

## **Estrategia macroeconómica K en perspectiva**

Daniel Oks<sup>1</sup>

¿Es el aumento del PBI atribuible a buenas políticas domésticas, a factores externos o a ambos? ¿Es el fuerte aumento del producto en años recientes el resultado de una recuperación cíclica o de una nueva fase de crecimiento económico rápido y sostenido? ¿Hasta qué punto las políticas domésticas han logrado reducir la vulnerabilidad externa? ¿Cómo se mide y cuál fue el verdadero impacto de la política fiscal durante del período? ¿Y cuán sostenible es la política monetaria expansiva con tipo de cambio real alto?

*La recuperación económica fue espectacular.*

En 2003-2006 el producto (PBI) creció un 41% y posiblemente se concluya el quinquenio 2003-2007 con una recuperación desde el piso de la crisis de 51%; los niveles de pobreza se redujeron más del 50% desde los niveles de 2002. Entre los factores externos de la recuperación se encuentran los muy favorables términos de intercambio, la importante demanda y liquidez global. Entre los factores domésticos, los más importantes fueron: i) una política fiscal prudente con superávit fiscal primario promedio de 3,3% del PBI en 2003-2006 (en fuerte contraste con décadas anteriores); y ii) una política de tipo de cambio real competitivo asociada a una política monetaria expansiva – el tipo de cambio real multilateral en 2003-2007 fue más que el doble del promedio de 1998-2001; y iii) altos niveles de capacidad ociosa en la economía. La combinación de factores explica la fuerte recuperación económica y –por primera vez en décadas– dio lugar a importantes excedentes de ahorro público y de cuentas externas – los superávit “gemelos”. Las reservas internacionales pasaron de U\$10,000 millones en 2002 a US\$44,000 millones en Agosto de 2007. Dicho “colchón” permitió sobrellevar sin sobresaltos la crisis de hipotecas “subprime” en Julio-Agosto de 2007.

Debe resaltarse en particular la consistencia de la estrategia macroeconómica – al menos hasta 2005. Por un lado, la disciplina fiscal y el contexto recesivo inicial contribuyeron a mantener el tipo de cambio real depreciado; las compras de dólares por el banco central permitían así mantener depreciada la moneda y generar liquidez doméstica. Por el otro lado, la política monetaria expansiva y el tipo de cambio competitivo en un contexto de alto desempleo y elevada capacidad ociosa permitió un fuerte crecimiento de la producción doméstica y de la recaudación tributaria con inflación decreciente. La solvencia fiscal mejoró debido a la erosión del gasto público real inducido por el salto inicial de la inflación ligado a la fuerte devaluación en 2002 y

---

<sup>1</sup> El autor es Licenciado en Economía de la U.B.A., Master de Economía de la Escuela de Economía de Londres y Doctor en Economía de la Universidad de Oxford. Se desempeñó como Gerente de Análisis Financiero del BCRA y fue Economista Líder del Banco Mundial hasta 2006. En la actualidad se desempeña como desarrollista inmobiliario y consultor económico.

la expansión monetaria ligada al rescate del sistema financiero (principalmente redescuentos del Banco Central).

Entre los logros deben también resaltarse la importante creación de empleo formal, la reducción sustancial de la tasa de desempleo (de 21% en 2002 a 8% en el tercer trimestre de 2007) y la reducción de la pobreza (de 54% en 2003 a cerca de 30% en 2006). Muchos de estos logros se deben a una política de favorecer la producción doméstica a través de un tipo de cambio competitivo – que ha favorecido a los sectores productores de bienes que son empleo-intensivos – así como también los bajos niveles de salario real post-devaluación – al menos al inicio.

*Más allá de la consistencia macroeconómica, algunas políticas acarrearán costos e incertidumbre en el largo plazo.*

Por un lado, la reestructuración de la deuda pública contribuyó a mejorar la situación fiscal y el perfil y composición del servicio de la deuda a través de: la extensión de plazos de amortización, la pesificación de una parte importante de la deuda, la importante quita de capital y la reducción de tasas de interés durante los primeros años post-canje. Asimismo, la pesificación del sistema financiero y las nuevas regulaciones financieras eliminaron el descalce de monedas protegiendo al sistema bancario de la volatilidad cambiaria. Todo ello, sumado a la acumulación de reservas, contribuyó a reducir la vulnerabilidad fiscal y financiera.

