

# La inversión en la Argentina

## Presente incierto ¿Futuro promisorio?

Octubre 2007  
Buenos Aires



# **La inversión en la Argentina**

## Presente incierto ¿Futuro promisorio?

Octubre 2007  
Buenos Aires

Aldo Abram  
Felipe de la Balze  
Javier González Fraga  
Martín Krause  
Carlos Rodríguez Braun<sup>1</sup>

---

1. Agradecemos la colaboración de la Lic. Adriana Coro, quien actuó como asistente de investigación en este proyecto.

## Aldo Abram

Es Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Posee un Master en Economía del CEMA y, es Director General de la consultora EXANTE así como Director Ejecutivo del Centro de Investigaciones de Instituciones y Mercados de Argentina (CIIMA) del ESEADE. También es Asesor económico y financiero de bancos, empresas y entidades intermedias.

## Felipe de la Balze

Es Secretario General del Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI). Es Profesor de Economía Internacional en el Instituto del Servicio Exterior del Ministerio de Relaciones Exteriores y en otras universidades. Ha publicado más de diez libros y es autor de numerosos artículos sobre la inserción de la Argentina en la economía y la política internacional, editados en el país y el exterior. Es, director y asesor de varias empresas y fondos de inversión nacionales e internacionales. Cursó sus estudios universitarios en *l'Institut d'études politiques de Paris*, *Woodrow Wilson School of Public Affairs* de la Universidad de Princeton y *London School of Economics* (Gran Bretaña).

## Javier González Fraga

Es Licenciado en Economía egresado de la UCA (1971) y en la actualidad Candidato Doctoral. Estudió en *the London School of Economics* (1969-70) y es *Fellow* del *Center for International Affairs* de Harvard University (1990). Profesor Titular Ordinario en la UCA, fue Presidente del Banco Central en dos oportunidades entre 1989 y 1991. Empresario, asesor económico y financiero, actualmente es director del Instituto para la Concertación, la Equidad y la Democracia que constituye los equipos técnicos de Roberto Lavagna.

## Martín Krause

Se graduó como Doctor en Administración en 1978 de la Universidad Católica de La Plata. Desde entonces ha estado dedicado principalmente a las tareas académicas y de consultoría en el ámbito de la economía. En 1998 resultó electo por concurso Profesor Titular de Economía de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires. Es también profesor titular en la Escuela Superior de Economía y Administración de Empresas (ESEADE) y profesor visitante de la Universidad Francisco Marroquín en Guatemala. Es miembro del *Mont Pelerin Society*.

## Carlos Rodríguez Braun

Es doctor en Ciencias Económicas egresado de la Universidad Complutense de Madrid y catedrático de Historia del Pensamiento Económico en la misma universidad. Es autor de numerosos trabajos publicados en Europa y América además de una docena de libros. Es académico correspondiente de la Academia Nacional de Ciencias Económicas de la Argentina y miembro del *American Economic Association*, *History of Economics Society*, *European Society for the History of Economic Thought*, y *Mont Pelerin Society*.

# Indice

<b>1. ¿A qué llamamos inversión?</b> .....	<b>07</b>
<b>2. Evolución de la inversión en Argentina</b> .....	<b>08</b>
<b>3. Determinantes de la inversión</b> .....	<b>12</b>
3.1. El retorno sobre la inversión	12
3.2. Las inversiones en diferentes tamaños de empresas	13
3.3. Las inversiones en empresas de servicios públicos	14
3.4. Otros determinantes	15
<b>4. Inversiones extranjeras directas</b> .....	<b>20</b>
4.1. Determinantes de la inversión extranjera	20
4.2. Las reglas de juego	22
<b>5. Temas externos pendientes que afectan la inversión</b> .....	<b>26</b>
5.1. El Club de París	26
5.2. Centro Internacional de Arreglo de Diferencias sobre Inversiones (CIADI)	27
5.3. Los holdouts	28
5.4. El costo de los incumplimientos	29
<b>6. Temas internos pendientes que afectan la inversión</b> .....	<b>31</b>
6.1. Las retenciones a las exportaciones	31
6.2. Controles de precios	32
6.3. Los subsidios a las empresas	33
6.4. La intervención del INDEC	34
6.5. Reconstitución del mercado de capitales	34
6.6. La falta de actualización de los balances de las empresas para la determinación del impuesto a las ganancias	35
6.7. Barreras regulatorias	35
<b>7. Recomendaciones</b> .....	<b>38</b>

## Introducción

Argentina sufrió la peor crisis de su historia en los años 2001-2002. A partir de entonces ha experimentado una fuerte recuperación, en la que incluso se ha superado el máximo nivel de PBI anterior a la caída, generando un ciclo de cinco años de crecimiento como nunca antes durante todo el siglo XX, con superávit fiscal y, hasta el momento, evitando la volatilidad de la que ha sido aquejada en forma constante. Una economía profundamente deprimida tenía un largo camino por recorrer para acercarse a su frontera de posibilidades de producción, punto que parece haber alcanzado en la mayoría de los sectores y sobrepasado en algunos.

Se sienten ya claramente los síntomas de las restricciones que impone la capacidad instalada, particularmente en el área energética.

La continuidad de un sostenido proceso de crecimiento depende ahora del aumento de las inversiones productivas. Por cierto que éstas han crecido también desde la crisis, pero no en una magnitud suficiente, sobre todo en cuanto a maquinarias y equipos se refiere, para sostener el impulso productivo en los actuales niveles. Las estadísticas oficiales incluyen construcciones de viviendas mientras que las importaciones de maquinarias cuentan teléfonos celulares o camionetas de uso particular extendido, siendo claramente bienes de consumo durable.

Argentina ha estado creciendo a un promedio del 8,9%, casi igual al 8,7% de los llamados “países de Asia en desarrollo”. Pero estos países muestran un nivel de inversión del 36,9% del PBI<sup>2</sup> (y algunos entre ellos con tasas por encima del 40%), sustancialmente superior al nivel de la Argentina, señalando de este modo el principal problema que presenta el país, cual es sostener el presente nivel de crecimiento con el también presente nivel de inversiones.

En particular, el flujo de inversión extranjera se ha reducido en los últimos años, lo cual resulta clave dadas las limitaciones del ahorro interno. Si Argentina hubiera mantenido la relación porcentual que tuviera con Brasil (36%) y México (44%) durante el período 1970-2005 en el período 2001-2005, hubiera recibido 8.978 millones de dólares anuales de IED, en lugar de 2.981 millones, es decir, ha perdido 6.000 millones de dólares cada año.

