodos de crecimiento excepcional en un quinto de los años registrados. El desempeño desde los setenta es el opuesto; el país no estuvo en condiciones de sostener el crecimiento en períodos extendidos. Otro rasgo importante es que la frecuencia con que se observan recesiones particularmente fuertes también es alta en la segunda globalización. En realidad, es a la luz de estos hechos que caracterizan a la segunda globalización que sobresale el comportamiento de la economía en los últimos seis años, en los que creció de manera significativa y sin que se observen contracciones.

Argentina era 30% más volátil que Canadá, mientras que en la segunda globalización es 150% más volátil, buena parte de ello explicado por la dramática caída de la volatilidad en el país del norte (se redujo a la mitad). Agradecemos a Pablo Gerchunoff por habernos llamado la atención sobre este punto.

FIGURA 1
La volatilidad agregada en la Argentina en perspectiva comparada



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de World Development Indicators.

La comparación internacional también categoriza a la Argentina como un país de volatilidad excesiva. Esto surge, por ejemplo, del estudio económico de CEPAL (2008) que presenta un análisis detallado de la volatilidad en América latina. Para nuestros fines basta con observar la Figura 1 que ordena de menor a mayor a un total de 82 países de la base de *World Development Indicators* en función de su volatilidad agregada (el desvío estándar de la tasa de crecimiento del PBI *per capita* para el período 1960-2007). La muestra incluye países desarrollados, países emergentes y países pobres. En el eje de las ordenadas se muestra la función de *distribución acumulada*, es decir, para cualquier desvío estándar k , nos dice la proporción de países que tienen una volatilidad menor a k . Allí puede verse que la Argentina es un país volátil; de hecho se encuentra en el 15% de los países más volátiles del mundo.

Esta rápida mirada a los indicadores da lugar naturalmente a la pregunta respecto de cuáles son las características de las fluctuaciones agregadas que generan la volatilidad excesiva. ¿Se trata de desvíos cíclicos muy fuertes respecto de una tendencia de largo plazo más o menos constante? ¿Se trata de caídas del nivel del producto por una vez, causadas por crisis o eventos particulares? ¿O el problema es más bien que la tendencia de crecimiento es muy volátil? Estas no son preguntas que sólo tengan validez en el caso argentino. Han aparecido en otros contextos. La mala noticia es que

son difíciles de contestar. Por un lado, plantean cuestiones de identificación que son complicadas de tratar con el instrumental econométrico existente y, por otro, la teoría del crecimiento no aporta excesiva claridad a la hora de explicar qué es lo que causa el crecimiento, por qué diferentes países parecen pertenecer a regímenes o clubes de crecimiento que no llevan a una convergencia global y, más específicamente, por qué las economías “saltan” de un régimen o club a otro (Pritchett, 2000, 2006).

Ante estas incertidumbres, nuestra metodología para abordar las preguntas antes señaladas será más afín al estudio de “episodios”³. Esto es, pondremos especial interés en examinar situaciones históricas en que se producen aceleraciones del crecimiento, crisis y períodos de tranquilidad con la esperanza de poder entender mejor las características de las fluctuaciones agregadas en la Argentina. De esta forma, si bien utilizamos evidencia cuantitativa, también nos guiaremos por elementos históricos y cualitativos para estilizar los hechos y analizarlos.

2. Los períodos en los que es posible discernir una tendencia estable de crecimiento son breves.

Siempre, por supuesto, es posible estimar una tendencia de crecimiento de largo plazo y no negamos la utilidad de tal estimación para ciertos estudios, sobre todo para economías con un régimen muy estable de crecimiento. Sin embargo, cuando se trata de analizar la sostenibilidad del crecimiento, estimar un “promedio” o una tendencia estable es intentar resolver el problema antes de plantearlo. De hecho, la volatilidad de los indicadores de crecimiento del Cuadro 1 –frecuente observación de crecimiento excepcionalmente alto y bajo; variaciones fuertes entre períodos– sugiere que en el caso argentino, además de los *shocks* que inducen desvíos respecto de la tendencia, son frecuentes los que impactan sobre la tendencia misma. Esta hipótesis, por otra parte, es consistente con las investigaciones recientes sobre el tema. Hay evidencia de que los *shocks* de tendencia pueden ser incluso más frecuentes que los cíclicos o transitorios. Pritchett (2000) describe un amplio conjunto de dinámicas de crecimiento disímiles a lo largo de los países, signadas por cambios en las tendencias de largo plazo. Aguiar y Gopinath (2007) encuentran que un 80% de la volatilidad de una economía emergente típica (México) es explicada por *shocks* de tendencia. Toledo (2008) amplía la muestra para otros países de América Latina y registra resultados similares. Jerzmanowski (2006) halla que buena parte de

³ Desde el punto de vista metodológico puede ser útil pensar la evolución de la economía en términos de “episodios”. Esto está en línea con una serie de investigaciones que trata de dar cuenta de la diversidad de trayectorias de crecimiento observadas entre y dentro de los países (cf. Pritchett, 2000, 2006). Un hecho particularmente inquietante es que los factores estructurales que típicamente “explican” el crecimiento de largo plazo persisten en el tiempo, mientras que el crecimiento económico es más volátil –aún en el mediano plazo Easterly *et al.* (1993). En esta literatura aparecen tanto episodios “positivos” como “negativos”. Entre los positivos se incluyen aceleraciones del crecimiento (Hausmann *et al.* 2005), episodios rostowianos de “despegue” (Easterly, 2006; Aizenman y Spiegel, 2007), regímenes de alto crecimiento (Goyal y Sahay, 2007), episodios de crecimiento sostenido (Solimano y Soto, 2006; Berg *et al.*, 2008; Johnson *et al.*, 2006) y eventos de recuperación (Cerra y Saxena, 2008; Céspedes y de Gregorio, 2006. Entre los negativos, en tanto, se cuentan las crisis (Caprio y Klingebiel, 2003; Calvo, 2005; Reinhart y Rogoff, 2008a y 2008b), los colapsos (Hausmann *et al.*; 2006; Blyde *et al.*, 2006 y Becker y Mauro, 2006) y los regímenes de bajo crecimiento o decrecimiento sostenido (Goyal y Sahay, 2007; Reddy y Miniou, 2006). Para una aplicación al caso argentino véase Albrieu (2008). Jerzmanowski (2006) propone hablar de diferentes regímenes de crecimiento con cierta probabilidad de estar en uno u otro régimen.

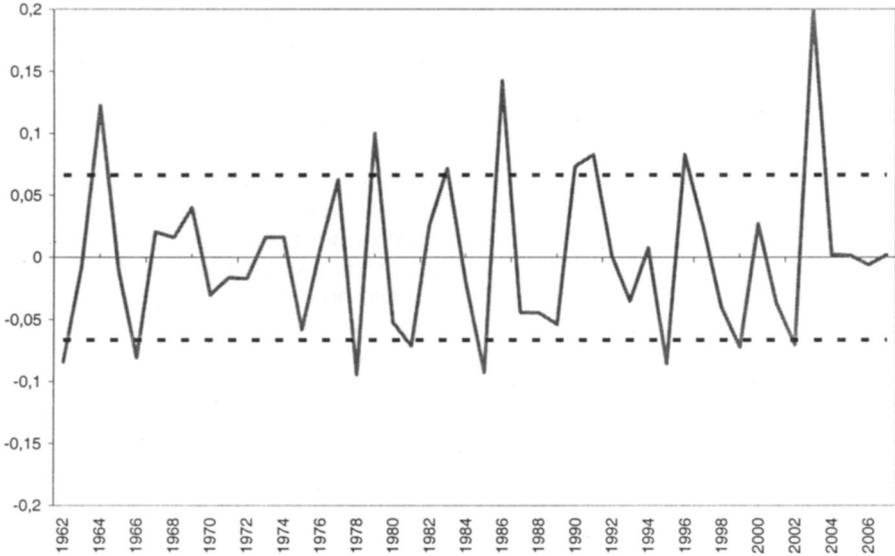
la variabilidad del crecimiento en la Argentina se debe a mudanzas en el régimen de crecimiento. También respecto de este caso Heymann (2006) se pregunta si es posible encontrar una tendencia en el crecimiento.

La literatura es algo difusa, no obstante, a la hora de interpretar los cambios inducidos por *shocks* de tendencia. A los efectos de nuestra discusión seguiremos la clasificación que aparece en Fanelli (2008b) y distinguiremos entre tres tipos de evento: cambio de régimen de crecimiento, pulsión de crecimiento y crisis. Un *shock* dispara un *cambio de régimen* cuando hay una mudanza no anticipada y permanente en la tasa de crecimiento. Cuando ello ocurre, una economía que venía creciendo establemente a una determinada tasa pasa a crecer a otra tasa, y también establemente. Una consecuencia de este hecho es que se observará un quiebre permanente en la tendencia de crecimiento. En principio, la teoría del crecimiento debería estar en condiciones de explicar ese quiebre en función de cambios en la evolución de las variables fundamentales. Una *pulsión* es un salto no anticipado y permanente en el nivel de la tendencia de muy corta duración y puede tener sentido ascendente o descendente. Refleja eventos únicos o históricos. La *crisis* es un tipo particular de pulsión que, por su importancia, conviene clasificar de manera separada. En particular, además de inducir un salto en la tendencia, se caracteriza por cuatro elementos. Primero, está acompañada de eventos que implican rupturas imprevistas en las reglas del juego de una clase específica. Segundo, la amplitud y la duración de la crisis típicamente depende del tipo de estructura de gobernancia involucrada (contrato, regulación, ley), de la función sistémica de los agentes afectados (banco, firma, gobierno, hogar) y de la capacidad de la sociedad para renegociar una vez que las "promesas están rotas" (Leijonhufvud, 2003). Tercero, al afectar las estructuras de gobernancia, la crisis es un tipo de pulsión que tiende a generar *path-dependence* (North, 1993; Williamson, 2005). Debido a esto, es altamente probable que una crisis termine por inducir cambios en el régimen de crecimiento. Cuarto, la crisis es un fenómeno inestable. De ahí que hablar, como hacen algunos autores, de un régimen de crisis puede ser confuso. Una crisis es un lugar de paso. Puede dar lugar tanto a una aceleración del crecimiento como a una depresión, pero no puede durar.

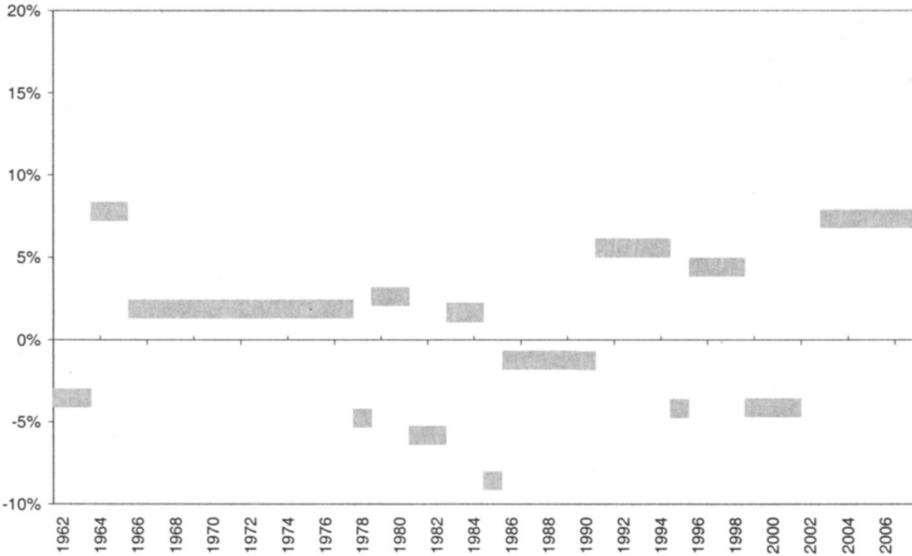
Es posible ilustrar estas cuestiones sobre la base de los indicadores que siguen. La Figura 2a muestra la evolución de la segunda diferencia del logaritmo del PBI *per capita* o, lo que es lo mismo, la variación de la tasa de crecimiento. En los períodos en que la economía evoluciona dentro de un régimen estable de crecimiento, este valor debería mostrar sólo desvíos pequeños y transitorios respecto del cero. Si se produce un evento de mudanza en el régimen de crecimiento, en cambio, en el momento de transición entre un régimen y otro el valor debería ser positivo si la economía pasa a crecer más, y negativo si ocurre lo contrario. Luego de la transición el valor debería retornar a cero y permanecer allí hasta el próximo quiebre en la tendencia de crecimiento. Una pulsión o una crisis también deberían manifestarse como valores distintos de cero. Obviamente, en un mundo aleatorio siempre será difícil identificar si un valor distinto de cero indica un cambio de régimen, una pulsión o sólo un desvío transitorio respecto de una tendencia dada. Este es, justamente, el problema de identificación difícil resolver.