Por otro lado, el enfoque perseguido en la reestructuración de la deuda ha contribuido a erosionar la reputación del gobierno afectando la confianza de inversores – particularmente extranjeros - y ahorristas. En particular, caben mencionar: el prolongado default (duró tres años y medio), la no resolución de los “holdouts” (acreedores que no aceptaron el canje) y la no reestructuración de la deuda con el Club de París. Entre las consecuencias se encuentran: el riesgo de embargo de activos estatales – que dificultada la colocación de bonos en jurisdicciones del exterior; la elevada volatilidad del riesgo país (sobre todo si el mismo es medido utilizando los bonos de mayor madurez); y los bajos niveles de inversión extranjera - en promedio US\$ 4.800 millones en 2004-06 comparado con US\$ 7.400 millones en Chile y US\$ 850 millones en Uruguay (el PBI de estos países es aproximadamente la mitad y la décima parte del de Argentina respectivamente).

El riesgo país de Argentina – sustancialmente más importante que el observado en otros países de la región – provee una medida del riesgo diferencial de Argentina. En el contexto de la crisis del mercado de hipotecas “sub-prime” en EEUU, el riesgo soberano de Argentina (EMBI) subió de 300 p.b. (puntos básicos) a mediados de Julio a 460 p.b. a fin de Agosto – mientras que en igual período, el riesgo promedio de países emergentes subió de 170 p.b. a 230 p.b.. Comparando el nivel de Septiembre contra el de Enero de 2007, el riesgo país de Argentina prácticamente se duplicó mientras que el de Brasil y Uruguay aumentó sólo un 10% y un 20% respectivamente. Si bien el diferencial de riesgo país refleja en parte los excesos fiscales previos a la elección de 2007 y la discrecionalidad en el manejo de los índices de inflación (a los cuales está

indexada parte de la deuda pública), también posiblemente refleje la falta de voluntad por normalizar las relaciones con los mercados de deuda antes y después del canje.

En el ámbito financiero, el “corralito” y el “corralón” - congelamiento de cuentas corrientes y de depósitos a plazo - y la pesificación asimétrica de depósitos y préstamos en moneda extranjera generó masivas transferencias de riqueza (principalmente a expensas del estado y ahorristas y a favor de deudores – muchos de los cuales fueron simultáneamente favorecidos por el impacto de la devaluación en el precio de los bienes producidos). Ello aparejó la pérdida de confianza en los contratos con el sistema financiero. Medidos en dólares, los depósitos totales del sistema bancario eran a fines de 2006 un 36% menores que en Diciembre de 2000. Si bien la intermediación ha aumentado significativamente, el sistema bancario continúa siendo un sistema altamente transaccional – los depósitos a plazo representan un 49% del total de depósitos bancarios. El rebalanceo de activos financieros en los portafolios de los inversores tras la crisis privilegió a los activos inmobiliarios y a instrumentos financieros fuera del sistema bancario incluyendo activos externos.

Otras políticas que también fueron “beneficiosas” en el corto plazo y costosas en el largo plazo son las políticas de retenciones a la exportación y el congelamiento de tarifas de infraestructura. Las retenciones a las exportaciones agropecuarias tienen en el corto plazo efectos beneficiosos para el fisco y para el consumidor (al contener aumentos de precios de productos exportables). En el largo plazo sin embargo restringen la inversión y la oferta en algunos de los sectores potencialmente más dinámicos de la economía con la posibilidad así de bajar el costo de los productos y desarrollar el potencial exportador del país contribuyendo así al crecimiento sostenido. Similarmente, el congelamiento de tarifas de energía residenciales, aún cuando mejoraron temporariamente el poder adquisitivo del salario, desincentivaron la inversión y la oferta de largo plazo en servicios de infraestructura (cruciales para sostener el crecimiento). En el caso de las tarifas eléctricas y de transporte público, el fisco terminó pagando un elevado costo al tener que subsidiar la continuidad en la provisión y/o expansión de los servicios. Algunas de estas políticas a menudo beneficiaron a sectores que estaban en condiciones de pagar una tarifa más cercana al costo de producción del servicio.

### *Superávit fiscales, quita de la deuda y endeudamiento – ¿Inconsistencia entre flujos y stocks?*

La reversión de una situación de déficit fiscales crónicos (en promedio 1,8% del PBI durante 1994-2001) a una de superávit fiscales (en promedio 1,7% del PBI en 2003-2006) constituye uno de los logros más importantes del gobierno del Presidente Kirchner. La estrategia fiscal y la acumulación de reservas han contribuido a reducir la incertidumbre macroeconómica que caracterizó a la economía argentina durante la segunda mitad del siglo veinte. Las pérdidas de ingreso ocasionadas por interrupciones de períodos de crecimiento debido a crisis macroeconómicas originadas en desequilibrios fiscales han sido significativas en el pasado. Por ejemplo, si en cada año en que hubo recesión el PBI se hubiese mantenido en el nivel del año previo a la

recesión, en promedio durante el período 1980-2006 el crecimiento del PBI habría sido cerca de 2 puntos porcentuales anuales más elevado.