- ¿Cuál ha sido la verdadera magnitud de la inversión en la Argentina? ¿Cuáles sus tendencias históricas?
- ¿Cuáles son los principales determinantes de la inversión y cómo impactan sobre el flujo de la inversión de capitales locales y extranjeros?
- ¿Cuáles son los problemas externos e internos que limitan las inversiones?

El presente tiene como objetivo responder a estas preguntas, teniendo en cuenta que buena parte de los procesos económicos y los instrumentos de política macroeconómica colapsaron en la crisis de 2001 y que la Argentina se aisló del orden económico internacional. Buscaremos definir la inversión, y observar su desempeño y sus determinantes, con el objetivo de proponer un camino

---

2. FMI, World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook Database, April 2007 Edition.

hacia la normalización en todos los frentes que pueda llevarnos finalmente a afirmar, sin dudas, que el país ha salido de la crisis. Pero trata de hacerlo desde una perspectiva original. Intentamos explorar una metodología diferente, inhabitual en este campo, cual es la de sumar a un grupo de analistas económicos con visiones diferentes y buscar un consenso entre ellos.

El eje central de este trabajo es presentar una guía de temas y propuestas, particularmente necesarias para futuras autoridades, para completar la salida de la crisis y despejar el panorama para la llegada de futuras inversiones. El resultado de numerosas reuniones y revisiones se presenta a continuación.

# 1

## ¿A qué llamamos inversión?

La dificultad que nos presenta trabajar con agregados es, precisamente, que incluyen en ellos cosas que pueden ser muy diferentes según sea la cuestión a considerar. Este es el caso también con la variable “inversión”. Conceptualmente, consideramos “inversión” al ahorro interno o externo, o sea la abstención del consumo, que trasladamos en forma directa o indirecta hacia el proceso productivo que determinará eventualmente una mayor producción y, por ende un mayor consumo futuro.

Este proceso es clave para el crecimiento de la economía y una mayor y mejor satisfacción de las necesidades de los individuos. Ahora bien, si la comprensión del concepto puede ser sencilla, su medición no lo es. ¿Qué incluimos como inversión? Para poder medirla y evaluar su comportamiento buscamos algún tipo de estadística, pero sucede que encontramos que ésta no mide todo lo que debería medir, como también incluye ciertas cosas que no deberían ser consideradas.

La definición de la variable Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) por la que se elaboran las cuentas nacionales, se compone de los siguientes rubros:

- Construcciones.
- Maquinaria y equipo durable de producción.
- Material de transporte.
- Variación de existencias.

No obstante, es necesario tener en cuenta que la inversión que sostiene el crecimiento de la economía es la inversión productiva, esto es, aquella que permite aumentar el nivel de producción de bienes y servicios en el futuro. Sin embargo, es necesario señalar que el rubro “Construcciones” incluye el valor de las construcciones ejecutadas en viviendas y multi-viviendas, lo cual es un bien de consumo durable más que una inversión productiva. Por otro lado, ya muchos han señalado que la importación de maquinaria y equipos de producción incluye ítems como teléfonos celulares e incluso, últimamente, estaría incluyendo la importación de grupos electrógenos, los cuales en este caso no son una inversión de calidad sino que buscan evitar su caída dadas las limitaciones actuales al suministro eléctrico. En material de transporte se incluyen camionetas 4 x 4 que deberían ser consideradas bienes de consumo durable en la mayoría de los casos.

Por otra parte, “no” se incluye la inversión en educación, siendo que ésta es uno de los aportes fundamentales a la construcción de capital humano, el que resulta ser cada vez más importante en las modernas economías basadas en el conocimiento.

## 2

Evolución de la inversión en Argentina<sup>3</sup>

El problema es mayor de lo que se refleja en las estadísticas de IBIF, ya que no sólo se ha visto afectada la cantidad de inversión sino también su calidad. Esto se ve en lo que se ha llamado “baja productividad de la inversión”<sup>4</sup>, teniendo en cuenta algunos períodos con relativamente altos niveles de inversión y bajas tasas de crecimiento, tal como el de 1970 a 1983. Como puede observarse en el gráfico abajo y en la tabla del Anexo, en el período mencionado la inversión se mantiene elevada, particularmente a fines de la década de los 70, luego cae y el crecimiento del PBI se estanca y oscila en niveles similares en los años 80, para luego volver a crecer pero determinando un crecimiento del PBI muy superior desde 1990 a 1998 y desde 2002 hasta 2004.



Fuente: Ferreres, O., "Dos siglos de economía argentina (1810-2004) e INDEC

No obstante, es necesario tener en cuenta que la recuperación a partir de 2002 se produce por medio de la recuperación de la gran capacidad instalada ociosa con motivo de la crisis previa. No es un aumento de la “frontera de posibilidades de producción”, sino una recuperación del enorme terreno

3. Seguramente la mejor presentación de la evolución en el largo plazo de las variables económicas argentinas se encuentra en el trabajo coordinado por Orlando Ferreres (2006). En el comentario sobre la evolución de las cuentas nacionales, se divide la historia argentina en siete períodos: I: 1875-1889, II: 1890-1913, III: 1914-1929, IV: 1930-1944, V: 1945-1963, VI: 1964-1992 y VII: 1993-2003.