Nuestra estrategia para mostrar, al menos, que los *shocks* que impactan en la tendencia pueden ser de relevancia consistirá en asumir que todos los valores que

FIGURA 2
Shocks y dinámicas de crecimiento en Argentina
(a) Segunda diferencia del logaritmo del PBI *per capita*

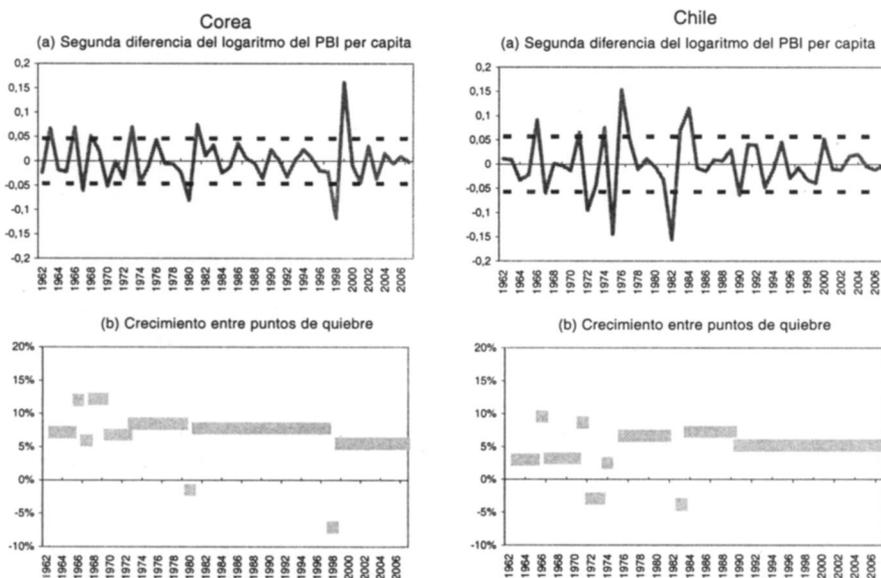


(b) Crecimiento promedio entre puntos de quiebre



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Mundial.

PANEL 1
Shocks y dinámicas de crecimiento en Corea y Chile



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Mundial.

están más allá de un desvío estándar del valor cero son *shocks* que impactaron sobre la tendencia, siendo el resto considerados *shocks* transitorios. Luego de identificar los quiebres de tendencia de esta manera, calculamos las tasas de crecimiento promedio entre quiebres y las graficamos en la Figura 2b. Una vez realizado esto, es natural identificar las barras más extendidas del gráfico con regímenes, y las más cortas con crisis y pulsiones.

El indicador sugiere que los quiebres de tendencia son frecuentes en la Argentina. Asimismo muestra que el período más inestable en lo que hace a quiebres de tendencia se extiende entre mediados de los setenta y el comienzo de la década actual, lo que es consistente con el hecho que identificaremos más abajo respecto de la mayor frecuencia de crisis en ese período. Nótese que existen períodos con tendencia negativa, dentro de los cuales resalta la “década perdida” de 1980. A manera de examen de robustez el panel siguiente muestra la evidencia correspondiente a Corea y Chile, respectivamente.

Puede advertirse que durante las tres últimas décadas, los cambios observados en el régimen de crecimiento en estas economías son menos frecuentes y los períodos de crecimiento estable más prolongados. Por ejemplo, desde 1980, en Corea sólo se detecta un quiebre de tendencia luego de la crisis de 1997; y en Chile sólo dos, uno importante en los ochenta en el marco de la crisis financiera y una desaceleración del crecimiento o cambio suave de régimen en 1990.

Es interesante subrayar que los quiebres de tendencia de tipo pulsión se relacionan básicamente con la ocurrencia de crisis. Esto no sólo es cierto en el caso de la Argentina sino también de Corea y Chile, dos economías mucho más exitosas en lo que hace a régimen de crecimiento en las últimas décadas. Por otra parte, las crisis se asocian con quiebres de tendencia que son seguidos posteriormente tanto por aceleraciones como por reducciones en la tasa de crecimiento.

Un punto importante respecto de los shocks de tendencia es que inducen variaciones en el *stock* de riqueza de manera permanente y, por ende, tienen influencia sobre los derechos de propiedad (ver Fanelli 2008c). A diferencia de los movimientos cíclicos que afectan sólo transitoriamente el flujo de ingreso agregado de la sociedad, los *shocks* de tendencia cambian ese flujo de manera permanente y, por ende, modifican para siempre el stock de riqueza de la sociedad. Este punto es obvio cuando se piensa que al pasar de un régimen de crecimiento bajo a uno alto, tanto Chile como Corea se enriquecieron en relación con la Argentina. Pero más allá de esto, hay dos hechos que suelen recibir menor atención. El primero es que, cuando se genera riqueza, es necesario definir derechos de propiedad sobre ella. A veces esto ocurre de manera "natural" y otras no. No en vano, cuando una economía crece de manera sostenida, típicamente aparece la cuestión referida a si es justa la distribución de los frutos del crecimiento. Esta cuestión pone implícitamente en tela de juicio los derechos de propiedad sobre la riqueza que se está generando. Si bien normalmente los conflictos sobre equidad y derechos de propiedad se dirimen en el plano político, la eficacia con que se resuelvan esos conflictos políticos afecta de manera relevante el desempeño económico. Esto implica que dos países con igual capacidad para crecer pero diferente capacidad en lo institucional para gerenciar derechos de propiedad y procesar conflictos crecerán, *ceteris paribus*, a tasas diferentes. La capacidad para *gestionar* conflictos y derechos de propiedad importa para el crecimiento.

El segundo hecho es que, así como los *shocks* de tendencia positivos crean riqueza, los negativos la destruyen y, adicionalmente, las pulsiones y las crisis crean y destruyen riqueza de manera "inmediata" y para siempre. Se sigue que estos últimos eventos obligan a la sociedad a crear o destruir "inmediatamente" derechos de propiedad. No sorprende, por lo tanto, que las crisis lleven típicamente a redefiniciones masivas de los derechos de propiedad, como ocurrió en la Argentina en 2001-2002 o está ocurriendo en los países desarrollados en la actualidad. Tampoco sorprende que las crisis en nuestro país hayan estado de modo característico acompañadas de conflictos sociales y políticos de relevancia. Nótese que esto último es también verdadero cuando ocurren *shocks* positivos sobre la tendencia. Por ejemplo, existe una extensa literatura sobre la "maldición de los recursos naturales", según la cual los conflictos distributivos sobre la apropiación del retorno de recursos naturales puede devenir en maldición que anule la bendición de contar con tales recursos (cf. Sachs y Warner, 1995). Para el caso argentino, el prolongado conflicto entre el gobierno y los productores agropecuarios durante 2008 ilustra este punto.

Esta visión de los derechos de propiedad sugiere que éstos, lejos de ser algo "sacrosanto", están inmersos dentro de un proceso dinámico que requiere de cambios frecuentes y de gestión continua de los conflictos asociados. En este sentido, la seguridad jurídica no debería identificarse con un *corpus* inmutable de reglas sino

con una estructura institucional que permite el cambio ordenado y con bajo conflicto de las reglas de juego para adaptarlas a *shocks* permanentes que, por definición, son no anticipables. Pretender definir un conjunto de reglas inmutables que se adapten a cambios que no pueden anticiparse es una contradicción en los términos. Como el conflicto y los cambios de reglas del juego afectan al crecimiento, una teoría del crecimiento debe incluir una teoría del cambio institucional.

3. Las crisis son frecuentes y la volatilidad aumenta cuando éstas ocurren.

La tarea de identificar cuándo se produce una crisis es difícil. Como vimos, un episodio de crisis es una pulsión que tiene diferentes facetas, tanto cualitativas como cuantitativas. Más arriba subrayamos que están acompañadas de cambios bruscos en las reglas de juego que suelen suceder de la mano de errores de expectativas que se traducen en cambios de planes, de derechos y obligaciones. Sin perder de vista este punto al que volveremos más tarde, como una primera aproximación, identificaremos las crisis de manera cuantitativa. En economías en constante crecimiento, un cambio de signo en la diferencia logarítmica puede ser una aproximación cuantitativa adecuada (ver Easterly, Islam y Stiglitz, 2001). Pero en economías con volatilidad excesiva como la argentina el criterio sería muy estricto. La aplicación de este indicador daría como resultado que de cada tres años, en uno se experimentó una crisis. Para elaborar el cuadro que sigue, por lo tanto, recurrimos a un indicador frecuentemente utilizado en la literatura sobre volatilidad macroeconómica y que considera episodio de crisis a una situación en que se produce una caída del PBI *per capita* en por lo menos dos años consecutivos y se acumula como mínimo una caída del 4% (Cfr. Wolf, 2004).

El Cuadro 2 muestra que las crisis de mayor magnitud fueron las de la Primera Guerra Mundial, la del treinta, la hiperinflación y la caída de la convertibilidad. Esta

CUADRO 2
Episodios de crisis

Crisis	Año de inicio	Año de finalización	Profundidad (1)	Duración
De 1880	1880	188	-6,32	2
Baring	1890	1891	-19,22	2
Primera guerra	1913	1917	-34,17	5
Del treinta	1930	1932	-20,43	3
Institucional (2)	1962	1963	-7,00	2
Rodrigazo (2)	1975	1976	-4,01	2
De la deuda	1981	1982	-11,29	2
Hiperinflación	1988	1990	-12,66	3
Convertibilidad	2001	2002	-24,13	2

(1) Caída acumulada en el PBI *per capita*.

(2) Si se utiliza una definición que compute las crisis como caídas del PBI *per capita* por debajo de la media menos dos desvíos estándar, estos episodios no calificarían como crisis.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC.

última fue una crisis muy fuerte en la comparación histórica. Hay varios hechos que merecen destacarse. Primero, las pérdidas de ingreso debidas a las crisis son muy fuertes. Segundo, todas las crisis ocurren dentro de un escenario de globalización, con excepción de la "institucional" y el "Rodrigazo" que, por otro lado, son las más suaves. Esta evidencia es consistente con lo marcado más arriba respecto de la menor volatilidad observada durante los períodos de la autarquía y Bretton Woods. Nótese, además, que todas las crisis que ocurren durante la globalización están estrechamente asociadas con fuertes turbulencias en el escenario internacional, con excepción de la hiperinflación. Tercero, la evolución de la economía durante el actual período de globalización es, por lejos, la que muestra mayor vulnerabilidad. Mientras en el período 1875-1930 se registró una crisis cada 18 años, entre 1979 y 2004 hubo una crisis cada 9 años. Además, cada período de globalización produjo una "gran" crisis propia: la de la Primera Guerra y la caída de la convertibilidad.

Vale la pena remarcar dos puntos adicionales en relación con las crisis. El primero es que la ocurrencia de una crisis se asocia con una especie de "explosión" de volatilidad en la evolución de los agregados macroeconómicos que no desaparece de manera rápida, lo que sugiere que a los agentes económicos no les resulta sencillo adaptar sus contratos y expectativas a la nueva situación (ver Fanelli, 2008a). El segundo es que la comparación internacional también clasifica a la Argentina como un país propenso a generar crisis. El Estudio Económico de la CEPAL (2008) coloca al país al tope del ranking de frecuencia de crisis entre los países de América Latina y el Caribe.

4. La economía argentina tiene capacidad para iniciar y acelerar el crecimiento, pero no para sostenerlo.

Para detectar episodios de "aceleración del crecimiento" seguimos a Hausman, Pritchett y Rodrik (2005). Computamos como períodos de aceleración del crecimiento a aquellos en los que el PBI *per capita* crece a un promedio de 3,5% anual o superior por un lapso de 8 años y, también, supera en al menos 2% al promedio del período de 8 años inmediato anterior. Adicionalmente, se pide que el nivel de producto del último año sea mayor al nivel de producto más alto del período inmediato anterior. La evidencia disponible para la Argentina permite detectar los siguientes episodios de aceleración de crecimiento.

