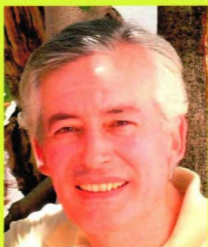


# MACROECONOMÍA DEL RIESGO ARGENTINO

Jorge C. Ávila



*Grupo Unión*



Jorge C. Ávila nació en la ciudad de San Juan en 1953. Se recibió de Técnico Químico en la Escuela Industrial D. F. Sarmiento de esa ciudad en 1971, de Licenciado en Economía en la Universidad de La Plata en 1977, y de Ph.D. en Economía en la Universidad de Chicago en 1986. Jacob Frenkel fue el director de su comité de tesis doctoral y Assaf Razín y Joshua Aizenman fueron los otros dos miembros. Fue sub-Director Nacional en la Secretaría de Hacienda de la Nación y economista-jefe y socio de Macroeconómica S.A. Es profesor e investigador full-time de la Universidad del CEMA desde 1993. Es coautor de El Control de Cambios en la Argentina (FIEL 1989), compilador y coautor de Convertibilidad (Universidad del CEMA 1997) y autor de Riesgo-Argentino & Performance Macroeconómica (UCEMA 2000), Propuesta de Federalismo Fiscal (Consejo Empresario Argentino 2000) y Antídotos contra el Riesgo Argentino (Grupo Unión 2015). Edita el blog económico [jorgeavilaopina.com](http://jorgeavilaopina.com) desde febrero de 2006.

# PRÓLOGO

Este libro postula e intenta probar que la prima de riesgo país es un factor importante en la explicación del comportamiento de la economía argentina en el corto y el largo plazo (ciclo y crecimiento), así como su distorsión más costosa. Hace apenas una década, el riesgo país no formaba parte del vocabulario de la profesión. Los consultores económicos no confiaban en su capacidad de pronóstico y los economistas académicos lo consideraban algo así como un concepto vacío. Ahora es parte natural del vocabulario de periodistas y políticos. Medio mundo habla del riesgo país pero pocos lo aplican de manera consistente.

La prima de riesgo país mide el riesgo macroeconómico o sistémico de un país. Refleja el costo financiero de la desconfianza que despierta una jurisdicción política en el mediano o largo plazo como oportunidad de inversión física. En la Teoría General, Keynes se refiere a ella una y otra vez bajo el nombre de *business confidence*. En tiempos del fundador de la Macroeconomía, el riesgo país aludía a un fenómeno de orden cualitativo, no se lo medía ni estaba integrado a la teoría. Pero tanto entonces como ahora se ha entendido por riesgo país una percepción de futura volatilidad que afecta inicialmente a la inversión y más tarde a la producción y el empleo.

El libro es una amalgama de economía, historia, estadística y matemática. Su objeto es presentar, definir y medir el fenómeno del riesgo argentino y estimar su costo de eficiencia y su influencia sobre el crecimiento y el ciclo económico argentino. Está dirigido a los economistas argentinos, a los economistas que están interesados en países de historia volátil y a todos los analistas intrigados por las consecuencias del riesgo sistémico. Cada capítulo está escrito de forma que el lector no especializado pueda capturar la esencia del argumento en cuestión. Fue inspirado por la experiencia argentina a partir de la década de 1970. El laboratorio macroeconómico de este país es uno de los más ricos del mundo. Incluye el crecimiento más rápido del siglo XIX, una declinación sin paralelo en el XX y dos eventos extremos: la hiperinflación de 1989-1990 y el pánico bancario de 2001-2002.

Como todo fenómeno, el riesgo país reconoce causas y efectos. El libro no se ocupa de las causas sino de sus efectos macroeconómicos; aún no tenemos una teoría de la formación de la prima de riesgo argentino. En el primer capítulo, presentamos el enfoque del riesgo país. Desarrollamos la idea desde su origen, sintetizamos el pensamiento pionero de Arnold Harberger y los progresos de Joshua Aizenman, hacemos un balance de las visiones del fenómeno e ilustramos la utilidad del nuevo enfoque mediante un conjunto de aplicaciones. El nuevo enfoque valoriza el papel de la historia, ofrece un método alternativo de análisis macroeconómico y conduce a sugestivas interpretaciones sobre algunos grandes temas.