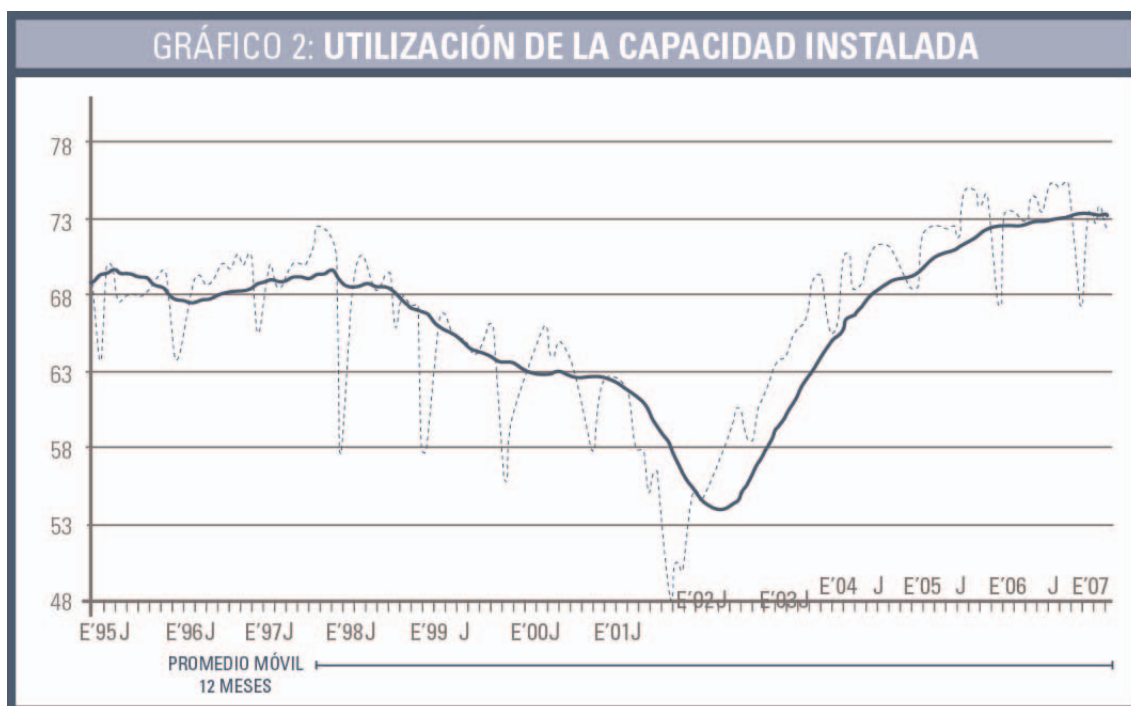
Respecto a la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se comenta: “En el ritmo de crecimiento anual de la inversión también se destaca la etapa II, que con 12,3% casi duplica a la primera. Después ocurre el quiebre: hay una caída de 11 puntos porcentuales en el período III. Hay repuntes parciales en las dos etapas siguientes, pero recae en la VI y decrece -2,8% en la última. La comparación con el PBI y la Oferta y Demanda son una señal del grado de atractivo y esfuerzo de la IBIF; con muy violenta volatilidad al principio y al final, la IBIF creció a menor ritmo, salvo en las etapas II, su auge, y en la V.”

Ferreres, Orlando, *Dos siglos de Economía Argentina: 1810-2004*, (Buenos Aires: UCA, 2006).

4. De la Balze, Felipe, *Remaking the Argentine Economy*, (New York: Council on Foreign Relations Press, 1995), págs. 55 y sigs.



perdido durante la crisis. Por otro lado, el nivel de inversión en equipos durables todavía se encuentra por debajo del pico alcanzado en 1998. Según Sánchez y Butler, “la inversión en equipos durables se ubica en 8,3% del PBI, nivel inferior al de 1998 (8,9% del PBI). Así, la inversión en equipos durables representa hoy un 38,1% del total invertido contra un 42% en 1998. Esta participación es muy inferior a la observada en economías más avanzadas, como la de EE.UU., donde alcanza el 56,2%”.<sup>5</sup>



Los mismos autores señalan que la participación de teléfonos celulares en la importación de bienes de capital alcanzó el 13% en 2005 contra un 5,6% de 2000. (p. 10).

Según de la Balze, esta baja productividad de la inversión puede explicarse principalmente por el aislamiento de la economía argentina, el bajo nivel de competencia en la economía local, excesivo intervencionismo y profunda inestabilidad política.

“En esencia, la estrategia de desarrollo desde adentro produjo serias distorsiones en los precios relativos de la economía, que llevaron a una pobre asignación de recursos y una reducida productividad de los flujos de inversión en el sector privado”.<sup>6</sup>

El canal por el cual estos factores impactan en la productividad de la inversión bien podría ser lo que Baumol<sup>7</sup> y Kirzner<sup>8</sup> describen como “función empresarial”, pero que, como el primero de ellos sostiene, puede canalizarse hacia actividades que sean productivas, improductivas e incluso destructivas, desde una perspectiva general. Siguiendo a Baumol, pudo haber períodos con alta

5. Sánchez Gabriel y Butler, Inés, “Inversión en la Argentina: Evolución reciente y perspectivas”, Documento de Trabajo, IERAL de Fundación Mediterránea, Año 13, Edición N° 57, Mayo de 2007, p. 7.

6. Op. Cit, p. 55

7. Baumol, William J., “Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive”, *Journal of Political Economy*, 98(5), (1990) págs. 893-921.

8. Kirzner, Israel, *Competition and Entrepreneurship*, (Chicago: University of Chicago Press, 1973).

inversión, pero no necesariamente ésta se canalizaba hacia actividades productivas para la sociedad, particularmente en lo que concierne a las inversiones de las entonces empresas estatales.

Como sostuvieramos anteriormente, Argentina ha estado creciendo a un promedio del 8,9%, casi igual al 8,7% de los llamados “países de Asia en desarrollo” que incluyen a China, India, Indonesia, Filipinas y Vietnam, entre otros, y bien por encima de Chile con un promedio 2003-2006 de 5,4%, Brasil con 2,8% y los países del G7 con 1,7%. Pero Argentina no desentona con otros países de la región en términos de inversiones, mostrando un nivel del 23,5% del PBI a precios corrientes en 2006 en comparación con el 24,1% de Chile, el 21,2% de México y el 16,8% de Brasil.

Sin embargo, si estos países están creciendo a tasas bastante más bajas, la comparación sobre los niveles de inversión debería realizarse con los llamados “países de Asia en desarrollo. Estos países mostraron durante ese mismo año un nivel de inversión del 36,9% del PBI<sup>9</sup> (y algunos entre ellos con tasas por encima del 40%), sustancialmente superior al nivel de la Argentina, señalando el principal problema que presenta el país, que es sostener el presente nivel de crecimiento con el también presente nivel de inversiones.

## 2.1 La calidad de la inversión

Al igual que las personas, los países no se enriquecen porque inviertan mucho, sino porque invierten bien. Desde hace siglos los economistas han advertido sobre la relación estrecha entre inversión y prosperidad, pero sólo una simplificación de la contabilidad nacional y una versión pueril de la macroeconomía pueden inducir a pensar que más inversión siempre es mejor que menos.

Los propios economistas, empero, han sido ocasionalmente culpables de este error, y no sólo en tiempos recientes, cuando la presión activista sobre la política económica es mayor que nunca, sino en tiempos más remotos, con políticos y economistas supuestamente más liberales. Fueron los fisiócratas y los clásicos quienes acuñaron la noción de trabajo productivo e improductivo, introduciendo en la teoría económica una distinción no sólo estéril sino también peligrosa: si cabe estipular de antemano qué actividades son productivas, la lógica del poder político tardará poco en imponer la necesidad de adoptar medidas para fomentar dichas actividades y desincentivar las otras. La historia económica mundial, y desde luego también la argentina, está repleta de ejemplos de los onerosos desvaríos a que este tipo de análisis ha conducido.