En el período 1875-2008 se han registrado varios episodios de aceleración pero ninguno de ellos (con excepción del que se encuentra en curso) se tradujo, finalmente, en un período de crecimiento sostenido. Como lo indica la evidencia sobre crisis ya comentada, varias de las aceleraciones terminaron en colapsos de crecimiento. Nótese, no obstante, que la frecuencia con que ocurren episodios de aceleración bajo cada régimen de la economía internacional difiere. La mayor frecuencia de aceleraciones se observa durante la primera globalización. Luego, tanto la frecuencia como la duración de los episodios se reduce. En particular, no se inicia ninguna aceleración en las cuatro décadas que van de los años veinte a los cincuenta. En lo que va de la segunda globalización se producen, en tanto, dos inicios de aceleración. Estos hechos estarían indicando que tanto las crisis como las aceleraciones son más frecuentes en la economía globalizada. Pareciera que una economía menos expuesta

CUADRO 3
Episodios de aceleración

Año de inicio	Duración	Crecimiento promedio ⁽¹⁾	Aceleración ⁽²⁾
1883	8	4,4	2,1
1892	8	5,4	3,7
1898	8	4,3	3,7
1901	8	4,1	2,4
1903	8	4,3	4,3
1917	9	3,8 ⁽³⁾	6,3 ⁽³⁾
1964	8	4,0	3,4
1990	9	3,5 ⁽³⁾	5,2
2002 ⁽⁴⁾	8	4,0	3,8

(1) Promedio simple del crecimiento en el PBI *per capita* dentro de la ventana. (2) Diferencia en el crecimiento promedio con respecto a la ventana inmediata anterior (no solapada); (3) Corresponde a la ventana de los primeros ocho años; (4) Supone crecimiento nulo del PBI *per capita* para 2009. Sólo si el PBI *per capita* de 2009 se contrae un 4% o más el episodio dejaría de ser una aceleración.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC.

a los flujos de capital y la competencia externa tiene menor volatilidad pero también menor capacidad para acelerar el crecimiento.

Un hecho que es importante remarcar es que las aceleraciones del crecimiento tienden a observarse luego de situaciones de crisis. Esto invita a restar importancia a la capacidad de la economía para acelerar el crecimiento. Sin embargo, aún así la capacidad para iniciar y acelerar el crecimiento es valiosa. La razón es simple: hay crisis que no son seguidas de aceleraciones (en el caso argentino ocurrió esto, por ejemplo, con las crisis del 30 y de la deuda). En relación con esto hay que tomar en cuenta la evidencia internacional recopilada en Cerra y Saxena (2008), la cual apoya la hipótesis de que los países que experimentan una crisis crecen en los años de recuperación a una tasa menor a la de un año promedio de expansión. Para la Argentina ése no es el caso: si tomamos el período 1900-2008 vemos que el crecimiento promedio en las recuperaciones y fuera de ellas es similar (4,7% y 4,6%, respectivamente).

En síntesis, la dinámica del crecimiento argentino es de naturaleza muy cambiante y plagada de discontinuidades. En el período previo a la crisis de 1930 reinan las crisis y las aceleraciones. Entre 1875 y 1932 sólo se observa un crecimiento sin discontinuidades el 18% de los años. El resto del tiempo se reparte entre aceleraciones (68%) y crisis (14%). A este período le siguió uno de relativa *tranquilidad*: durante 1930-1961 hubo pocos años de crisis y ninguna aceleración; se observa un crecimiento más o menos continuo el 94% de los años. Por último, el período 1961-2008 muestra nuevamente frecuentes discontinuidades; de hecho, la mayor parte del tiempo la economía está cursando un período de aceleración o de crisis (64%, contra 36% de *tranquilidad*).

Hay algunas implicancias de estos hechos estilizados que nos gustaría remarcar. En primer lugar, al estudiar la volatilidad excesiva en la Argentina deberían tomarse en cuenta no sólo los *shocks* transitorios sino, también, los que afectan a la tendencia. En relación con esto, un análisis detenido de los episodios de crisis y aceleración así

como del tipo de *shock* que típicamente incide sobre la tendencia podría ser de gran utilidad. En segundo lugar, el crecimiento de largo plazo de la Argentina parece ser, antes que nada, un promedio de “largos plazos” que no fueron y no tanto el resultado de una tendencia de largo plazo más o menos estable a partir de la cual se producen desvíos transitorios en el corto plazo. Así, el bajo promedio de crecimiento observado habría sido el resultado de una sucesión de regímenes potenciales de crecimiento que no resultaron sostenibles y colapsaron. Si esta conjetura fuera correcta, sería más razonable hablar de fluctuaciones agregadas que resultan de un largo proceso de *go-and-fail* más que de uno *stop-and-go*, compuesto por desvíos transitorios respecto de la tendencia.

III. Incertidumbre y transferencias de riqueza

El análisis de los hechos estilizados anteriores nos llevó a clasificar a la economía argentina como de *go-and-fail*, debido a la frecuencia de crisis y *shocks* permanentes que afectan la tendencia de crecimiento. Desde el punto de vista analítico, las innovaciones permanentes pueden pensarse como resultados de cambios estructurales en los parámetros de los procesos aleatorios que generan los *shocks*. Las innovaciones que tienen efectos transitorios, en cambio, pueden concebirse como realizaciones de una distribución conocida (Dehn, 2000). En condiciones de alta volatilidad, es extremadamente difícil para el tomador de decisiones determinar si el evento específico que observa es la realización de una contingencia regida por una distribución conocida o si es un evento regido por una distribución diferente. Asimismo, cuando se trata de *shocks* sobre la tendencia tampoco es sencillo decidir si se está en presencia de un salto aislado en la tendencia –o pulsión, un episodio breve de aumento o caída del producto que no se repetirá– o se está, por el contrario, en presencia de una mudanza en el régimen de crecimiento que pasará a regir la evolución futura de la tendencia. En este último caso, además, cabe la posibilidad de que los cambios de régimen estén de hecho regidos por alguna ley probabilística, como en el caso de los cambios de régimen en el sentido de Markov –ver Jerzmanowski (2006)– que sea muy difícil de estimar con los datos disponibles.

Estas breves consideraciones son suficientes para poner de manifiesto que los agentes que viven en un mundo con quiebres de tendencia de crecimiento y pulsiones se verán obligados a decidir en un contexto de fuerte incertidumbre. Pero más allá de estas consideraciones analíticas, para que el argumento sea convincente parece necesario señalar también consecuencias observacionales. Según nuestra experiencia, es más fácil detectar estas consecuencias observacionales del lado financiero de la economía y hasta aquí hemos presentado sólo hechos estilizados concernientes a variables del lado real. Discutimos a continuación, entonces, tres hechos estilizados que se suman a los cuatro presentados en la sección anterior y se relacionan con variables financieras y patrimoniales en contextos de crisis.

5. *En un contexto de ocurrencia frecuente de shocks sobre la tendencia e incertidumbre, existe una relación inversa entre salida de capitales e inversión productiva.*

En principio, una vez ocurrido un cambio estructural y a medida que se revela la información sobre las características de ese cambio, los agentes podrían adaptar las reglas que utilizan para formar expectativas. Tal adaptación, obviamente, no puede realizarse antes que el *shock* ocurra. Este no es el caso de los *shocks* transitorios cuya distribución se conoce y respecto de los cuales los agentes pueden tener *ex ante* una regla confiable para formar expectativas. Si tomamos en cuenta la distinción de Knight (1921) entre incertidumbre y riesgo, de esto se sigue que mientras los *shocks* que inducen cambios estructurales están vinculados a situaciones de incertidumbre, los *shocks* gobernados por procesos estacionarios se relacionan normalmente con situaciones de riesgo. Es lícito conjeturar, por ende, que los agentes se comportarán de manera diferente en un mundo donde los quiebres son frecuentes y la incertidumbre alta.

La evidencia sobre la Argentina sugiere que, cuando la incertidumbre aumenta, también lo hacen las estrategias de "esperar y ver desde un lugar seguro". Durante los períodos de alta volatilidad los agentes aumentan su preferencia tanto por liquidez como por activos seguros (el *flight to quality*, ver Caballero y Krishnamurthy, 2006). Más específicamente, la Figura 3a muestra que existe una relación inversa entre volatilidad e inversión productiva y la Figura 3b que existe una relación también inversa entre colocación de activos en el exterior por parte del sector privado e inversión productiva. La correlación entre las variables en el primer caso es de -0,48 y en el segundo de -0,43.

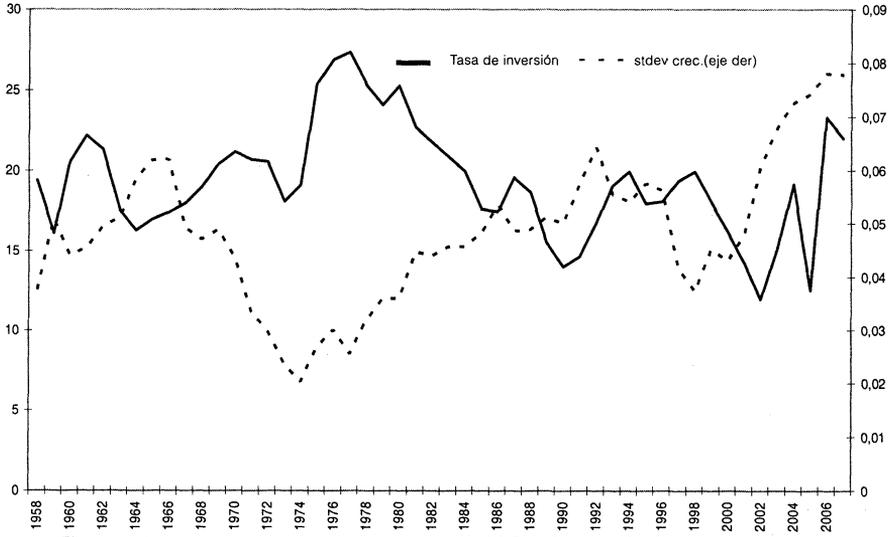
Nuestra interpretación de estos hechos es que el aumento de la volatilidad es percibida por los agentes como un aumento en la incertidumbre y no como un aumento del riesgo y, en función de ello, incrementan la participación de los activos externos líquidos y más seguros en sus portafolios. En este sentido, hay que considerar que mientras un aumento del riesgo es compatible tanto con un incremento como con una disminución de la inversión, no ocurre lo mismo con la incertidumbre. La incertidumbre es negativa para la inversión porque se asocia con cambios en las reglas de juego y en los derechos de propiedad, generando temor sobre la apropiabilidad de los frutos de la inversión productiva.

Es interesante observar que los movimientos de capital son muy superiores luego del proceso de liberalización financiera y de la cuenta capital, a partir de 1977. Mientras la correlación entre volatilidad e inversión no cambia entre el período anterior y el posterior a 1977, la correlación entre la volatilidad y las salidas de capitales pasa de positiva a negativa. Esto es compatible con la hipótesis que adelantamos antes respecto de que una mayor apertura puede asociarse de manera simultánea con una mayor volatilidad macroeconómica y con una mayor capacidad para iniciar y acelerar el crecimiento.

6. En la economía argentina ocurren transferencias de riqueza fuertes y frecuentes respecto de las cuales es difícil cubrirse.

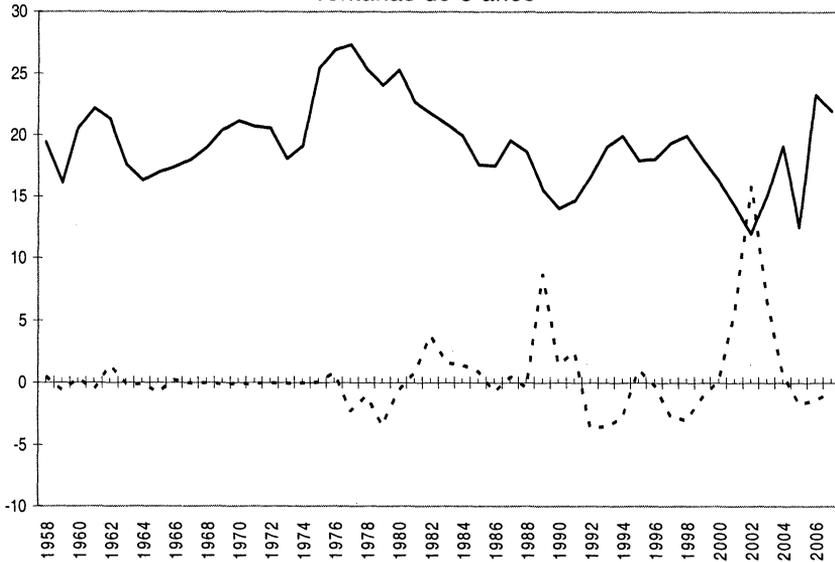
Si los quiebres y los saltos aislados en la tendencia pertenecen al reino de la incertidumbre es lógico que no puedan ser objeto de cálculos actuariales precisos y que, por tal razón, sean eventos muy difíciles de contratar o, directamente, no contratables. Por ejemplo, los mercados privados para protegerse contra eventos

FIGURA 3a
Argentina: Tasa de inversión y volatilidad (ventanas de ocho años)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de World Development Indicators.