Sin embargo, y a pesar de la importancia de los superávits fiscales, la evolución de los stocks de deuda pública sugiere la necesidad de ampliar el marco de análisis de la política macroeconómica a la contabilidad extra-presupuestaria. La suma de la quita de la deuda originada en el canje y los superávits fiscales implican una deuda considerablemente inferior a la observada. La principal causa de la efectiva discrepancia se puede rastrear, entre los factores más importantes, a los elevados costos cuasi-fiscales derivados del rescate del sistema financiero tras la crisis de 2001. Según Espert<sup>2</sup>, por ejemplo, hubo emisiones de bonos por US\$26.000 millones (US\$2796 millones de BOCONES y US\$23.517 millones de BODEN) para compensar a bancos y ahorristas por la pesificación asimétrica.

Específicamente, sumando los superávits fiscales - aproximadamente US\$ 8.000 millones acumulados en 2002-2006 - y la quita obtenida en la reestructuración de la deuda pública - aproximadamente US\$ 42.000 millones excluyendo los “holdouts” - la deuda pública debería haber caído unos US\$50.000. El resultado habría sido una deuda “teórica” a fines de 2006 de US\$ 69.000 millones en lugar de los US\$137.000 millones observados (Tabla 1). La deuda de hecho siguió aumentando – unos US\$ 18.000 millones entre 2001 y 2006 (excluyendo holdouts).

Las principales fuentes de aumento de deuda y que dan cuenta de la discrepancia entre la deuda efectiva (US\$136.000 millones) y la teórica (US\$ 69.000 millones) – es decir US\$67.000 millones - han sido: i) las compensaciones a bancos y ahorristas por la pesificación asimétrica (que creó un tipo de cambio preferencial para deudores y perjudicial para acreedores) equivalente a unos US\$26.300 millones; ii) emisiones de deuda para atender otras obligaciones del estado (ej. juicios de proveedores); iii) el ajuste de deuda pública indexada por efecto de la inflación; (estimada en US\$18.000 millones)<sup>3</sup> – aproximadamente la mitad de la deuda se pesificó; y iv) la revalorización de la deuda pública denominada en monedas diferentes al dólar por efecto de la depreciación del dólar frente a dichas monedas (unos US\$12.000 millones). Algunos de estos componentes no son estrictamente déficit del gobierno consolidado, particularmente, los componentes iii) y iv). Sin embargo los otros conceptos deberían computarse como déficit en una contabilidad consolidada (presupuestaria y extra-presupuestara) de las cuentas públicas.

**Tabla 1 – Superávits fiscales, reestructuración de deuda y déficit cuasi-fiscales. Impacto sobre la deuda pública (millones US\$)**

<b>I - Deuda 2001 (excluyendo “holdouts” del canje – US\$25.348)</b>	<b>118.874</b>
<b>II – Superávits financieros 2002-2006</b>	<b>7.783</b>
<b>III – Reducción deuda por reestructuración 2005 (sin “holdouts”)</b>	<b>41.957</b>
<b>IV = I–II–III Deuda “teórica” - consistente con balance fiscal y</b>	<b>69.134</b>

<sup>2</sup> La Nación, 10 de Junio de 2007.

<sup>3</sup> Ver pie página anterior.

<b>quita</b>	
<b>V – Deuda efectiva 2006 – excluyendo “holdouts”</b>	<b>136.725</b>
<b>VI = V – IV Diferencia originadas en fuentes cuasi-fiscales</b>	<b>67.591</b>
<b>VII = V – I Variación efectiva de deuda entre 2001 y 2006</b>	<b>17.851</b>

Fuente: Boletín Fiscal del MECON (varios números).

La emisión de deuda pública generada por las compensaciones a ahorristas y a bancos – US\$26.000 millones – equivale a un 40% de los depósitos en el sistema financiero a fines de 2001. En términos del PBI, el costo fiscal (cercano al 10%) es inferior al costo fiscal de resolver crisis bancarias en América Latina – según el FMI el mismo en promedio ha sido cerca del 20%.

En cualquier caso, del análisis de la evolución de los stocks de deuda surge que la política fiscal ha sido más expansiva que lo que los superávits fiscales implican. El efecto contractivo de los superávits fiscales ha sido más que contrarestando por los efectos riqueza positivos generados por las transferencias cuasi-fiscales. El efecto redistributivo de dichas transferencias debería ser el sujeto de una exhaustiva evaluación. Si bien la quita de deuda contribuyó a financiar la mayor parte de los gastos mencionados y ello no importó un costo fiscal directo, la incertidumbre asociada a las políticas intervencionistas conlleva un costo de largo plazo que debería computarse a la hora de evaluar el resultado de las políticas adoptadas para confrontar la crisis.