Pero si no tiene sentido una fantasía de *pick up the winners*, y tampoco lo tiene el optimismo macroeconómico de establecer un determinado nivel de ahorro/inversión para conseguir automáticamente un determinado ritmo de crecimiento global, podría concluirse que la noción de inversión nos arrastra hacia un callejón sin salida, de imposible diagnóstico.

Si la llamada productividad de la inversión afronta problemas de medición, considerando que se trata de inversiones ya realizadas, entonces la anticipación de la inversión productiva, rentable o “buena” no es simplemente ardua, sino imposible: la incertidumbre inerradicable es la clave de la función empresarial.

De esa incertidumbre brota una noción que cualquier inversor conoce y muchos padecen: la

---

9. FMI, World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook Database, April 2007 Edition.

posibilidad de error. Y de aquí se puede extraer una conclusión que sirva de guía para eludir el callejón sin salida: la importancia de reducir tanto la probabilidad de los errores como el coste de repararlos. La incertidumbre en economía tuvo durante mucho tiempo una clave climática: las sequías en los campos o las tormentas en los mares desempeñaban un papel fundamental en las fluctuaciones económicas. Desde siempre se ha sabido que la información desempeñaba un papel fundamental en la mitigación de dichos ciclos: el primer y más célebre ejemplo es cuando José interpretó los sueños del faraón como un preciso pronóstico meteorológico, y orientó sus inversiones en consecuencia con acierto.

A la evidente dificultad de anticipar el clima se le unieron después dos elementos fundamentales para las inversiones: el crédito y el marco político y legislativo. El crédito es tan relevante para la inversión, pero también tan susceptible de provocarle distorsiones, que el ciclo económico fue denominado "ciclo del crédito". El papel de la política y la legislación, empero, es mucho mayor, especialmente a medida que, con el paso del tiempo, el peso del gasto público y de las regulaciones económicas de todo tipo fue creciendo. De hecho, ha absorbido el elemento anterior a través de la política monetaria y la regulación financiera.

Mientras que todo esto puede ejercer, y ejerce, una influencia positiva para las inversiones, también puede expandir la probabilidad de errores en las decisiones empresariales a través de oscilaciones bruscas e imprevisibles en el nivel de precios, las tasas de interés y los tipos de cambio. Por no referirnos a los presupuestos del Estado de Derecho de impacto directo sobre la inversión: la seguridad física y jurídica de los ciudadanos y sus bienes.

La fiabilidad, previsibilidad y no arbitrariedad de las autoridades es crítica para disminuir las malas inversiones, lo que por cierto deberían orientar su acción en todos los casos independientemente del origen nacional de los fondos: el marco institucional que favorece los aciertos en las inversiones locales es el mismo que lo hace con las inversiones extranjeras –aunque, en este último caso, pueda existir un campo mayor o distinto de quebrantamiento de derechos si se concentran las inversiones en actividades cuya rentabilidad esté al albur de decisiones políticas tales como las tarifas de los servicios públicos.

No cabe olvidar, por último, que la regulación es importante no sólo para evitar inversiones ruinosas, sino también para repararlas al menor costo posible y esto tiene que ver con regulaciones muy variadas, desde el derecho concursal hasta el mercado de trabajo.

# 3

## Determinantes de la inversión

¿Cuáles son las causas de que se produzcan inversiones? Usualmente, solemos preguntarnos cuál es la, o las, variables independientes que determinan la inversión (una variable dependiente de estas otras). Obviamente, la inversión comparte con otros hechos sociales la característica de ser un fenómeno complejo, es decir, uno determinado por factores muy distintos que pueden variar según el tamaño de las empresas, su estructura corporativa (empresas familiares o con accionistas dispersos), según el tipo de actividad, la región en que se ubiquen y muchas otras circunstancias.

La tendencia presente en la investigación económica de utilizar herramientas econométricas, si bien realiza un aporte, al mismo tiempo limita su análisis a aquellas variables que pueden ser medidas y asume el resto. Nuestra intención es tener una visión amplia, en cierto sentido clásica, tratando de incorporar elementos para un enfoque multidisciplinario, lo que tradicionalmente se llamaría de “economía política”.

En distintos trabajos se han presentado, y testado empíricamente, una cantidad importante de “determinantes” de la inversión.

Cada uno de ellos puede tener distinto grado de impacto en la decisión de inversión, ya sea siendo un determinante “directo” o influyendo en forma indirecta a aquellos que lo son. Por ejemplo, poco se podría discutir acerca de que la expectativa de un cierto retorno es un factor determinante directo, pero éste a su vez está influido por muchos otros factores, sobre los que comentaremos aquí.

### 3.1 El retorno sobre la inversión

Las decisiones de inversión son siempre tomadas por la probabilidad de un retorno, económico o social, que las mismas van a generar en un futuro, más o menos cercano. Y comparamos ese retorno probable con otros retornos alternativos, como las colocaciones financieras que también tienen su riesgo y su plazo. La decisión de invertir es, entonces, principalmente económica (retorno y riesgo) y/o social (beneficia el bien común), pero también esta influida por otros elementos no económicos, como prestigio, ambición, satisfacción, etc.

En esta definición encontramos diversos elementos.

Tenemos, obviamente, el retorno de la inversión, que es casi siempre económico si la inversión es privada, pero puede también ser social si la inversión es pública.

También aparece la probabilidad o la certeza de obtener el retorno esperado, que puede ser muy alta en inversiones muy seguras, o más incierta si la inversión es de mayor riesgo.

Y finalmente, aparece el plazo de la inversión, que es un elemento también a veces incierto, pero que es fundamental para definir la rentabilidad y el riesgo de la inversión.

Ahora, no siempre –en realidad casi nunca– uno conoce con certeza estos cálculos, pero, aún implícitamente, cada decisión de invertir asume una determinada tasa de retorno y un determinado riesgo de que la misma se verifique.

Esto suele presentarse formalmente como la Q de Tobin, que mide la relación entre el valor de la empresa en el mercado –esto es, el flujo de retornos futuros descontados– y el costo de oportunidad del capital. Como era de esperar, Sánchez y Butler (2007) encuentran una clara relación positiva entre la rentabilidad esperada que refleja este indicador y las inversiones.

### 3.2 Las inversiones en diferentes tamaños de empresas

La decisión de invertir recorre distintos caminos según sea la organización, profesionalidad y el tamaño de las empresas. Y también aparecen en toda organización los otros elementos no económicos que influyen en las decisiones de inversión.