FIGURA 3b
Tasa de inversión (línea negra) y salida de capitales (línea punteada)
ventanas de 8 años



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de World Development Indicators.

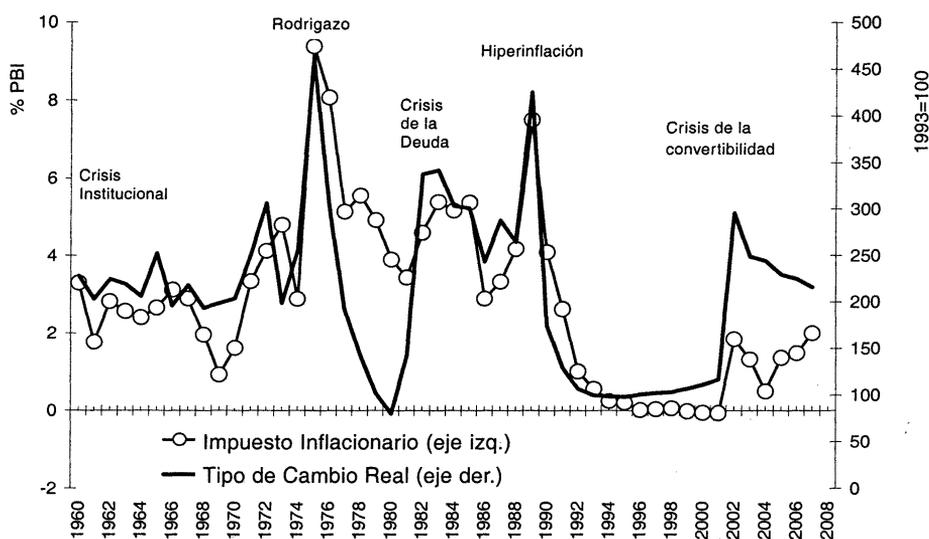
como el desempleo o el *default* en tiempos de crisis no existen o son extremadamente reducidos. Este problema de no contratabilidad contribuye a agravar el hecho de que en un país como la Argentina hay normalmente fallas de mercado que se asocian con eventos que en principio sí son contratables.

Bajo estas condiciones de contratabilidad deficiente, los agentes no podrán cubrirse respecto de ciertas contingencias o sólo estarán parcialmente cubiertos por seguros del gobierno. En consecuencia, los costos económicos de encontrarse en el "lugar equivocado" y sin cobertura en el momento en que ocurre un *shock* de significación sobre la tendencia pueden ser importantes; en particular esto es así cuando el *shock* afecta la posición de liquidez del agente de manera sensible o deteriora el patrimonio neto del mismo. Encontrarse en el "lugar equivocado" quiere decir, por ejemplo, ser un productor de no transables apalancado con deuda en dólares en el momento en que un *shock* externo induce una fuerte depreciación; poseer dinero cuando se acelera la inflación debido a un *shock* negativo sobre las cuentas públicas; o ser un trabajador informal de la construcción en el momento en que explota una burbuja inmobiliaria.

Lo anterior implica que en una economía de *go-and-fail* se producirán importantes transferencia no anticipadas de riqueza e ingresos. Este tipo de transferencia debería ser particularmente intensa en el entorno de los períodos de crisis o colapso. La figura siguiente presenta evidencia compatible con este argumento.

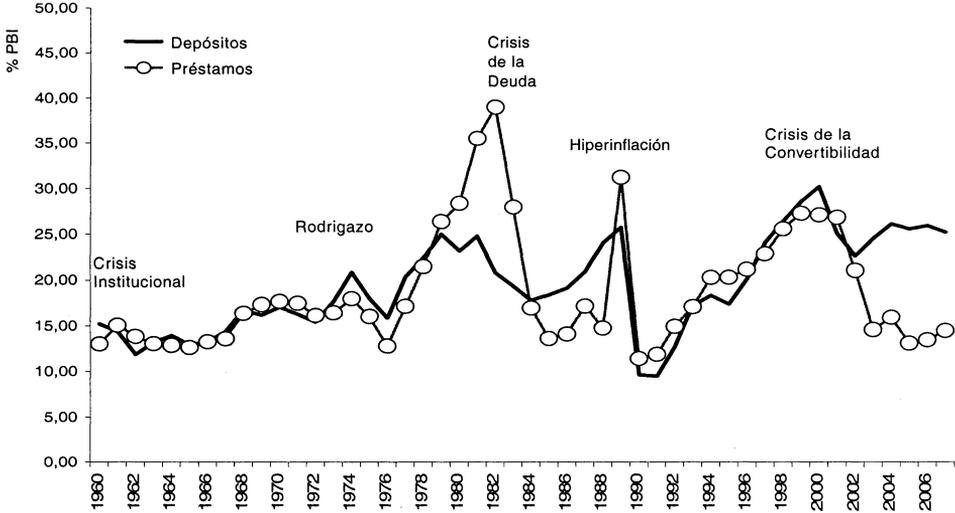
Como se observa en la Figura 4, las crisis que hemos identificado anteriormente están asociadas a fuertes movimientos ascendentes del tipo de cambio real y, además,

FIGURA 4
Volatilidad precios relativos y transferencias de riqueza



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Ferreres (2006).

FIGURA 5
Colapsos del sistema financiero



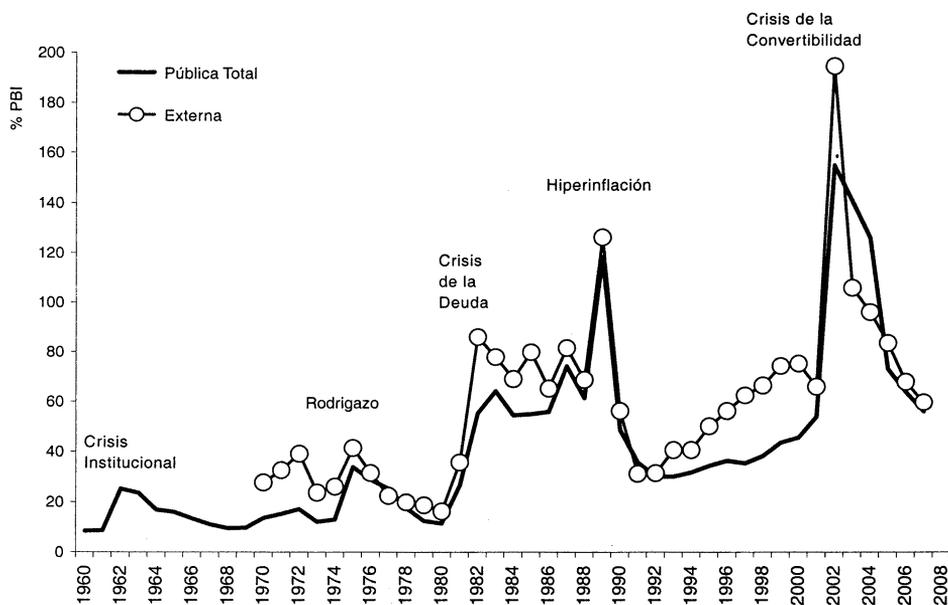
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Ferreres (2006).

es un hecho estilizado muy documentado que los saltos en el tipo de cambio nominal aceleran la inflación (ver por ejemplo Frenkel, 1995). Es por ello que no sorprende que en el gráfico el impuesto inflacionario se mueva en consonancia con las correcciones cambiarias. En realidad, los movimientos en el tipo de cambio real causan (en el sentido de Granger) las variaciones del impuesto inflacionario. Como el impuesto inflacionario es una forma de transferir riqueza de los tenedores de dinero al gobierno y los bancos, se deduce que las crisis inducen redistribución de riqueza. Y no se trata de redistribuciones menores. En algunos años el impuesto inflacionario llega a cerca de 10% del PBI. Por otra parte, como también es un hecho bien documentado que la demanda de dinero se reduce de manera permanente luego de un shock inflacionario, es razonable asumir que las pérdidas de riqueza por la vía del impuesto inflacionario son en gran medida no anticipadas por los agentes (ver Heymann y Leijonhufvud, 1995.)

La Figura 5, en tanto, muestra la asociación entre colapsos de la intermediación financiera y crisis (ver Albrieu *et al.*, 2008). Como se observa, luego de un evento de crisis el crédito literalmente se desploma junto con los depósitos. Los fenómenos de iliquidez y de deterioro de la solvencia que disparan las caídas bruscas del crédito inducen quiebras y renegociaciones cuyo último efecto son transferencia no anticipadas de patrimonios e ingreso, como lo muestran los trabajos sobre crisis financieras en la Argentina (cf. Heymann, 2007 y Fanelli, 2008b).

7. La sustentabilidad de la deuda pública y privada se deteriora en los entornos de una crisis.

FIGURA 6
Sustentabilidad de la deuda pública y externa



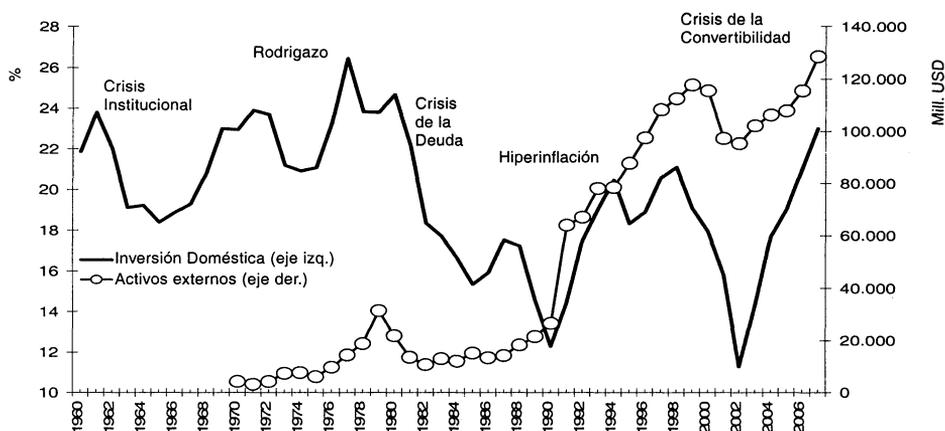
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Ferreres (2006).

Uno de los factores que contribuye a exacerbar tanto los ajustes de precios relativos como los desequilibrios financieros es que un país emergente como la Argentina, típicamente no está en condiciones de realizar políticas anti-cíclicas (CEPAL, 2008; Ocampo y Griffith-Jones, 2008). A su vez, una razón central que explica esto es que la solvencia del gobierno suele deteriorarse pro-cíclicamente, poniendo en duda la sustentabilidad de la deuda pública. Este hecho tiende a amplificarse inmediatamente antes y después de las crisis. En Chisari *et al.* (2007) aparece un análisis pormenorizado de la sustentabilidad de la deuda. Para ilustrar el hecho estilizado será suficiente con el gráfico de la Figura 6 que muestra la evolución de la deuda pública total como porcentaje del PBI e indica los períodos de crisis.

Como la deuda pública representa buena parte de la deuda externa y la fragilidad financiera del sector privado aumenta en las crisis, no sorprende que la evolución de la deuda externa siga de cerca a la privada.

Una deuda pública o externa no sustentable es la que no será servida; sea porque las demandas agregadas superan el valor de la riqueza, sea porque el gobierno encuentra más factible no servir la deuda que hacerlo y enfrentar los conflictos domésticos. En cualquier caso, los derechos de propiedad estarán sobredeterminados, deberán por ende ser reescritos, y las reglas de juego deberán adaptarse para permitirlo.

FIGURA 7
Activos en el exterior e inversión



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Ferreres (2006).

8. Los argentinos tienen una buena porción de su riqueza al resguardo de otra polity.

Si las crisis generan transferencias de riqueza que, en los hechos, son muchas veces similares a expropiaciones, ¿cómo reaccionan los agentes ante tal situación? La evidencia indica que los agentes privilegian las estrategias defensivas.