#### *Aumento del gasto público y deterioro fiscal reciente.*

Desde 2005, el gasto público primario creció a un ritmo superior al de la recaudación; dicho proceso se agudizó en el primer semestre de 2007 cuando el gasto público nominal promedió un 45% de aumento. En igual período la recaudación (sin contar los recursos extraordinarios derivados de la re-estatización de una parte de las pensiones) aumentó un 31%. El gasto público primario se incrementó 156% en términos nominales entre 2002 y 2006 frente a un aumento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de 44% (promedio 2006 vs promedio 2002). La participación del gasto primario en el PBI pasó de 16,9% en 2002 a 20,7% en 2006 y se estima alcance un nivel cercano al 23% del PBI en 2007 (suponiendo un 40% de incremento nominal anual en el gasto primario para todo el año); esto contrasta fuertemente con el promedio de 1998-2001 - 18,5% del PBI – dando evidencia del fuerte aumento del gasto público durante el período.

El aumento del gasto primario entre 2002 y 2007 se explica por el aumento del gasto en jubilaciones (sólo en parte atribuible a los traspasos de jubilados al sistema estatal), aumento en las transferencias al sector privado (principalmente los fideicomisos de infraestructura), inversión pública y transferencias a las provincias (Tabla 2). Entre 2004 y 2006, la partida con mayor aumento fue la inversión pública.

El impacto en el superávit primario del mayor gasto fue morigerado por el rápido aumento de la recaudación tributaria - 188% entre 2002 y 2006 pasando de 18,7% del PBI en 2002 a 24,2% en 2006 (en 1998-2001 el promedio fue 19%). Como

consecuencia, el superávit primario sólo se redujo moderadamente hasta 2006 - pasó de 3,9% del PBI en 2004, a 3,7% en 2005, 3,5% en 2006; en cambio caerá fuertemente en 2007 - se estima un superávit primario entre 2% y 2,5% del PBI (sin computar los ingresos de una sola vez por traspasos de seguridad social al sistema estatal).

**Tabla 2 – Fuentes de Expansión del Gasto Primario (millones de \$)**

	<b>Transferencias Sector Privado</b>	<b>Transferencias a las Provincias</b>	<b>Prestaciones Seguridad Social</b>	<b>Inversión Pública</b>	<b>Gasto Primario</b>	<b>Gasto Primario (% PBI)</b>
<b>2002</b>	8.695	14.768	16.534	2.182	52.823	16,9%
<b>2006</b>	17.639	45.040	32.190	16.459	13.5356	20,7%
<b>2006/2002</b>	103%	205%	95%	654%	156%	---
<b>2006/2004</b>	43%	47%	41%	184%	54%	---

Dado que el servicio de intereses de la deuda en 2007 es cercano al 2% del PBI (Ley de Presupuesto 2008), es probable que el ejercicio fiscal 2007 termine equilibrado. En los años subsiguientes los intereses de la deuda seguirán subiendo por el efecto de renovación de deuda (las amortizaciones de deuda aumentan un 18% en 2008) a un costo creciente – mayor riesgo país – y por el efecto de la inflación sobre los intereses de la deuda denominada en pesos (si bien es discutible que la retribución por inflación de la deuda deba ser computada como parte del déficit real). En cualquier caso, la sostenibilidad fiscal exige superávits primarios consistentes con el creciente servicio de intereses de la deuda. En reconocimiento de esta necesidad, el nuevo gobierno ya ha tomado recaudos – luego de la elección – principalmente a través del anuncio de nuevos aumentos en las retenciones a las exportaciones (posibles por los elevados precios de los commodities) y ajustes de tarifas (que apuntan a reducir los subsidios a los servicios de transporte y energía).

*Política monetaria e inflación.*

Entre Enero de 2003 y Junio de 2007, en su afán por mantener un tipo de cambio competitivo, y a través de su intervención en el mercado de divisas el Banco Central (BCRA) acumuló US\$ 32.656 millones de reservas internacionales monetizando un 56% de las mismas. El resto fue esterilizado a través de emisión de Letras, cancelación de redescuentos y aumento de depósitos del gobierno<sup>4</sup>. En dicho período la base monetaria se incrementó un 185% y el PBI nominal aumentó un 108%; la diferencia (multiplicativa) de 37% da cuenta de la mayor demanda de moneda y de la mayor inflación.