Cuando las empresas son muy pequeñas, casi familiares o unipersonales, las inversiones son el resultado de la necesidad de ampliar la capacidad productiva –en el caso de empresas existentes– o la vocación empresarial de un fundador que advierte la existencia de una oportunidad comercial, productiva o de servicios. En ambos casos van a prevalecer lo que John Keynes llamaba los *animal spirits*, que son esas intuiciones de los empresarios schumpeterianos, frecuentemente alimentadas por una natural oredisposición a *hacer*. El hombre tiene una fuerte impulso a volcar en empresas sus naturales inclinaciones a dominar la naturaleza que lo rodea, y eso lo lleva a racionalizar sus instintos productivos.

Esta situación prevalece fundamentalmente en las empresas familiares –o las pequeñas– pero no es exclusiva de estas. La tentación de ampliarse es siempre grande, y cuando parecen estar dadas las condiciones, generalmente no se hace un mayor análisis, excepto en las empresas más profesionalizadas o en las cuales hay que dar cuenta a accionistas que no participan de la gestión cotidiana de la empresa. La incorporación de una máquina nueva, de un tractor o de un galpón, es siempre un motivo de orgullo que lo distingue frente a los demás empresarios de la zona o de la actividad. Pues la inauguración de una nueva planta en una gran empresa suele motivar la presencia de autoridades y de artículos de la prensa, que otorgan mayor poder social a los empresarios que invierten. Por lo tanto, podemos afirmar que hay motivaciones no económicas subyacentes en estas decisiones de inversión que se suman a las razones puramente macroeconómicas vinculadas a la generación de ganancias en el futuro próximo.

Por supuesto, estas decisiones ganan más fuerza cuando se comprueba además un crecimiento en la demanda y la necesidad de introducir mejoras en una empresa productiva, o, en el caso de que no se invierta, surge alguna debilidad competitiva, o se crea una oportunidad para la competencia.

Podría afirmarse que, cuánto más chica es una empresa u organización, mayor importancia tiene la explicación micro-económica, es decir los retornos; pero proporcionalmente menos profesional es el cálculo de rentabilidad esperado, o, más precisamente, la tasa de retorno ponderada por la probabilidad de que ocurran esos retornos. Por lo que debemos aceptar que en estos casos prevalecen la intuición, la experiencia de los vecinos, la cultura de la familia, etc. Y en los casos de empresas en marcha, las inversiones surgen principalmente de las necesidades productivas, ya sea

por un exceso de demanda o por la necesidad de incorporar tecnología más avanzada. Por supuesto, no se puede dejar de considerar los costos de la inversión a la hora de hacer los cálculos de rentabilidad, pero muchos de estos no son cuantificables en forma sencilla para una empresa pequeña. Por ejemplo, los trámites burocráticos necesarios para iniciar una actividad productiva pueden ser tan onerosos o complicados que se desista de llevar adelante la inversión. Tampoco aparecen en forma explícita los supuestos macroeconómicos que obviamente inciden en gran forma en la determinación de los retornos. Estos aparecen ocultos en lo que llamaríamos “el clima de los negocios” que les importa a los empresarios pequeños. Esto tiene que ver con el crecimiento esperado de la economía, y, lo que es otra manera de verlo, la probabilidad de una crisis. En un país como la Argentina, que ha sufrido numerosos colapsos económicos en los últimos 40 años, se ha generado entre los pequeños empresarios una “cultura de la volatilidad” contraria a la inversión productiva y más favorable a tomar el recaudo de invertir el dinero en inmuebles o en moneda extranjera y, en otras épocas, en depósitos bancarios: esta era una actitud conservadora que se podía vencer si la inversión era muy rentable, o de muy corto plazo.

Esta “cultura de la volatilidad” solo se puede ir diluyendo con el tiempo, como sucedió en Chile, país que –como la Argentina hasta la crisis del 2002– fue sumamente volátil hasta su propia gran crisis de 1982. Pero, en el país transandino, a pesar del buen desempeño de la economía a partir de 1983, llevó muchos años superar, en el empresariado más chico, los temores frente a las crisis económicas y bancarias.

En las empresas grandes, la situación es un tanto distinta en lo formal, fundamentalmente por su mayor profesionalización. Los cálculos de la TIR son más precisos y todos los costos están cuantificados e incorporados en el cálculo. También se incluyen determinantes macroeconómicos, provistos por estudios independientes, que pretenden darles a los cálculos un “baño de independencia”. Pero John M. Keynes, un gran estudioso de los determinantes de la inversión, decía que los cálculos de la TIR, a veces con dos decimales, eran solamente el resultado del optimismo o del pesimismo de los empresarios. Este optimismo se construye, o se destruye, a través de los mecanismos más variados, no exentos de influencias ideológicas y psicológicas que no siempre resultan en buenos consejos.

Un ejemplo de esto último fue verificado en la Argentina recientemente. Si uno compara las inversiones del año 1998 con las del año 2002, las de aquel año fueron muy superiores a las de éste último. Sin embargo, las ganancias de las grandes empresas en los siguientes 4 años, medidas por los resultados publicados por la Bolsa de Comercio, muestran que las del segundo período superan en un 100% –medidas en dólares– a las del de 1998. Medidas en moneda constante son 200% más altas. Esto demuestra que los fenómenos “clima de negocios” no son siempre producto de una percepción realista de las perspectivas de la evolución del empresariado. No obstante el hecho que estas creencias estén basadas en elementos objetivos y sean, además, ampliamente compartidas.

### 3.3 Las inversiones en empresas de servicios públicos

Todo lo que venimos explicando se relaciona con empresas privadas que no están sujetas a reglamentaciones directas por parte del Estado. Si se trata de empresas concesionarias o prestatarias de los servicios públicos, los determinantes de sus flujos de ingresos están estrechamente vinculados con las decisiones del Gobierno de turno. En este caso, estamos ante otra constelación de determinantes de inversión que generalmente se negocia directamente con las autoridades. De

hecho, las inversiones en los servicios públicos, y en empresas petroleras, es una de las condiciones explicitadas en los acuerdos realizados por las empresas privatizadas o concesionarias con el Estado. Es un ingrediente más de las tasas de retorno y de los plazos de estas concesiones, si las hubiere.

### 3.4 Otros determinantes

Si bien los economistas que se dedican a la gestación de políticas públicas suelen tener objetivos distintos al empresario que realiza una inversión, lo interesante es evaluar la forma de pensar de estos. Las ganancias no son el único factor relevante; aunque sean importantes. Además, ese flujo de ganancias se compara con los riesgos que se asumen cuando uno realiza esa inversión en un determinado negocio o lugar.