La Figura 7 exhibe las consecuencias de largo plazo de las estrategias defensivas. Mientras el coeficiente de inversión/PBI fluctúa de manera significativa y decrece en promedio, el stock de activos colocados en el exterior sigue un camino ascendente. La crisis de la deuda, en particular, divide las aguas: mientras que la economía no vuelve a recuperar los coeficientes de inversión promedio anteriores a la década de los ochenta, el stock de activos externos no hace más que subir de manera sistemática. En Chisari *et al.* (2007) se analizan con mayor detenimiento los efectos que tiene la incertidumbre respecto de la apropiabilidad de retornos sobre el crecimiento. Aquí alcanzará con subrayar que el riesgo de expropiación lleva a que, con el propósito de contar con mayor seguridad jurídica, los sectores con capacidad de ahorro coloquen su riqueza al resguardo de otra polity.

IV. Sobre vulnerabilidad y reglas del juego

El análisis de episodios de crisis y aceleración permitió identificar un conjunto de hechos estilizados que revelan que el mediocre promedio de crecimiento de la Argentina en las últimas décadas no es el reflejo de una economía que vegeta alrededor de una tendencia sino que oculta una dinámica muy rica, que hemos llamado de *go-and-fail*. La pregunta que surge naturalmente es cuáles son las características estructurales y los comportamientos que generan la dinámica observada. En esta sección discutimos algunas hipótesis.

Articulamos la discusión en torno a la noción de *vulnerabilidad*. La razón para hacerlo es, justamente, nuestra primera hipótesis (H1):

- *La Argentina no sostiene el crecimiento porque, luego de iniciarlo, si el crecimiento se mantiene, la economía se comporta de forma tal que la vulnerabilidad a ciertos shocks es alta.*

La segunda hipótesis (H2) sostiene que:

- *Para dar cuenta de la evolución de la vulnerabilidad en el proceso de crecimiento hay dos conjuntos de variables que tienen un rol central: las de economía política –instituciones, conflictos distributivos y acción colectiva– y las estructurales –inserción internacional y grado de desarrollo–.*

Una tercera hipótesis (H3) es que:

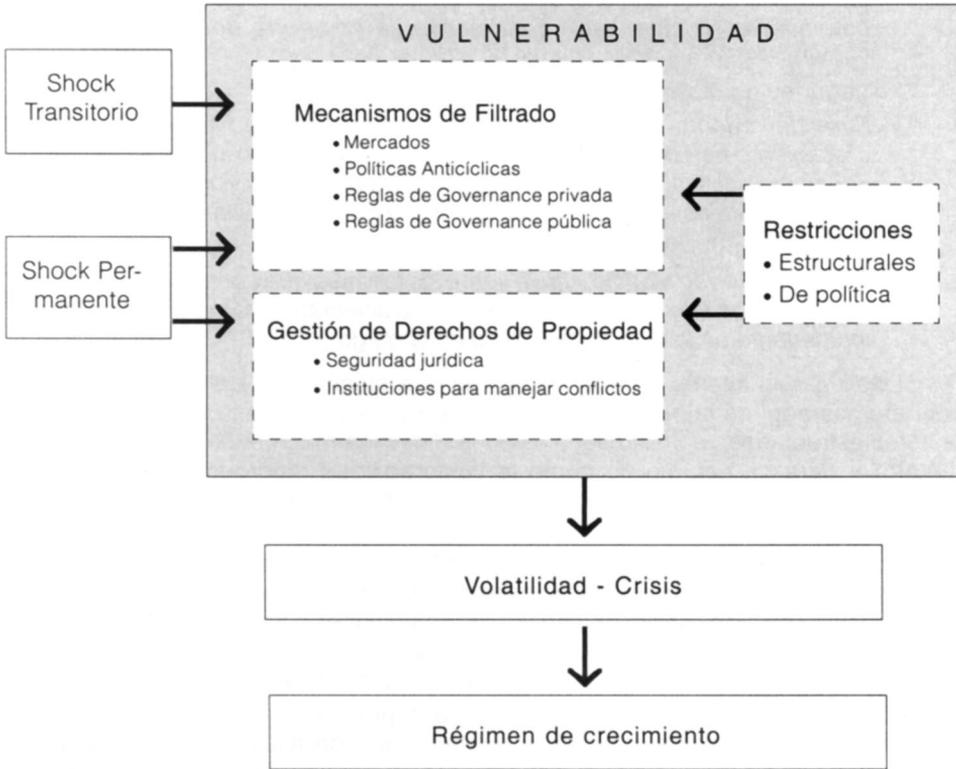
- *La vulnerabilidad no sólo influye sobre los factores que contribuyen a terminar el crecimiento sino también sobre los que lo aceleran. Esto es, la vulnerabilidad incide tanto en la fase de fail como en la de go.*

Dado que el interés de este trabajo es la sostenibilidad del crecimiento, nos centraremos aquí en la primera hipótesis. Para un análisis de la incidencia de los factores estructurales e institucionales en la dinámica macroeconómica ver Fanelli (2008c) y para un estudio de cómo la vulnerabilidad macroeconómica genera interacciones micro-macro que afectan los factores de aceleración en la fase de *go*, ver Chisari *et al.*(2007).

Siguiendo a CEPAL (2008) y Fanelli (2008c) organizaremos el examen de la vulnerabilidad en la Argentina sobre la base de tres conjuntos de elementos: la calidad de los mecanismos de filtrado de *shocks*; las condiciones estructurales y de política; y la eficacia en la gestión de los derechos de propiedad. El esquema que aparece de la Figura 8 ilustra cómo se relacionan estos elementos y las variables que involucran.

Cuando un *shock* impacta en la economía, el proceso de ajuste posterior puede tener una duración y costos en términos de crecimiento de la economía muy variados. Asimismo, el estudio de episodios muestra que ese ajuste puede llevar tanto a restablecer el equilibrio sobre la tendencia preexistente como a un equilibrio sobre otra tendencia, si se produce un quiebre en esta última. Si bien los quiebres de tendencia contribuyen a generar volatilidad excesiva, de ello no se sigue que las políticas deberían orientarse a amortiguar los efectos del *shock* de la forma más rápida posible. Debe tenerse en cuenta que no toda volatilidad es negativa; sólo lo es la porción excesiva de la misma. Típicamente, los *shocks* tienen consecuencias positivas y negativas y, por lo tanto, lo óptimo sería que los mecanismos que operaran durante el ajuste amortiguaran los efectos negativos sin debilitar los efectos positivos que un *shock* dado pudiera tener. Por ejemplo, si se produce un incremento en la volatilidad agregada, ello podría deberse a que los proyectos productivos que se están llevando a cabo son más volátiles o riesgosos porque son más rentables. Asimismo, si bien las crisis tienen siempre una dimensión traumática, también son fuente de beneficios apreciables como, por ejemplo, los de acelerar la desinversión en sectores ineficientes cuando se produce un cambio en el régimen de crecimiento. Si las políticas buscaran exclusivamente desincentivar la toma de riesgo para bajar la volatilidad podrían dañar la capacidad de crecer. Debido a que lo óptimo es que la economía filtre los efectos del *shock* de forma de amortiguar las consecuencias negativas y preservar las positivas, la figura llama a los mecanismos

FIGURA 8
Vulnerabilidad



de ajuste post-*shock* mecanismos de *filtrado* y no de amortiguación o propagación, como se hace habitualmente cuando se piensa exclusivamente en desvíos transitorios respecto de una tendencia dada.

En una economía capitalista los mercados tienen, obviamente, un rol clave en el filtrado. Pero en una economía emergente siempre existen fallas de mercado significativas y, además, los *shocks* y el proceso de ajuste tienen consecuencias sobre la distribución y la pobreza. Por ello existen mecanismos complementarios asociados a las estructuras de gobernanza que intervienen en el filtrado de *shocks* macro y la amortiguación de efectos distributivos. Entre las estructuras de gobernanza que ayudan en el ajuste se cuentan típicamente: relaciones contractuales especiales, arreglos privados dentro del ámbito de la firma, regulaciones, políticas anti-cíclicas, o seguros provistos por el gobierno, como el seguro de desempleo o las líneas de liquidez del Banco Central.

El hecho que las estructuras de gobernanza privada jueguen un papel en el proceso de ajuste macroeconómico genera interacciones entre la microeconomía (la

organización de la industria) y la macroeconomía que afectan al crecimiento. Esto se debe a que las estructuras de gobernanza también juegan un papel clave en la organización de las tareas productivas y, por lo tanto, deben cumplir un doble propósito. Es decir, esas estructuras deben, por un lado, optimizar la asignación de recursos en la producción y la innovación y, por otro, ayudar en el ajuste macroeconómico. Esta última función tiene costos que representan una externalidad negativa para la firma. En efecto, como los costos de ajuste macro se originan en fallas de coordinación de planes agregados que se deben a decisiones ajenas a las decisiones micro de la firma, cuando la firma ajusta su estructura de gobernanza no sólo en función de sus necesidades micro sino también para cubrirse de *shocks* macro, paga costos extra originados en decisiones que toman otros agentes. Es justamente este vínculo entre la micro y la macro lo que hace, como se expresa en la hipótesis *H3*, que la vulnerabilidad influya sobre los factores que aceleran el crecimiento⁴.

La Figura 8 señala que la eficacia de cualquier mecanismo de filtrado está restringida por dos conjuntos de factores: la estructura de la economía (nivel de apertura real y financiera; diversificación de exportaciones; tamaño de la economía informal) y la calidad de las políticas (régimenes de política, capacidad de la burocracia). Por último, ya vimos que los *shocks* de tendencia crean o destruyen riqueza. Por ello, la figura indica que ese tipo de *shocks*, además del filtrado, requiere de la gestión de los derechos de propiedad a través de las instituciones jurídicas y de manejo de conflictos. Nótese que por la vía de la gestión de los derechos de propiedad y de los conflictos distributivos la economía política deviene parte inseparable del proceso de ajuste ante un *shock*.

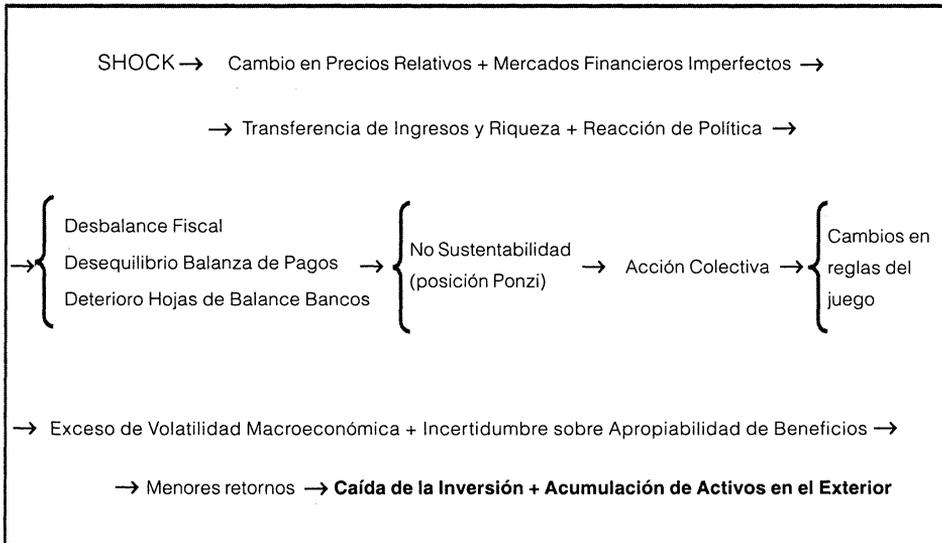
El rectángulo central de la Figura 8 indica que las interacciones entre los mecanismos de filtrado, la gestión de derechos de propiedad y las restricciones estructurales determinan el grado de *vulnerabilidad* de la economía. Cuanto mayor la calidad y la coordinación entre esos elementos y menor el nivel de conflicto durante el ajuste, menor será la volatilidad excesiva y la probabilidad de crisis y mayor la probabilidad de que el crecimiento resulte sostenible⁵. Combinando el esquema de la Figura 8 y los hechos estilizados es posible dar una idea de cómo interactúan los *shocks*, la vulnerabilidad y la sostenibilidad del crecimiento en la Argentina. La Figura 8 sintetiza los argumentos que exponemos a continuación, relativos a la hipótesis *H1*.

Una rápida mirada a la figura revela que nuestro enfoque pone en el centro de escena las transferencias de riqueza, los conflictos de interés y la estabilidad de las reglas de juego, en línea con la hipótesis *H2*. La Figura 8 señala que, desde el punto

⁴ Como no tratamos esta hipótesis sólo damos dos ejemplos. Primero, puede ocurrir que la innovación requiera de capital de riesgo, pero que los agentes no realicen ese tipo de contrato porque en un contexto de volatilidad excesiva los costos de tomar riesgos se "comen" la rentabilidad adicional de la tarea de innovación. Segundo, por consideraciones anti-inflacionarias, el gobierno puede modificar los contratos privados de transporte o energía, de forma que la necesidad de mantener la inflación baja le impone una externalidad negativa a los productores que no invierten y retrasan, así, el crecimiento. Sobre esto último ver Chisari et al. (2007). Sobre interacciones micro-macro ver Fanelli (2003).