La inflación mensual (IPC - Capital y Gran Buenos Aires) subió de alrededor del 3,5% anual en 2003 a 9,6% en 2006. En 2007, según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) la inflación anualizada a Agosto habría descendido a 8% en el tercer trimestre. Sin embargo, en vista de posibles cambios en la metodología

<sup>4</sup> En enero de 2006, el Tesoro canceló su deuda con el FMI (US\$ 9.530 millones) con reservas prestadas del BCRA pagándole al mismo una Letra intransferible por idéntico valor.

o en la aplicación de la misma (por ej. modificando la calidad de los productos encuestados), es posible que en lugar de descender la inflación efectiva haya aumentado. La intervención de la Secretaría de Comercio en el INDEC conllevó el reemplazo de técnicos y autoridades poniendo en duda el principio de autonomía de gestión de la agencia. En 2007 ha habido una creciente discrepancia entre la medición del IPC de Capital y Gran Buenos Aires y la del IPC en el interior del país así como la inflación en los supermercados - en algunos casos la inflación es hasta 2 y 3 veces mayor que la del IPC de Capital y GBA. Similarmente, la variación del IPC de Capital y GBA es sustancialmente menor que el Índice de Precios Mayoristas, el Índice de Precios Implícitos y la evolución general de salarios. Por ejemplo, desde 2006 los salarios privados formales crecen a una tasa que oscila entre el 18% y el 21% anual.

Aún si la inflación estuviera bien medida, los controles de tarifas de energía residencial, agua y transporte público y la existencia de precios regulados (indirectamente a través de retenciones a las exportaciones) implica que la inflación potencial es sustancialmente mayor a la efectiva. Dichos servicios de infraestructura y los combustibles de consumo doméstico representan 13% de la canasta familiar utilizada para calcular el IPC; y la carne solamente representa un 7,4% más de la canasta. La convergencia de tarifas a precios que se acerquen al costo de producción de los servicios de infraestructura y/o a precios percibidos en otros países podría implicar aumentos sustanciales en el nivel general de precios. Por ejemplo, si se duplicaran las tarifas, el impacto directo en el IPC sería de 13 puntos porcentuales. Como es razonable - para amortiguar el impacto en el IPC - el nuevo gobierno ya ha dispuesto ajustes del orden del 20% para el 2008.

¿Qué rol juega el BCRA en el proceso inflacionario? Si el BCRA no convalidara los aumentos de salarios y precios con mayor expansión monetaria, aumentaría la tasa de interés y se apreciaría el tipo de cambio. El efecto contractivo del aumento de la tasa de interés y la apreciación cambiaria contribuirían a reducir el exceso de demanda y con ello la inflación. La política monetaria del BCRA, sin embargo, ha sido expansiva aún ante la evidencia de inflación creciente. La base monetaria amplia creció en 2006 un 38%; se desaceleró en la primera mitad de 2007 creciendo un 32% interanual. El agregado monetario más amplio M3 (que incluye depósitos a plazo) ha crecido a una tasa cercana al 30% anualizada en el primer semestre de 2007. Aún si la demanda de dinero se mantuviera constante, la oferta de dinero estaría aumentando unos 6 puntos porcentuales más rápido que la demanda originada en mayores cantidades y precios - suponiendo un aumento del PBI del 8% e inflación efectiva del 15% en 2007. Con inflación en alza, es además probable que se esté produciendo una caída en la demanda de dinero con lo que el exceso de oferta monetaria resultante sería aún mayor.

Es bien conocido lo difícil que resulta desactivar un proceso inflacionario cuando las expectativas inflacionarias elevadas se incorporan a las decisiones de fijación de precios y salarios. Más allá de la pérdida de eficiencia económica que dicho escenario implica (incluida la mayor incertidumbre macroeconómica), la inflación resulta a menudo ser el más regresivo de los impuestos. En particular, los sectores asalariados informales - cuyos ingresos han crecido considerablemente menos que el de los formales - verían sus ingresos reales deteriorarse rápidamente con consecuencias

graves para la pobreza. A pesar del aumento del empleo formal, se estima que aún entre 40% y 45% de los trabajadores se hallan empleados informalmente.

*Políticas macroeconómicas, tipo de cambio real multilateral y vulnerabilidad externa.*

En líneas generales, las políticas macroeconómicas y las condiciones internacionales condujeron a importantes superávits fiscales y comerciales los que junto a la acumulación de reservas internacionales contribuyeron a reducir la vulnerabilidad externa. La acumulación de reservas fue acompañada de una política de tipo de cambio real multilateral depreciado. La reestructuración de la deuda también contribuyó a reducir la vulnerabilidad a través de la quita, extensión de plazos, reducción de la concentración de vencimientos y tasas de interés más bajas en los años inmediatos posteriores al canje. Por otro lado, la no resolución de los holdouts y de la deuda con el Club de París restringen el acceso a los mercados internacionales para refinanciar pasivos. Similarmente, la fuerte intervención del sistema financiero – al reducir la credibilidad en el mismo – limita su profundización y por ende su capacidad para absorber distintos tipos de shock.