En el segundo capítulo ilustramos las fases de convergencia y divergencia que el país ha transitado desde 1875. Hay convergencia cuando el ingreso per cápita relativo va de un nivel cercano a cero a otro cercano a uno, y hay divergencia cuando va en sentido opuesto. Esta variable es igual al ingreso per cápita argentino expresado como fracción del ingreso per cápita promedio del grupo anglosajón (Australia, EEUU, Gran Bretaña y Canadá). Con el fin de investigar la relación entre riesgo país y convergencia, desarrollamos un modelo de crecimiento, repasamos la evidencia histórica sobre la convergencia internacional de los ingresos per cápita y, por último, especulamos sobre posibles trayectorias de las principales variables macroeconómicas en un escenario de convergencia.

En el tercer capítulo investigamos estadísticamente las relaciones entre el déficit fiscal, la incertidumbre y el crecimiento en el período 1915-2006. Concluimos que el déficit fiscal, vía la incertidumbre, es una restricción importante al crecimiento del ingreso per cápita en Argentina.

En el cuarto capítulo desarrollamos un modelo simple donde el riesgo país juega un papel clave, investigamos estadísticamente las relaciones entre la prima de riesgo país y el PBI, el consumo, la inversión y el saldo de cuenta corriente, y comparamos el enfoque de riesgo país con enfoques de diversas escuelas de pensamiento macroeconómico. Llegamos a las siguientes conclusiones: a) Una suba de la prima de riesgo país aumenta el desempleo laboral y no hay forma de que el trabajador desocupado pueda encontrar trabajo en el corto plazo. Esta suerte de desempleo involuntario se debe a la perfecta flexibilidad del precio del capital hundido. b) La apertura al comercio exterior suaviza el impacto de una suba del riesgo país. Mientras más alta sea la capacidad de exportar, menores serán el desempleo laboral y la caída del precio del capital hundido, y mayor será el superávit de cuenta corriente. c) Las series de tiempo argentinas muestran una fuerte correlación negativa entre el

riesgo país y el PBI, el consumo y la inversión, y una fuerte correlación positiva entre el riesgo país y el saldo de cuenta corriente.

En el quinto capítulo tratamos de medir el costo de bienestar de la prima de riesgo país. Arribamos a un par de conclusiones: a) El costo de bienestar del riesgo argentino sería muy grande. Por caso, para el período 1976-2006 rondaría un 20% del PBI, varias veces mayor que el costo de bienestar de cualquier distorsión convencional. b) Este costo sería pagado en un 100% por el factor trabajo.

El riesgo país también fue un fenómeno relevante para Juan B. Alberdi y Domingo F. Sarmiento. En *Sistema Económico y Rentístico*, Alberdi demuestra plena conciencia del fenómeno cuando aconseja la firma de tratados con grandes potencias a fin "de obtener la baja del interés por la disminución de los riesgos que hacen subir al interés". En *Civilización y Barbarie*, Sarmiento narra las consecuencias del riesgo país originado por la anarquía, la guerra civil y la dictadura que se sucedieron entre la caída de Rivadavia y la Organización Nacional. Analistas calificados sostienen que el libro de Sarmiento contiene un diagnóstico correcto del drama argentino del siglo XIX pero que ha perdido validez para interpretar el siglo XX. En este libro sostenemos que el drama esencial es el mismo. Antes, el país experimentó una guerra civil abierta entre fuerzas montoneras y regulares; luego, ha experimentado una guerra civil encubierta entre fuerzas ideológicas de signo opuesto. En términos de riesgo país, ¿qué diferencia hay entre el conflicto armado del siglo XIX y el conflicto político, económico y cultural entre el nacionalismo autarquista y el liberalismo aperturista del siglo XX? En ambos casos, aumentó la prima de riesgo argentino, disminuyó la acumulación de capital y cayó nuestro ingreso per cápita relativo.

Empecé a pensar sobre el fenómeno del riesgo argentino hace 18 años, y a escribir este libro sin quererlo hace 13. En un principio, me resultó extraño que una simple varianza estadística echara tanta luz sobre el comportamiento económico argentino de corto y largo plazo. De este hallazgo, sin embargo, salieron todas las reflexiones y conclusiones del libro.

Jorge C. Avila

Buenos Aires, 1º de mayo de 2000