⁵ Nótese que esto tiene dos implicaciones importantes: primero, se interpreta la vulnerabilidad como una probabilidad; la probabilidad de que ocurra un evento de quiebre de tendencia negativo. Segundo, esa probabilidad es una función de un conjunto bien definido de factores. Otra cuestión es si esa probabilidad es estimable (ver el intento de Jerzmanowski, 2006) o sólo se puede utilizar esta visión como una forma de organizar el análisis para interpretar episodios de quiebre de tendencia que, por sus características, son esencialmente históricos y, por lo tanto, irrepetibles y no pasibles de ser tratados econométricamente.

FIGURA 9
Shocks, vulnerabilidad y crecimiento en la Argentina



de vista dinámico, la secuencia se inicia con un *shock*. Al discutir el hecho estilizado 1 vimos que los *shocks* más fuertes se relacionan con mudanzas en el escenario internacional, pero los aumentos del gasto público y los desequilibrios financieros también son importantes. La figura indica que los mecanismos de filtrado del *shock* actuarán, en primer lugar, a través de los excesos de oferta y demanda en los mercados, lo que se expresará como cambios en precios relativos. Típicamente, en la Argentina se observan fuertes correcciones en el tipo de cambio real y los salarios, aceleración de la inflación y aumentos abruptos en las tasas de interés. Debido a las imperfecciones en los mercados financieros, habrá muchos agentes que no estarán cubiertos ante esos cambios de precios. Por ejemplo, los contratos financieros son cortos o dolarizados, y los mercados de futuros de divisas y los instrumentos derivados a disposición del gerente de riesgos del banco son raquíticos o inexistentes. Quienes estén descubiertos y sean afectados por los cambios de precios sufrirán pérdidas de ingreso y de riqueza que se reflejarán en sus hojas de balance como caídas en el flujo de caja y/o deterioro del patrimonio neto. Bajo tales circunstancias, un número creciente de agentes afrontará problemas de liquidez y de sobre-apalancamiento (hecho estilizado 6). En los países que pueden hacer política anti-cíclica, la política monetaria puede ayudar a amortiguar los efectos de la iliquidez y el sobre-apalancamiento al tiempo que la fiscal puede apuntalar el gasto agregado. En la Argentina, los problemas de estructura de vencimientos y de sustentabilidad de la deuda pública (hecho estilizado 7) ponen límites estrictos a las iniciativas anti-cíclicas y, por lo tanto, frecuentemente el gobierno contribuye poco en el filtrado. Bajo estas condiciones, la retracción del gasto de consumo, la demanda de empleo y la inversión

productiva encuentran poca amortiguación y abonan la volatilidad excesiva (hechos estilizados 1 y 2). En un contexto de volatilidad y expectativas deterioradas, es sólo natural que aumente la demanda de activos externos como una forma de cobertura ante la mayor probabilidad de crisis (hecho estilizado 5).

Con desempleo creciente y deterioro de hojas de balance, la acción tiende normalmente a desplazarse desde la economía a la política. Esto es, se intensifican las presiones de los sectores afectados –trabajadores, empresas, bancos, gobiernos locales– para obtener subsidios o apoyo crediticio anti-cíclico del gobierno. Este hecho, sin embargo, no podría explicar *per se* un quiebre en la tendencia. En cualquier economía donde los mercados financieros son imperfectos y las políticas anti-cíclicas débiles, existe gran cantidad de agentes descubiertos ante contingencias negativas. Es lógico, por ende, que si los mecanismos de filtrado son deficientes, la presión para conseguir ayuda del gobierno durante una recesión sea fuerte en una economía emergente y que ello aumente la volatilidad. No obstante, si bien los emergentes son, efectivamente, más volátiles que los avanzados, no todos los países emergentes volátiles muestran procesos de *go-and-fail* tan marcados como el argentino. Para explicar este hecho será útil ahondar más en la interacción entre las variables de economía política y la sustentabilidad financiera.

En este punto es central el hecho estilizado 7, que muestra que la sustentabilidad se deteriora en los entornos de crisis y no mejora lo suficiente luego. Nuestra hipótesis es que las presiones sectoriales durante el período de ajuste obligan al gobierno a actuar como *asegurador de última instancia* sin que éste haya tomado los recaudos para poder hacerlo en los “buenos tiempos”. Más específicamente, el argumento es el que sigue. Como es sabido, quien se asegura puede cubrir los riesgos siguiendo diferentes estrategias: mitigándolos para reducir la probabilidad de ocurrencia de la contingencia; tomando prevenciones cuando no puede o no le conviene reducir esa probabilidad; u organizando tareas de salvataje *ex-post*, si una contingencia lo toma desprevenido. Los incentivos de cada sector para “pagar” al gobierno una prima de seguro contra *shocks* negativos es baja en los buenos tiempos. Por ejemplo, las presiones de sectores para que se implementen políticas fiscales o regulaciones financieras “duras” en las fases expansivas no suelen pasar de declaraciones de buenas intenciones. Por lo tanto, en general, cuando el gobierno actúa como asegurador de última instancia lo hace siguiendo una estrategia de *salvataje* de última instancia. Esto es, asistiendo *ex-post* al sector afectado por la contingencia.

Las políticas de salvataje demandan recursos cuantiosos del gobierno como lo demuestra, por ejemplo, la evidencia sobre salvatajes de bancos durante crisis financieras. Ya mencionamos que, debido a las restricciones en los mercados de crédito, el gobierno encuentra difícil realizar políticas anti-cíclicas. Es obvio, entonces, que es aún menos probable que consiga los recursos necesarios para un salvataje del sistema financiero, las firmas o los nuevos pobres que el ajuste genera. Dicho de otra forma, las más de las veces, las políticas de salvataje sólo pueden implementarse de forma no voluntaria y violando las reglas de juego financiero. ¿Por qué el gobierno no resiste la presión y protege las reglas? Por la misma razón que no se “respetan” la propiedad privada cuando es necesario construir un terraplén ante una inundación o expropiar un tractor cuando avanza el enemigo.

En general los salvatajes se dan cuando está en juego el sistema de pagos o la estabilidad política entendida en sus formas más rudimentarias⁶.

Cuando la solvencia y la liquidez se deterioran son muy relevantes las acciones que toman los deudores para fortalecer sus hojas de balance y las políticas del gobierno. Ello es así porque, al formar sus expectativas, tanto deudores como acreedores tomarán en cuenta no sólo variables económicas y financieras sino, también, de economía política: ¿cuál es la probabilidad de que el gobierno resista las presiones sectoriales? ¿Cuál es la probabilidad de que el grupo *x* o *z* imponga sus demandas? Quienes están en condiciones de prestar cuando los tiempos son malos seguramente no prestarán si no hay respuestas creíbles y satisfactorias a estas preguntas. Y, si no prestan, ello dificultará el acceso a los mercados y crecerá la percepción de que los problemas de sustentabilidad se agravarán, haciendo más probable un cambio en las reglas de juego. En una situación de ajuste en la Argentina, sólo con prender la TV, un inversor líquido podrá apreciar cómo los grupos de interés organizan su acción colectiva y ejercen la opción de *voice*: presionan políticamente sea para defender las reglas existentes, sea para cambiarlas. Como los resultados de los conflictos políticos son difíciles de predecir y el tipo de mudanza en las reglas de juego es una función de la capacidad de acción colectiva, aquellos inversores que perciban que su capacidad para defender su patrimonio es débil, si tienen la opción de *exit* la utilizarán. Esto es, colocarán su riqueza en el exterior, al cuidado de otra *polity* (hecho estilizado 8). Un uso extendido de la opción de *exit* probablemente agravará la situación hasta el punto de disparar una crisis e interrumpir el crecimiento. Por supuesto, los grupos que no tienen ni la opción de *exit* ni la de *voice* (típicamente los más pobres) son los que quedan en la posición más vulnerable. En realidad, más vulnerable que lo necesario pues, además de los efectos del *shock*, deben pagar los costos del salvataje y de la fuga de capitales. A juzgar por los muy negativos y permanentes efectos de las crisis sobre la distribución del ingreso y la pobreza, ser vulnerable en la Argentina puede ser terrible (sobre distribución del ingreso ver Gasparini, 2007).

Para terminar, cabe una aclaración sobre el sentido con que utilizamos la noción de sustentabilidad y su conexión con la vulnerabilidad. Explicar la vulnerabilidad es difícil porque no existe un marco analítico unificado en la teoría económica que permita integrar todos los elementos que aparecen en las Figuras 7 y 8. Esto es, un marco que incluya variables macro, financieras, institucionales y de economía política (véase Drazen, 2000). Dentro de este panorama de debilidad analítica, nuestra práctica en examinar episodios de crisis en la Argentina nos llevó naturalmente a colocar la noción de sustentabilidad como elemento pivote o bisagra para articular las fallas de coordinación macroeconómica con las finanzas y la economía política. Este es también el caso en la literatura macroeconómica aplicada. Los economistas del FMI, por ejemplo, distinguen entre *solvencia*—que requiere que la trayectoria futura de gastos e ingresos genere recursos financieros netos suficientes para servir el stock de deuda— y *sustentabilidad*—que requiere que el gobierno esté en condiciones de servir la deuda sin correcciones “irrealmente excesivas” en sus ingresos y gastos (ver Chalk

⁶ La mejor estrategia, obviamente, parece ser la de tomar prevenciones. Pero ello implica contar con un marco de economía política que permita construir las instituciones necesarias en los buenos tiempos. ¿Y, cómo se construyen esas instituciones? Nuevamente encontramos que para explicar la sostenibilidad del crecimiento se necesita una teoría del cambio institucional.

y Hemming, 2000). Así, la solvencia es una condición necesaria pero no suficiente para la sustentabilidad del gobierno. En línea con esta visión, nosotros generalizamos la idea de sustentabilidad y la aplicamos a cualquier agregado de deudores que tenga capacidad potencial de organizar su acción colectiva y no sólo al gobierno. Así, para evaluar la sustentabilidad de un agente agregado –por ejemplo, el sector bancario– hay que examinar dos condiciones: solvencia y capacidad del agente agregado para actuar colectivamente de forma de cambiar las reglas de gobernanza de los contratos de deuda a favor del agregado al que pertenece. De esta forma, la sustentabilidad integra de manera esencial tres dimensiones: el cálculo de solvencia financiera, las reglas de gobernanza del contrato y la acción colectiva. Así, por ejemplo, si un grupo de deudores tiene poca capacidad de acción colectiva y su patrimonio es licuado por un *shock*, seguramente habrá una renegociación de contratos financieros; pero como un hecho individual. Si esos mismos deudores están organizados políticamente –y, mejor aún, tienen conexión con grupos relevantes como sindicatos que buscan “mantener la fuente de trabajo”– actuarán colectivamente para renegociar los contratos, preservar la solvencia y evitar así el ajuste “no realista” políticamente de sus actividades. Lo mismo ocurre con la acción colectiva orientada a resistir incrementos de impuestos o reducción de subsidios sectoriales cuando el gobierno trata de garantizar su propia solvencia.

Una situación de insolvencia implica, simplemente, que luego de producido un *shock* que *destruye* riqueza, la suma de derechos que los agentes aducen tener sobre los retornos de los stocks de riqueza es superior a la suma de los retornos que esa riqueza puede generar. Como de la nada no viene nada, la consecuencia necesaria es que alguna promesa deberá ser rota y los derechos de propiedad redefinidos. Típicamente, cuando el agregado de agentes involucrados es significativo y su capacidad de acción colectiva alta, esto implicará una mudanza de las reglas de juego, más que una renegociación de contratos individual. Como ya se dijo al discutir los efectos de *shocks* que generan y destruyen riqueza, el efecto final que esto tenga sobre el crecimiento dependerá de la capacidad de las instituciones y las autoridades para mediar en conflictos distributivos y para gestionar los derechos de propiedad.

Desde la perspectiva de la vulnerabilidad, la peor combinación es la de una economía con *shocks* permanentes frecuentes, grupos sectoriales con capacidad de organizar la acción colectiva y una *polity* con instituciones que tienen poca capacidad para arbitrar en el conflicto distributivo. En este trabajo hemos mostrado evidencia de que los *shocks* permanentes son muy frecuentes y que la falta de sustentabilidad financiera es una amenaza recurrente. Aunque no hemos abordado en detalle las cuestiones que son más estrictamente de economía política, creemos que esta evidencia amerita un esfuerzo de investigación en esa dirección.