Mayores niveles de riesgo implican no solamente una menor posibilidad de que los proyectos se muestren convenientes y, por ende, una menor inversión, sino que acortan los plazos para su realización y el recupero del capital invertido. Esos riesgos pueden ser internos:

- **La volatilidad de las ganancias:** Esto depende de la inestabilidad que muestra la economía en el tiempo. En economías menos estables los riesgos son mayores que en las que no lo son. Además, la composición de los ingresos es importante. Aquellos que dependen mucho de subsidios o prebendas del Estado son más inciertos que los que dependen solamente de las ventas y de la gestión empresarial.
- **La volatilidad de las ventas:** Panigo y Oliveri<sup>10</sup> no encuentran relación con la inversión neta. Sin embargo, destacan que podría ser así porque está capturada en una alta relación con la macroeconomía, que determina dicha volatilidad. Sólo son relevantes las fuertes caídas de ventas; lo cual puede estar asociado a empresas que son altamente susceptibles a las crisis. Esto puede dejarlas sin recursos para invertir, aunque su plan de inversión haya sido planeado con anterioridad. En las pequeñas empresas, la volatilidad de las ventas tiene un fuerte impacto sobre la inversión neta, lo cual se podría deber a que sólo cuentan con su caja para invertir.
- **El crecimiento de las ventas:** Esta variable no siempre determina la evolución de la inversión. Esto se observa en las empresas de servicios públicos en la recuperación; ya que no tienen reglas de juego de largo plazo, no invierten.
- **Estabilidad de las normas que rigen la inversión y producción:** El riesgo de invertir en determinados sectores de una economía es mayor cuanto mayor es la posibilidad de manejo arbitrario del gobierno. Cuando las reglas de juego de un sector o país no son estables en el tiempo, transparentes y generales, gran parte del éxito de un negocio depende de la voluntad de los funcionarios de turno; por lo que pasa a ser fundamental la buena relación con ellos. El problema es que los plazos de una inversión productiva suelen ser largos y los funcionarios suelen tener alta rotación en los países inestables; por lo que no está asegurado que siempre se tendrá a los funcionarios de su lado. Sánchez y Butler (2007), confirman el efecto negativo de la incertidumbre en la inversión también en lo que llaman “apropiabilidad de la inversión”.

---

10. Panigo, Demian y Oliveri, María Laura; “Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004”, *Documento de Trabajo* N°19, (Buenos Aires: Centro para la Estabilidad Financiera, Junio de 2007).

- **Seguridad jurídica:** En los países donde no rigen principios republicanos de división de poderes y controles cruzados, son grandes las posibilidades de violentar las restricciones que imponen las leyes o carta magna a los políticos para el ejercicio del poder. Esto pone en riesgo todos los derechos de los ciudadanos, entre ellos el de propiedad, la libertad de empresa y de mercados. El funcionario de turno puede controlar precios, restringir la exportación, obligar a vender a pérdida un producto en el mercado interno, prohibir retroactivamente lanzar un producto que está habilitado por una normativa vigente, etc. Todas estas intromisiones en el manejo de las empresas provocan caída de ingresos y/o ineficiencias en la operación y, por ende, reducen los márgenes de ganancia.

- **La provisión de infraestructura básica:** Si bien se plantea como un problema a tener en cuenta para la toma de decisión de una inversión, en realidad depende de los mismos factores que éstas. En definitiva, la infraestructura de un país depende de su capacidad de atraer recursos para la inversión en el sector. Si es pública, depende de la capacidad de gestión, como de la asignación de ingresos corrientes o de la viabilidad de obtener financiamiento suficiente para encarar las obras.

Lamentablemente, en países como Argentina, estas condiciones no se cumplen; por lo que el único que podría gestionar y obtener los recursos suficientes para brindar infraestructura en calidad y cantidad es el empresariado privado. La posibilidad de que esto suceda está fuertemente relacionada a la institucionalidad y la seguridad jurídica. La importancia del respeto de los derechos, sobre todo de propiedad y de un marco normativo estable y claro, es fundamental para inversiones como estas en las que los plazos de recupero suelen ser muy prolongados.

- **La existencia de financiamiento externo:** Es importante tener en cuenta que la inexistencia de financiamiento suficiente disponible para las empresas de un determinado país acota las posibilidades de inversión a las ganancias de las compañías. En Argentina esto es particularmente cierto para las PyMEs. Por ello, ante la carencia de crédito, han invertido mucho desde 2002 en función de sus ganancias y del ahorro acumulado en el pasado. De la misma forma que la inexistencia de un mercado de capitales o un sistema financiero confiable acotan las posibilidades de financiamiento, también lo hacen con las posibilidades de inversión segura. Para proteger el valor de sus ahorros, muchos buscaron la vieja inversión segura, los "ladrillos", es decir la construcción. Sin embargo, los pequeños y medianos empresarios, ante el aumento de la demanda, optaron por colocar su dinero en el negocio que conocían y no en operaciones inmobiliarias. Esto también se vio en el sector agropecuario, donde los ahorros y las fuertes ganancias que dejaron el tipo de cambio real alto y los aumentos de precios internacionales se volcaron también a capitalizar la producción. Panigo y Oliveri (2007) muestran que las empresas pequeñas invirtieron más que las grandes en el período de recuperación. Se preguntan, y van por buen camino, si no ocurrirá también por la inestabilidad regulatoria que enfrentan las grandes empresas. Las empresas más pequeñas tienen una correlación positiva entre la deuda de corto plazo y la inversión. Seguramente, esto es debido a que sólo consiguen ese tipo de financiamiento. Por este motivo, el endeudamiento a corto plazo potencia el impacto negativo de la volatilidad de las ventas sobre la inversión, ya que esta última depende de la caja que termina utilizándose para enfrentar los continuos vencimientos de pasivos. Otro punto importante de la mayor inversión relativa de las PyMEs que observa el trabajo mencionado es cuanto de ella no es redundante (sobre-inversión por falta de capacidad de previsión del futuro) para un futuro tipo



de cambio real menor de un país que tiende a una cierta estabilidad. Sánchez y Butler encuentran también una relación positiva con la rentabilidad actual, sugiriendo la disponibilidad de fondos propios para financiar la inversión.

- **El tamaño de las empresas:** En un mercado de financiamiento escaso esto está correlacionado positivamente con su capacidad de inversión, ya que las más grandes absorben el poco crédito del mercado. Para Panigo y Oliveri la inversión neta de las empresas grandes es la menos afectada por las crisis. No es casualidad, ya que son las que tienen mayores recursos (*management*, capital físico y humano, financiamiento y asesoramiento externo) para sortear exitosamente las crisis.