Recientemente, la combinación de una política fiscal más laxa y una política monetaria expansiva tendieron a hacer perder competitividad al tipo de cambio real, especialmente si se tiene en cuenta que la inflación efectiva ha sido mayor a la reportada. Sin embargo, dicho efecto quedó amortiguado por el hecho de que la Argentina no apreció su moneda frente al dólar mientras que la mayoría de los países con que Argentina comercia si lo hicieron. A pesar de la inflación doméstica, el tipo de cambio real multilateral (estimado por el BCRA) ha seguido mejorando año a año entre 2002 y 2007. Aún si se corrigiese por la inflación no captada por el INDEC – por ejemplo, 10% - el tipo de cambio real multilateral en 2007 estaría un 2% más depreciado que el promedio de 2003.

De continuar la tendencia del consumo a crecer más rápido y de la inversión de crecer menos rápido los alcances logrados en materia de menor vulnerabilidad podrían perder vigencia. La expansión económica está crecientemente impulsada por el consumo el que a su vez guarda relación con la política fiscal expansiva. En el primer semestre de 2007 el consumo privado creció un 8,8% interanual – por encima del 8,3% de aumento del PBI. El ritmo de la inversión en cambio, si bien aún importante (13,4% de crecimiento interanual en el primer semestre), ha decrecido en comparación con años anteriores (18,2% en 2006, 22,7% en 2005 y 34,4% en 2004). El aumento del consumo privado es impulsado por: aumentos de salarios; subsidios del gobierno – 41% interanual; y (en menor medida) el aumento del crédito. El stock de crédito de consumo (hipotecas, prendas, personales y tarjetas de crédito) interanual aumentó 46% en términos nominales en Junio, 2007.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Si bien el nivel de crédito al sector privado en la economía es bajo – cercano a 10% del PBI, ha habido un aumento importante en el crédito provisto a través de los mercados de capitales (préstamos de tiendas y/o proveedores que luego son securitizados en fideicomisos financieros).

El fuerte dinamismo de la demanda agregada doméstica (explica el 110% del aumento del PBI en 2006 y en el primer semestre de 2007) tiene como contrapartida una caída de las exportaciones netas. Las mismas contribuyeron negativamente a explicar el aumento del PBI en un 8% en 2006 y en un 17% en el primer semestre de 2007. Ello surge de un aumento de las importaciones sustancialmente más alto que el de las exportaciones – 20,1% frente a 8,6% en el primer semestre de 2007. El superávit comercial disminuyó 22% en los primeros 7 meses de 2007 frente a igual período de 2006. A valores constantes las exportaciones aumentaron en los primeros 5 meses de 2007 (frente a idéntico período de 2006) sólo un 2,4% mientras que las importaciones lo hicieron en un 22%.

Sin embargo, la principal fuente de vulnerabilidad macroeconómica no surge tanto de las tendencias en la demanda doméstica como de el eventual deterioro de los términos de intercambio y - ligado a ello - la liquidez global. En particular, los superávits gemelos son vulnerables frente a cambios en la situación de la economía global. El riesgo mayor es una desaceleración del crecimiento global que impacte sobre el precio de los “commodities” de exportación. Por ejemplo, una reducción del precio promedio de las exportaciones de 2007 al nivel de precios de 2003 conllevaría a la virtual eliminación del superávit comercial en 2007. Ello a su vez reduciría la recaudación vía retenciones a la exportación en cerca de 0,5% del PBI (más después de las retenciones a fines de 2007) – las retenciones a las exportaciones representan aproximadamente un 10% de la recaudación total. Una apreciación del dólar (frente a terceras monedas) impactaría fuertemente sobre la competitividad externa y un aumento en la aversión al riesgo de inversores internacionales (mayor riesgo país) y/o una reducción de la liquidez global impactaría negativamente sobre el costo y disponibilidad de fondos para refinar los pasivos del gobierno.

*Agotamiento del potencial de recuperación cíclico condiciona el crecimiento sostenido a un aumento en la inversión.*

Más allá de los beneficios de adoptar una política monetaria expansiva durante los primeros años de la post-crisis, en la situación actual – con altos niveles de empleo de los factores productivos - el crecimiento sostenido requiere focalización en los determinantes de la inversión y la acumulación de factores incluyendo los procesos de innovación. El agotamiento del potencial de recuperación cíclica está dado por el alto nivel de aprovechamiento de la capacidad ociosa de: i) el capital físico-reproductivo; ii) el capital humano; y iii) la infraestructura.