V. Conclusiones

En este trabajo hemos presentado argumentos a favor de la hipótesis de que la dinámica macroeconómica de la Argentina se asemeja más a un proceso de *go-and-fail* que a uno de *stop-and-go*; un proceso en el que los *shocks* de tendencia son al menos tan relevantes como los de carácter transitorio. En esta visión, el problema principal de la economía no es tanto iniciar y acelerar el crecimiento

como sostenerlo. En este sentido, también argumentamos que el crecimiento no es sostenible porque el funcionamiento de la economía genera estados recurrentes de vulnerabilidad que propician la ocurrencia de crisis y quiebres de tendencia. En lo que sigue, a modo de conclusión, mostramos brevemente cómo se relaciona esta visión con otros enfoques y comentamos las implicancias para poner en perspectiva el período 2002-2008.

La idea de otorgar un lugar central a los quiebres en la tendencia de crecimiento y a las crisis en la investigación sobre la dinámica macroeconómica de la Argentina no es nueva. Por ejemplo, Carlos Díaz Alejandro escribió en sus *Ensayos sobre la Historia Económica Argentina*: “Al observar todo el período 1870-1966, se tropieza con la dificultad, al menos para la Argentina, de distinguir entre el crecimiento autosostenido rápido y el que no lo es. La mayor parte de los economistas de 1929 hubiesen afirmado probablemente que el crecimiento argentino había llegado a ser autosostenido. Si se observa la economía en 1967, la pregunta acerca de si la Argentina está o no en el camino de un crecimiento autosostenido resulta demasiado imprecisa para merecer una respuesta”. Adicionalmente, hacia 1985, afirmó: “Los períodos de depresión han demostrado ser más interesantes que los de boom para el estudioso de América Latina: los primeros años de la década de 1890, la crisis de 1920-21 y los años treinta han recibido más atención que todas las épocas de prosperidad anteriores o posteriores. La morbosidad del especialista no es la única explicación de esta aparente preferencia por lo sombrío...”.

Más recientemente, Heymann (2007) muestra las complejas relaciones entre resultados macroeconómicos y comportamiento: “La economía argentina provee ejemplos vívidos de amplias fluctuaciones económicas y grandes vaivenes en las opiniones sobre las perspectivas de crecimiento. Ambos fenómenos parecen estar causalmente relacionados, dado que los cambios en las visiones acerca de la tendencia de la economía influenciaron el desempeño realizado, y las creencias estaban condicionadas por la evolución observada. La predisposición de los agentes para variar sus percepciones probablemente fue comparativamente fuerte en una economía con una historia de ‘tendencias variables’ y donde los cambios estructurales o los cambios de políticas podían motivar la expectativa de discontinuidades en el sendero de crecimiento”.

La idea de que las características de la estructura económica y los conflictos distributivos tienen un papel en la dinámica macroeconómica también tiene tradición importante. Está presente, justamente, en el enfoque de *stop-and-go*. Canitrot (1975), por ejemplo, explica que entre las décadas de 1930 y 1940 la Argentina pasó a ser una economía de dos sectores: uno productor de bienes primarios exportables y otro productor de bienes industriales típicamente importables. El primero, con bajos efectos de *spillover* sobre el resto y limitada capacidad de absorción de mano de obra, era el encargado de proveer las divisas para que se desarrolle el sector industrial, que era urbano, con altos efectos de *spillover* y con fuerte capacidad de absorción de mano de obra. Con una marcada disparidad en las tasas de crecimiento sectorial a favor del sector industrial, el crecimiento de la economía provocaba una erosión en el frente externo que debía resolverse luego con una devaluación contractiva (Díaz Alejandro, 1966; Braun y Joy, 1968).

Si bien el énfasis del *stop-and-go* en los aspectos estructurales parece apropiado, este enfoque tiene una limitación importante: su visión de la estructura es o bien estática o bien la de un cambio muy gradual. Sin embargo, la economía argentina atravesó cambios de estructura importantes como consecuencia de las políticas de reforma y las crisis que se producen desde el Rodrigazo en adelante. No parece sensato pensar que la dinámica de pare y siga y la tendencia de largo plazo no se modifiquen luego de colapsos que llevaron a la hiperinflación o caídas de un cuarto del ingreso *per capita*. Por otra parte, es de esperar que las repetidas crisis hayan producido fenómenos de comportamiento *adaptativo*: si las crisis son costosas y frecuentes, los agentes modificarán sus patrones de comportamiento y las instituciones con el fin de reducir sus efectos negativos y esta conducta llevará sin dudas a cambios en los contratos y las estructuras de *governance* en general. De alguna manera, la teoría de la volatilidad y las fluctuaciones debe incorporar esos fenómenos. De aquí que nuestro enfoque se diferencia del *stop-and-go* en tres puntos clave. El primero es nuestro mayor énfasis en los *shocks* de tendencia. En la visión de *stop-and-go* subyace la idea de que se trata de un proceso estocástico estacionario que se repite en el tiempo, cuya principal característica diferencial en relación al ciclo en los países más avanzados es que las fases del ciclo son más marcadas. Nuestro enfoque retiene, no obstante, la idea de que los *shocks* y los mecanismos de propagación tienen mucho que ver con la estructura económica, el conflicto distributivo y la restricción externa. El segundo es la inclusión explícita de variables institucionales y de economía política. En nuestro concepto de estructura son importantes los mecanismos de gobernanza y las reglas de juego de distinto nivel, desde regulaciones a leyes. El tercero es la inclusión de una estructura financiera más rica. Esto es una consecuencia directa del énfasis en la sustentabilidad y la vulnerabilidad como obstáculos para sostener el crecimiento.

El lugar de privilegio que otorga el enfoque de *go-and-fail* a las políticas y las presiones de grupos de interés aparece anteriormente en visiones más afines a lo que se llamó en los noventa el Consenso de Washington. En relación con la Argentina, esta visión está bien representada por la siguiente cita de Della Paolera y Taylor (2001), quienes en su estudio sobre estabilidad macroeconómica y políticas económicas de la Argentina en el período 1880-1935 escriben: "...*un desafío macroeconómico crucial para una pequeña economía abierta es la tarea de construir instituciones y compromisos para mantener políticas monetarias y fiscales estables. Si tales acciones son exitosas, una economía puede ganar la estabilidad de precios en el largo plazo (...) y los consecuentes beneficios en términos de reputación y efectos que mejoren la eficiencia de los mercados financieros o de los contratos, por ejemplo. Si tales acciones fracasan, la economía se arriesga a una tasa de inflación volátil, inestabilidad financiera y una mayor predisposición a las crisis bancarias y de tipo de cambio*" (Della Paolera y Taylor, 2001, pp. 20)⁷. En esta perspectiva, la raíz última de los problemas se encuentra en las *malas políticas* económicas que, probablemente, se relacionen a su vez con instituciones deficientes como las existentes, por ejemplo, en el período de sustitución de importaciones. El énfasis en

⁷ En una línea similar, véase Cortés Conde (2005).

las políticas económicas y las instituciones de este enfoque parece apropiado ya que, más allá de los factores estructurales, es innegable que las malas políticas son una fuente de inestabilidad.

Desde el punto de vista de los hechos estilizados asociados a la dinámica de *go-and-fail* que hemos estudiado, este enfoque tiene dos problemas. El primero es que no posee una teoría desarrollada de las fluctuaciones. A diferencia del enfoque de *stop-and-go*, los investigadores de esta línea tienden a resaltar los *shocks* de productividad en desmedro de los desequilibrios asociados con una estructura dual, la restricción externa y los conflictos distributivos. Tienden a coincidir de hecho con la visión de Lucas (2003) que quita relevancia a las políticas de demanda agregada y fija las prioridades macroeconómicas en políticas de oferta que alimenten la productividad⁸. Así, de manera algo inesperada para una tradición que hizo tanto énfasis en el rol de las malas políticas, se asume que las fallas de coordinación de planes no serían un problema si las políticas monetarias y fiscales y las instituciones fueran las apropiadas. Esto es, los precios serían lo suficientemente flexibles y las fallas de mercado lo suficientemente reducidas como para que no se observaran fluctuaciones importantes en el nivel de empleo y en el producto, más allá de las que (eficientemente) inducirían los cambios en los fundamentos, como la productividad. Así, el problema de la volatilidad excesiva, las crisis, y las condiciones estructurales desaparecen del cuadro y el problema macroeconómico deviene en el problema de implementar buenas políticas. El desafío para esta visión está bien planteado en Rodrik (1994): ¿por qué si las políticas son buenas, no se aplican las reformas para implementarlas? No es posible dar una buena respuesta a esta pregunta sin incluir análisis mucho más detallados de la economía política (ver Forteza y Tommasi, 2006).

Justamente, la segunda deficiencia de este enfoque es que, mientras por una parte el cambio institucional juega en él un papel importante, por otra, no cuenta con una visión más o menos elaborada de los determinantes del cambio institucional en la Argentina. Asimismo, es vulnerable a una crítica que generalmente recibe este enfoque: al no estar clara la relación entre instituciones y políticas, se corre el riesgo de darle contenido empírico a una tautología. Esto es, afirmar que las instituciones buenas son las que generan buenas políticas, sin estar en condiciones de señalar bajo qué condiciones puede ocurrir que buenas instituciones generen malas políticas o se observen buenas políticas en malos contextos institucionales (ver por ejemplo Easterly *et al.*, 2000). Para avanzar en relación con esto parece necesario conocer más sobre la anatomía de la acción colectiva y la articulación entre intereses y estabilidad de las reglas de juego, en línea con lo discutido en la Figura 8.

En suma, la hipótesis de *go-and-fail* recoge una serie de elementos analíticos y hallazgos empíricos que pertenecen a varias tradiciones de análisis macroeconómico de la Argentina y, en este sentido, debe sobre todo considerarse como un ejercicio heurístico cuyo propósito es observar y racionalizar la evidencia desde nuevas perspectivas, que puedan ayudarnos a comprender cómo funciona la economía argentina. Quizá sea, por ello, un buen cierre para este ejercicio decir

⁸ Más específicamente, Lucas (2003) declara que “*Las ganancias potenciales de bienestar derivadas de políticas de largo plazo del lado de la oferta exceden en mucho las derivadas de mejoras en las políticas de corto plazo de manejo de la demanda*”.

brevemente –en tres puntos– qué se “ve” cuando se observa el período 2002-2008 con la lógica del *go-and-fail*.

1. La tasa de crecimiento continua y sin ciclos del período 2002-2008 probablemente pertenezca a un régimen de crecimiento distinto al de los noventa. En este sentido, la crisis de 2001-2 y los positivos *shocks* internacionales posteriores parecen haber inducido un quiebre de tendencia y haber abierto en los años siguientes la posibilidad cierta de instaurar en la Argentina un régimen de sólido crecimiento sostenido.
2. ¿Indica la evidencia que, efectivamente, se instauró un régimen de crecimiento sostenido? Desde la perspectiva del enfoque de *go-and-fail* el test clave es si se redujo la vulnerabilidad de la economía como consecuencia del crecimiento 2002-2008. En la introducción señalamos una serie de hechos que indican que esto parece no haber ocurrido. En términos de los conceptos que hemos desarrollado para evaluar la vulnerabilidad hay dos puntos a remarcar. En primer lugar, no parece haber habido mejora en los mecanismos de filtrado, en la gestión de los derechos de propiedad, o en las condiciones estructurales y de política. Una mejora en estos aspectos es poco compatible con aumentos de la inflación tan sensibles como los observados, cambios de propiedad abruptos como los ocurridos en el sistema jubilatorio o mudanzas sensibles y discrecionales en la estructura tributaria. En segundo lugar, la sustentabilidad financiera no está asegurada. El exagerado aumento del gasto público y el cierre de los mercados internacionales colocó al gobierno en situación de no poder llevar adelante iniciativas anti-cíclicas de relevancia sin erosionar al mismo tiempo su posición financiera.
3. El *shock* inducido por la crisis financiera global encuentra una vez más al país en una situación de vulnerabilidad. Si bien la relación deuda pública/producto es muy inferior a la observada en la crisis anterior, el sector privado está menos apalancado y las reservas internacionales son apreciables, las condiciones de economía política no parecen haber mejorado. El *shock* negativo de la crisis *sub-prime* seguramente tendrá efectos permanentes sobre el stock de riqueza y/o su distribución y la Argentina no parece estar bien preparada en lo institucional para manejar esos efectos.