- **Tenencias de activos líquidos:** Más que un concepto de ganancia contable, lo que pesa como determinante de la inversión argentina es la tenencia de activos líquidos. Es decir que las empresas que invierten son las que tienen “caja”. Esto nuevamente tiene que ver con la restricción de financiamiento, que impide volver crédito una ganancia que esté en un activo no realizable. Esta importancia de la liquidez queda nuevamente demostrada cuando Panigo y Oliveri descubren que en la recuperación económica las empresas con deudas grandes de corto plazo (tributaria) invierten menos. Es lógico, ya que priorizan usar la liquidez para cancelar esos pasivos.

- **Composición del pasivo:** Para los autores mencionados no hay correlación entre el apalancamiento o la composición del pasivo y la inversión neta de las empresas, entre 1994 y 2004. Parecería que una empresa que tiene mayor posibilidad de tomar crédito respecto de sus activos, no necesariamente va a invertir más. Sin embargo, en los períodos de fuerte crisis sí hay una relación entre menor inversión neta y mayor proporción de endeudamiento de corto plazo. Esto debe tener que ver con la necesidad de utilizar la caja (disponibilidades líquidas) para cubrir vencimientos de deuda, dado que no hay acceso al crédito. Sánchez y Butler tampoco encuentran una contribución positiva del crédito a la inversión, pero sí en el caso de las empresas con oferta pública de acciones.

- **La participación de empresas multinacionales (locales o extranjeras):** En un país cuyo mercado de crédito para las empresas siempre fue escaso, una mayor cantidad de compañías que puedan obtener recursos del exterior fácilmente deberían incrementar las posibilidades de inversión. Esto es sumamente importante cuando evaluamos el proceso de “argentinización” de empresas de servicios públicos y energía, lo cual no garantiza la disponibilidad de los recursos necesarios para la enorme inversión que demandan dichos sectores.

- **Tipo de cambio real:** La discusión sobre el tipo de cambio llenaría varias bibliotecas y no pretendemos que sea resuelta en este trabajo. Para Sánchez y Butler, el tipo de cambio tiene un impacto positivo, pero no significativo. En nuestras discusiones, si bien los autores tenemos distintas visiones respecto a cuál debería ser el nivel del tipo de cambio real y si el gobierno debería o no hacer algo al respecto, estuvimos de acuerdo en que sólo sería posible mantener un tipo de cambio alto con superávit fiscal y un fuerte control político que permitiera contener el crecimiento de los salarios, especialmente los del sector público.

- **Déficit fiscal:** Continuando con el impacto de ciertos indicadores macroeconómicos sobre la inversión, las regresiones realizadas por Sánchez y Butler encuentran un claro impacto positivo del resultado fiscal sobre el nivel de inversión, sugiriendo que la existencia de

superávit genera menores tasas de interés y menor absorción de ahorros privados para financiar el gasto público, aunque no hay que olvidar el impacto en este sentido de una política monetaria expansiva.

- **Miopía gerencial:** Panigo y Oliveri encuentran diferencias en la variación de los valores de las empresas en la bolsa y los incrementos de la inversión de ésta. Interpretan que los mercados miran hacia adelante y los empresarios para atrás. Sin embargo, es también cierto que las inversiones en nuestra bolsa son meramente especulativas y de corto plazo, por lo que evolucionan según los indicadores de riesgo en ese término (ej., EMBI). En tanto, las inversiones de los empresarios lo hacen en términos de un riesgo de largo plazo, que en cierta forma puede estar condicionado por la historia, aunque dependa de la visión del presente. En los mercados inestables lo que permite sobrevivir es la prudencia, por lo tanto no llama la atención que se promedie el pasado con la visión futura.

La inversión neta no depende de los beneficios corrientes, sino que tiene mayor correlación con el promedio de beneficios del pasado. En un país inestable, no se pueden tomar ni las ganancias ni las pérdidas como permanentes. Evidentemente, en la estimación del escenario de largo plazo que determina la inversión, tiene una fuerte influencia la historia económica.

- **Ventas pasadas:** Panigo y Oliveri no encuentran relación entre las ventas y la inversión neta de las empresas que cotizan en bolsa usando las ventas del período anterior. Esto podría implicar que la inversión no se toma como un porcentaje de los ingresos. En otro trabajo en el que se considera la variación de las ventas en el período<sup>11</sup>, existe una correlación, aunque con riesgo de endogeneidad. Dado que la inversión se planea de un año para otro y no en el momento, parece más adecuado lo primero. Sin embargo, también es cierto que, ante un cambio de la certidumbre económica, es esperable que caigan tanto las ventas como la inversión. Por ende, al estar ambas variables determinadas por la confianza, no es raro que haya correlación positiva tomando las ventas del período.

- **Precios relativos:** Las distorsiones de precios relativos desincentivan la inversión y la vuelven más ineficiente. El mencionado trabajo de Panigo y Olivieri descubre que, en el período 2003-2004, la recuperación no tiene una alta correlación con el crecimiento de la inversión neta. Esto tiene que ver con los desincentivos a la inversión por los congelamientos de tarifas o la falta de reglas de juego de largo plazo, por ejemplo, en las empresas de servicios públicos. Sánchez y Butler, al contrario, midieron el impacto de cambios en los términos de intercambio, arrojando una relación positiva pero de ninguna significancia.

- **Irreversibilidad de la inversión:** Sánchez y Butler consideran que esta variable está relacionada con la facilidad para revertir la decisión de invertir.

Como se mencionara antes, creemos que una comprensión general de la situación argentina demanda considerar distintos determinantes, o los mismos pero en distintas proporciones según se trate de empresas locales, pequeñas o grandes, y empresas extranjeras, ya sea aquellas que están establecidas aquí desde hace largo tiempo, como otras recién llegadas o que estarían en condiciones de llegar. En todas ellas, el impacto del *Rule of law* es por supuesto fundamental, pero con una ponderación

---

11. Elosegui, P. Sotes Paladino, J. Español y D. Panigo (2006), "Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en la Argentina", Documento de Trabajo N° 1, *Investigaciones Económicas*, Banco Central de la República Argentina.

diferente. Sobre todo para las grandes empresas nacionales –y en buena medida también para las empresas extranjeras con largo arraigo local– la adaptabilidad a las condiciones cambiantes ha sido el resultado de un largo proceso de aprendizaje que ya forma parte de la capacidad de adaptación de dichas empresas. Han aprendido a explotar las oportunidades que las fluctuaciones argentinas presentan y a cruzar las tormentas con los menores daños posibles. Ambas han invertido y prosperado gracias a, o a pesar de, las grandes fluctuaciones en las reglas de juego.