- i) *Altos niveles de utilización del factor capital.* Entre 1998 - año en que el PBI alcanzó un pico en la década del 90 - y 2006 el stock de capital físico total (neto de depreciaciones)<sup>6</sup> creció un 16% - apenas por

<sup>6</sup> Basado en INDEC hasta 2004 y estimaciones de depreciación para 2005-06 igual al promedio de 1999-2004.

encima del aumento del PBI en igual período (15%). Suponiendo una similar relación capital-producto en 1998 y 2006, y teniendo en cuenta que el PBI en 1998 se encontraba por encima de su potencial,<sup>7</sup> se puede inferir que en 2006 la economía habría estado nuevamente cerca de su nivel potencial. Según dichas estimaciones del producto potencial ya en 2005 la Argentina habría alcanzado su nivel de producto potencial y habría tenido en 2006 y 2007 una brecha negativa – es decir la economía habría estado creciendo por encima de su potencial. Por otro lado, según las encuestas de INDEC, desde 2005 la industria mantiene niveles de utilización de la capacidad instalada cerca de su máximo histórico - en el entorno del 70-75%. Los niveles de utilización de la capacidad instalada en años previos fue: 52% en 2002, 62% en 2003 y 69% en 2004. En Septiembre-Octubre de 2007, la utilización de la capacidad instalada alcanzó un récord de 78%.

- ii) *Elevado nivel de participación en el mercado laboral y bajo nivel de desempleo.* La tasa de empleo de la población económicamente activa que en 1990-2003 fluctuó alrededor del 36% (y nunca excedió el 38%) se hallaba en el primer trimestre de 2007 en un nivel cercano al 42%. Esto es el nivel máximo alcanzado en los últimos 17 años. Y la tasa de desempleo, cercana al 8% en el tercer trimestre de 2007, si bien elevada en términos absolutos, se haya en los niveles históricos más bajos desde Octubre de 1992.
- iii) *Cuellos de botella en servicios de infraestructura.* Los cuellos de botella en infraestructura son particularmente importantes en los sectores de energía, transporte público, agua y saneamiento. En sectores con precios controlados como la refinación de petróleo, el uso de la capacidad instalada llega al 96% en 2007. Según un informe de 2006 del Banco Mundial<sup>8</sup>, en la Argentina la inversión total (pública y privada) en infraestructura (excluyendo telecomunicaciones) promedió 1,5% del PBI en 1993-2000, descendió a 1,2% en 2001-2003 y se recuperó a 1,6% en 2004-05. Según dicho informe, el país debería invertir entre 2% y 4% del PBI en infraestructura básica (agua y saneamiento, transporte, electricidad y gas) durante los próximos 5 años para alcanzar las metas de Objetivo de Desarrollo del Milenio establecido por las Naciones Unidas en el año 2000. En particular, las inversiones en el sector energético en 2006-2010 deberían rondar los US\$ 5.000 millones anuales para mantener la misma calidad y fiabilidad del servicio que en la década pasada. La inversión pública total aumentó de 1,6% en 2005 a 1,9% en 2006 y 2% del PBI en 2007

<sup>7</sup> José L. Maia y Mercedes Kweitel, “Argentina: sustainable output growth after the collapse”, Minsiterio de Economía, Septiembre de 2003. Ver también Lian Allub, “Déficit Estructural y Cíclico de Argentina para el período 1980-2006”, Agosto, 2007, Universidad Nacional de Cuyo.

<sup>8</sup> Argentina – Infraestructura para el Crecimiento y Reducción de la Pobreza. Banco Mundial, 2006.

(proyectada) – dicho aumento se explica principalmente por partidas extra-presupuestarias.

Los altos niveles de utilización de los factores productivos per se no inhiben el potencial de crecimiento; simplemente condicionan el mismo a las nuevas inversiones.

### *Potencial y agenda de crecimiento*

Para sostener el crecimiento económico en el futuro – aún a tasas históricamente elevadas de 5-6% - serán necesarias, además de favorables condiciones externas y espacio fiscal, importantes inversiones en capital humano, capital reproductivo e infraestructura. Para ello el próximo gobierno deberá promover un amplio y profundo debate sobre las fuentes de crecimiento con el fin de generar consensos detrás de una agenda compartida de crecimiento.

En 1993-2006 el PBI creció en promedio 3%; si bien dicha tasa supera el promedio 1950-2000 y es similar a la del promedio de América Latina, es también considerablemente menor a la alcanzada por países exitosos de la región como Chile – 5,7% - y de fuera de la región como Corea - 6,7%. La consolidación de la estabilidad macroeconómica podría agregar 1 a 2 puntos porcentuales anuales al crecimiento histórico de Argentina. Pero para alcanzar tasas de crecimiento de 5%-6% es necesario mejorar sustancialmente el clima de inversión. Creciendo al 6% el país podría duplicar su ingreso per cápita en 14 años y converger al ingreso per cápita de España en 30 años.