En suma, el ejercicio metodológico de racionalizar la experiencia macroeconómica argentina desde la perspectiva del enfoque de *go-and-fail* indica que, a la hora de designar políticas para crecer, el objetivo de *cuidar* el crecimiento debería tener un lugar importante. Nuestro trabajo sugiere que para cumplir ese objetivo es crítico desactivar los factores que generan vulnerabilidad. En este sentido, hemos remarcado que las instituciones para el filtrado de *shocks*, el manejo de los conflictos y la gestión de derechos de propiedad son críticas. Sabemos poco sobre cómo construir esas instituciones tanto en el plano analítico como en el práctico. Pero tomar conciencia de nuestras carencias es siempre un primer paso relativamente prometedor.

REFERENCIAS

- AGUIAR, M., y GOPINATH, G. (2007): "Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press.
- AIZENMAN, J., y SPIEGEL, M. (2007): "Takeoffs". *NBER Working Paper*, n. W13084.
- ALBRIEU, R. (2008): "Fluctuaciones Agregadas como 'Episodios Macroeconómicos'. El caso de Argentina 1875-2007". *Nuevos Documentos CEDES* 53/08.
- ALBRIEU, R., BEBCZUK, R., y FANELLI, J. M. (2008): "Desarrollo e integración de los mercados financieros en Argentina", en FANELLI (ed.): *MERCOSUR: Integración y Profundización de los Mercados Financieros*, Montevideo, Red MERCOSUR.
- BASU, S., y TAYLOR, A. (1999): "Business Cycles in International Historical Perspective", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13.
- BECKER, T., y MAURO, P. (2006): "Output Drops and the Shocks that Matter". *IMF Working Paper*, n. 06/172.
- BERG, A., OSTRY, J. D., y ZETTELMEYER, J. (2008): "What Makes Growth Sustained?" *IMF Working paper*, n. 08/59.
- BLYDE, J., DAUDE, D., y FERNANDEZ ARIAS, E. (2006): "Growth Collapses and Productivity Destruction", *mimeo*, Inter-American Development Bank.
- BRAUN, O., y JOY, L. (1968): "Un modelo de estancamiento económico - Estudio de caso sobre la economía Argentina", en *Desarrollo Económico*, vol. 20, n. 80, enero-marzo.
- CABALLERO, R. J., y KRISHNAMURTHY, A. (2006): "Flight to Quality and Collective Risk Management". MIT Department of Economics *Working Paper*, n. 06-07.
- CANITROT, A. (1975): "La Experiencia Populista de Redistribución de Ingresos", en *Desarrollo Económico*, vol. 15, n. 59 (octubre-diciembre), pp. 331-35.
- CAPRIO, G., y KLINGEBIEL, D. (2003): "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", *Mimeo*, World Bank.
- CHALK, N., y HEMMING, R. (2000): Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice. *IMF Working Paper*, n. 00/81
- CERRA, V. y SAXENA, S. C. (2008): "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, vol. 98, n. 1.
- CÉSPEDES, F., y DE GREGORIO, J. (2006): "Recuperaciones cíclicas: evidencia internacional". *Mimeo*, Banco Central de Chile.
- CHISARI, O.O., CORSO, E. A., FANELLI, J. M., y ROMERO, C. A. (2007): "Growth Diagnostics for Argentina", *mimeo*, Washington, BID.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (2008): *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008*. CEPAL, Santiago de Chile.
- CORTÉS CONDE, R. (2005): *La economía argentina del siglo XX*. Ed. EDHASA.
- DELLA PAOLERA, G. y TAYLOR, A. M. (2001): *Tensando el Ancla: La Caja de Conversión Argentina y la Búsqueda de la Estabilidad Macroeconómica*. Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.
- DEHN, J. (2000): "The Effects on Growth of Commodity Price Uncertainty and Shocks", *Policy Research Working Paper* N. 2455, World Bank, Washington, D.C.
- DÍAZ ALEJANDRO, C. (1966): *Exchange Rate Devaluation in a Semi-Industrialized Country The Experience of Argentina, 1955-1961*. The MIT Press.
- DÍAZ ALEJANDRO, C. (1970): *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*, New Haven and London, Yale University Press.
- DÍAZ ALEJANDRO, C. (1985): "Los Primeros Años de la Década de 1980 en Latinoamérica: Otra Vez los Años Treinta?". *Revista de Historia Económica* 205, Año III, n. 2.
- DRAZEN, A. (2000): *Political Economy in Macroeconomics*. Princeton University Press.
- EASTERLY, W. (2006): "Reliving the 1950s: the big push, poverty traps, and takeoffs in economic development," *Journal of Economic Growth*, Springer, vol. 11(4).
- EASTERLY, W., KREMER, M., PRITCHETT, L., y SUMMERS, L. (1993): "Good policy or good luck?: Country growth performance and temporary shocks," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 32(3).
- EASTERLY, W., RITZEN, J., y WOOLCOCK, M. (2000): "On "good" politicians and "bad" policies-social cohesion, institutions, and growth", *Mimeo*, Banco Mundial.
- FANELLI, J. M. (2003): "Micro-Macro Interactions, Competitiveness and Sustainability", en A. KRISHNA DUTT y J. ROS (eds.): *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing.
- FANELLI, J. M. (2008a): *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures: The Developing World Experience*. Palgrave Macmillan, New York.
- FANELLI, J. M. (2008b): "Argentina", en J. M. FANELLI (ed.): *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures: The Developing World Experience*. Palgrave Macmillan, New York.
- FANELLI, J. M. (2008c): "Fluctuaciones Agregadas y opciones de política en América Latina". Presentado en el Taller sobre "Política macro-económica y fluctuaciones cíclicas", CEPAL, Santiago de Chile, abril de 2008
- FERRERES, O. (2006): *Dos Siglos de Economía Argentina*. Ed. Ateneo, Buenos Aires.
- FORTEZA, A. y TOMMASI, M. (2006): "On the Political Economy of Pro-market Reform in Latin America",

- en J. M. FANELLI y G. MCMAHON: *Understanding Market Reforms. Motivation, Implementation and Sustainability*, New York, Palgrave Macmillan.
- FRENKEL, R. (1995): "Las políticas antiinflacionarias en América Latina", en FRENKEL (ed.): *Las políticas antiinflacionarias en América Latina*. CEDES, Buenos Aires, Argentina.
- GASPARINI, L. (2007): "Monitoring the Socio-Economic Conditions in Argentina 1992-2006". *Mimeo*, CEDLAS.
- GOYAL, R., y SAHAY, R. (2007): "Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach". *IMF Working Paper*, n. 06/287.
- HAUSMANN, R., RODRIGUEZ, F. R., y WAGNER, R. (2006): "Growth Collapses". *KSG Working Paper* n. RWP06-046.
- HAUSMANN, R., PRITCHETT, L., y RODRIK, D. (2005): "Growth Accelerations", *Journal of Economic Growth*, vol. 10.
- HEYMANN, D. (2006): "Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina", *Serie Estudios y Perspectivas 31*. Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.
- HEYMANN, D. (2007): "Macroeconomía de las Promesas Rotas", en *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, vol. 2.
- HEYMANN, D. y LEJONHUFVUD, A. (1995): *High Inflation*. Oxford, Oxford University Press.
- JERZMANOWSKI, M. (2006): "Empirics of hills, plateaus, mountains and plains: A Markov-switching approach to growth", *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol. 81, n. 2.
- JOHNSON, S., OSTRY, J. D., y SUBRAMANIAN, A. (2006): "Levers for Growth: Policy Lessons from Earlier Bouts of Growth in Developing Countries", en *Finance and Development*, pp. 28-32.
- JONES, B. F., y OLKEN, B. A. (2008): "The Anatomy of Start-Stop Growth," *Review of Economics and Statistics*, vol. 90, n. 3: 582-587.
- KNIGHT, F. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton and Mifflin, Boston.
- LEJONHUFVUD, A. (2003): "Macroeconomic Crises and the Social Order", Conferencia, Universidad Nacional de la Plata.
- LUCAS, R. J. (2003): "Macroeconomic Priorities", en *American Economic Review*, vol. 93, n. 1.
- NORTH, D. (1993): *Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico*. Ed. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- OCAMPO, J. A., y GRIFFITH-JONES, S. (2008): "A Countercyclical Framework for a Development-friendly IFA", en J. M. FANELLI (2008a): *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures: The Developing World Experience*. Palgrave Macmillan, New York.
- PRITCHETT, L. (2006): "The Quest Continues", en *Finance and Development*, vol. 43 (1), marzo.
- PRITCHETT, Lant (2000): Understanding Patterns of Economic Growth: Searching for Hills among Plateaus, Mountains, and Plains. *World Bank Economic Review*, vol. 14, n. 2.
- REDDY, S. G., y MINOIU, C. (2006): "Real Income Stagnation of Countries, 1960-2001". *Mimeo*, Columbia University.
- REINHART, C., y ROGOFF, K. (2008a): "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises". *NBER Working Paper*, n. 13882.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2008b): "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, 98, mayo.
- RODRIK, D. (1994): "What Does the Political Economy Literature on Trade Policy (Not) Tell Us That We Ought To Know?," *NBER Working Paper*, n. 4870.
- RODRIK, D. (2005): "Growth Strategies", en P. AGHION y S. DURLAUF (ed.): *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, cap. 14, Elsevier.
- SACHS, J. D., y WARNER, Andrew (1995): "Natural Resource Abundance and Economic Growth". *NBER Working Paper*, n. W5398.
- SOLIMANO, A., y SOTO, R. (2006): "Economic growth in Latin America in the late 20th century: Evidence and interpretation", en A. SOLIMANO (ed.): *Vanishing Growth in Latin America: The Late Twentieth Century Experience*. Editorial Edward Elgar, pp. 11-45.
- TOLEDO, M. (2008): "Understanding Business Cycles in Latin America", Presentado en el Taller sobre "Política macroeconómica y fluctuaciones cíclicas", Santiago de Chile, abril de 2008.
- WILLIAMSON, O. (2005): "The Economics of Governance," en *American Economic Review*, vol. 95, n. 2.
- WOLF, H. (2004): "Volatility: Definitions and Consequences", World Bank, en J. AIZENMAN y B. PINTO (eds.): *Managing Volatility and Crisis, A Practitioner's Guide*, World Bank. <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/mv/mvcguide.html>.

RESUMEN

El trabajo se ocupa de estudiar la anatomía de las fluctuaciones agregadas en la Argentina, con especial énfasis en lo sucedido en la última década. La evidencia presentada apoya la hipótesis de que el bajo promedio de crecimiento observado es el resultado de una sucesión de regímenes potenciales de crecimiento que no resultaron sostenibles y colapsaron desatando crisis macroeconómicas, antes que de fluctuaciones cíclicas alrededor de una senda relativamente estable. Para entender esta

dinámica de Go-and-fail de los regímenes de crecimiento el trabajo analiza las interacciones entre el "corto" y el "largo" plazo o, dicho de otra manera, entre los desequilibrios macroeconómicos y la tendencia de crecimiento. En particular, se destaca el rol que juegan los frecuentes cambios de régimen, las transferencias de riqueza, los comportamientos macroeconómicos en contextos de incertidumbre y la vulnerabilidad que todo ello genera en la economía a la hora de enfrentar los shocks.

SUMMARY

The paper studies the anatomy of aggregate fluctuations in Argentina, with special emphasis on events in the last decade. The evidence presented supports the hypothesis that the low average growth observed resulted from a succession of potential states of high growth that proved unsustainable and eventually collapsed, thus leading to macroeconomic crises. This view contrasts with the usual decomposition of aggregate volatility, that is, business cycle

fluctuations around a relatively stable path of growth. To understand this go and fail growth dynamics the paper analyzes the interactions between short-run and long-run factors, that is, among macroeconomic disequilibria and the trend of economic growth. In particular, when dealing with economic shocks, we highlight the role of frequent regime switching, wealth transfers, macroeconomic behavior under uncertainty, all of which generate vulnerability

REGISTRO BIBLIOGRÁFICO

ALBRIEU, Ramiro, y FANELLI, José María

"¿Stop-and-Go o Go-and-Fail? Sobre aceleraciones, crisis e instituciones en la Argentina". *DESARROLLO ECONOMICO – REVISTA DE CIENCIAS SOCIALES* (Buenos Aires), vol. 48, Nº 190-191, julio-setiembre / octubre-diciembre 2008 (pp. 235-268).

Descriptor: <Dinámica macroeconómica> <Stop-and-go> <Go-and-fail> <Crecimiento> <Volatilidad> <Vulnerabilidad> <Instituciones> <Argentina>.