El potencial de crecimiento de un país está dado por la acumulación de factores de producción y el aumento de su productividad factorial total (PFT).<sup>9</sup> Para que el PBI crezca al 6% anual en forma sostenida los factores productivos deberían crecer al 4-5% y la PFT al 1-2%. Ello requiere una tasa de inversión de entre 24% y 26% del PBI – elevada en comparación con el promedio de 18% en 1993-2005 o de 21,7% en 2006. Para alcanzar dicha meta debería mejorar el clima de inversión a través de políticas que generen oportunidades y reduzcan los riesgos de invertir en capital reproductivo, infraestructura y en recursos humanos.

Las condiciones de inversión en capital reproductivo requieren estabilidad macroeconómica y financiera, mercados de factores eficientes, y un contexto institucional que a la vez cree oportunidades (integración, desregulación e innovación) y reduzca los riesgos de invertir (seguridad jurídica, eficiencia de la justicia, autonomía de agencias y entes reguladores).

En particular, la innovación es un objetivo y un determinante del clima de inversión. Las ganancias de productividad – fuertemente ligadas a los procesos de

---

<sup>9</sup> La productividad factorial total es el residual de aumento del producto no atribuible al aumento en la utilización de los factores productivos.

innovación - explican entre 50% y 75% del crecimiento de los países y casi toda la diferencia entre tasas de crecimiento.<sup>10</sup> En los países de mayor crecimiento, la PFT ha desplazado a la acumulación de factores como la principal fuente de crecimiento; en China, por ejemplo, la PFT explica la mitad del crecimiento en las décadas del 80 y el 90. Los procesos de innovación incluyen procesos empresariales, modelos de negocios y organizacionales, nuevos productos y cualquier idea que permita agregar valor a una empresa o a la sociedad. Las estrategias de innovación exitosas facilitan la creación de redes de conocimiento integrando a empresas, instituciones educativas y de investigación y a los distintos niveles de gobierno.

En el caso de infraestructura, no se trata sólo de evitar cuellos de botella en sectores como energía, saneamiento y transporte público. Como bien lo ilustra la experiencia asiática, la modernización de infraestructura juega un rol crítico en los aumentos de productividad. Un marco regulatorio transparente y estable contribuiría a la inversión y eficiencia de los servicios.

La acumulación de capital humano requiere mejoras en la oferta educativa, aumentos de la participación en el mercado laboral e incentivos para la inversión en educación. La calidad de la oferta es particularmente importante – el reciente test de PISA (realizado por la OCDE) ejemplifica el déficit cualitativo de nuestros estudiantes secundarios en ciencias. La flexibilidad laboral, acompañada de regímenes de seguridad universales, pueden contribuir a la participación y movilidad laboral, al empleo formal y a un mejor enlace entre inversión y retornos a la inversión en educación. Es asimismo crucial estrechar los vínculos con los procesos de innovación e integración y fortalecer la función y capacitación docente.

Finalmente, el clima social es una parte indisociable del clima de inversión. Una estrategia de inclusión social debería considerar: programas integrados de salud, educación y vivienda; asistencia universal a través de transferencias condicionadas; programa de erradicación de pobreza extrema.

#### *Conclusión - El legado K.*

La Argentina tuvo una espectacular recuperación económica desde la crisis de 2001-2002 logrando asimismo alcanzar importantes superávits gemelos y una significativa acumulación de reservas. La recuperación estuvo basada en condiciones internacionales favorables para los productos de exportación y en una política de macroeconómica con tipo de cambio real competitivo, disciplina fiscal e importantes transferencias ligadas a la pesificación del sistema financiero. Dicha política fue exitosa en un contexto de altos niveles de capacidad ociosa y desempleo en que las restricciones de oferta no fueron operativas.

En la medida que los factores de producción se acercan a su plena utilización, el crecimiento rápido requiere aumentos en la tasa de inversión. Recientemente, políticas

---

<sup>10</sup> “World Development Report: Knowledge for Development”, Banco Mundial (1999).

monetarias y fiscales expansivas han conducido a un aumento de la inflación y a una tasa de crecimiento de la inversión decreciente. A raíz de ello, y del descuido en los determinantes microeconómicos del clima de inversión (seguridad jurídica, transparencia, marcos regulatorios predecibles), el margen de maniobra macroeconómica se ha reducido considerablemente. El próximo gobierno deberá tomar decisiones importantes para consolidar la estabilidad macroeconómica y a la vez crear un clima favorable de inversión.

La lógica política indica que 2008 debería ser el año en que el gobierno invierta para asegurar la estabilidad y el crecimiento en los años subsiguientes. El crecimiento sostenido de mediano y largo plazo requiere adoptar políticas y estrategias de largo plazo que mejoren los incentivos y reduzcan los riesgos para invertir en factores productivos incluyendo en procesos de innovación empresarial. Ello requiere una creciente institucionalidad y a la vez un debate nacional profundo para alcanzar consenso sobre las fuentes de crecimiento y equidad detrás de las cuales la sociedad se debería alinear.

----- . -----