Las PyMEs, por otra parte, han tenido menos capacidad para invertir y prosperar, tanto sea para aprovechar las oportunidades como para minimizar los daños, por lo que observamos una fluctuación mucho mayor en sus números.

La falta de normalización e inestabilidad de las reglas de juego ha tenido un mayor impacto en las decisiones de aquellos inversores extranjeros potenciales que hubieran considerado llegar al país pero que no lo hicieron debido a la visible inseguridad que los vaivenes presentan. Este impacto es el más difícil de medir. Es una estadística inexistente pero no menos real. Es, como decía el economista francés del siglo XIX Frederic Bastiat, el “lo que no se ve” del resultado de la inestabilidad regular.

# 4

## Inversiones Extranjeras Directas

Los flujos de Inversiones Extranjeras Directas (IED) se han multiplicado por 20, al compás de la globalización, de un total de 58.896 millones de dólares en 1970 hasta 916.277 millones en 2005. Las IED hacia los países en desarrollo aumentaron en el mismo lapso de 3.926 millones a 334.285 millones, multiplicándose por 85.

En el caso de la Argentina, el crecimiento del IED en el mismo lapso es de 51 veces. En Chile ha crecido 555 veces y en España 103, mientras que en China infinitamente, ya que hasta el año 1980 las estadísticas de la UNCTAD muestran que la IED no existía, y en 2005 este país recibió 72.406 millones, un 62% más de toda la IED que recibió América del Sur en ese año. No obstante, el mayor flujo se origina y se dirige a los mismos países desarrollados.

¿Por qué son estos países los que reciben la mayor cantidad de IED? ¿Y por qué ésta crece mucho más en unos países que en otros? Es decir, ¿cuáles son los determinantes específicos de la inversión extranjera?

### 4.1 Determinantes de la Inversión Extranjera Directa

La capacidad potencial para recibir IED depende de muchos factores. La UNCTAD ha elaborado el Índice de Potencial de Atracción de Inversión Extranjera Directa, el cual computa las siguientes variables:

- “El PBI per cápita, indicador de la complejidad y amplitud de la demanda nacional (y de varios otros factores), con la expectativa de que las economías de ingresos más elevados atraigan relativamente más IED orientada hacia productos y servicios innovadores y diferenciados;
- La tasa de crecimiento del PBI en los diez años anteriores, que indica el crecimiento económico previsto;
- La proporción de exportaciones en el PBI, que refleja la apertura y competitividad;
- Como indicador de la modernidad de la infraestructura de información y comunicación, la media de líneas telefónicas por cada 1.000 habitantes y de teléfonos móviles por cada 1.000 habitantes;
- El uso comercial de energía per cápita, que indica la disponibilidad de la infraestructura tradicional;
- La proporción de gasto en investigación y desarrollo del PBI, que refleja las capacidades tecnológicas nacionales;
- La proporción de alumnos de enseñanza superior en la población, que indica la disponibilidad de capacidades de elevado nivel;
- El riesgo del país, indicador compuesto que refleja algunos factores macroeconómicos y de otro tipo que afectan a la percepción del riesgo por parte de los inversores. La variable se mide de manera que unos valores elevados indican un riesgo menor;

- La cuota de exportación de recursos naturales en el mercado mundial, que indica la disponibilidad de recursos para la IED en industrias extractivas;
- La cuota de importación de piezas y componentes para automóviles y productos electrónicos en el mercado mundial, que refleja la participación en los principales sistemas de producción integrada de las empresas transnacionales (ETN) (Informe sobre las inversiones en el mundo 2002, UNCTAD);
- La cuota de exportación de servicios en el mercado mundial, que refleja la importancia de la IED en el sector de los servicios, que representa aproximadamente dos tercios de la IED mundial;
- La proporción de monto acumulado de IED en el mercado mundial, amplio indicador de la atracción y capacidad de absorción de IED, así como del clima en materia de inversiones.<sup>12</sup>

Estos determinantes, sin embargo, no solamente son determinados a su vez por otros factores que mencionaremos más adelante, sino que además muestran un grado de circularidad. Tomemos, por ejemplo, el caso de los dos mencionados primero, el PBI per cápita y la tasa de crecimiento de los últimos diez años. ¿Cómo puede un país haber aumentado el primero y haber crecido en los últimos diez años si no es porque ha recibido inversiones? A menos que hayan sido éstas todas locales y que repentinamente se hayan abierto oportunidades para la inversión extranjera, pareciera que figura como causa precisamente aquello que es un efecto de la IED. Lo mismo podría decirse de otras variables como la cantidad de celulares o el uso comercial de energía.

Los resultados correspondientes a los países que ocupan los primeros 20 lugares para recibir IED se muestran en el Cuadro 1. Las posiciones no difieren sustancialmente de los flujos reales de inversiones presentados en el Cuadro 2 que muestra el promedio de IED recibida en el período 1970-2005. Argentina aparece en el puesto 66 del índice con un puntaje de 0,187, y es calificada por la UNCTAD

CUADRO 1: POTENCIAL DE ATRACCIÓN DE IED		
POS.	PAÍS	SCORE (0-1)
01	Estados Unidos	0.637
02	Reino Unido	0.449
03	Canadá	0.446
04	Luxemburgo	0.443
05	Singapur	0.439
06	Noruega	0.436
07	Suecia	0.432
08	Alemania	0.421
09	Irlanda	0.414
10	Qatar	0.408
11	Países Bajos	0.407
12	Islandia	0.403
13	Finlandia	0.401
14	Bélgica	0.400
15	Hong Kong, China	0.398
16	Francia	0.390
17	Corea, República de	0.382
18	Australia	0.376
19	Taiwán	0.374
20	Suiza	0.371

12. El Índice Potencial de Atracción de IED. Metodología, <http://www.unctad.org/Templates/WebFlyer.asp?intItemID=2470&lang=3>

como uno de los países con “Alto potencial para IED”, pero “Bajo rendimiento”, por lo que se encuentra en el grupo denominado “Países por debajo de su potencial”.<sup>13</sup> Los países que han recibido más IED en el período 1970-2005 son los siguientes:

CUADRO 2: MONTO DE IED RECIBIDA (PROM. 1970-2005)		
POS.	PAÍS	MONTO (en millones de u\$s)
01	Estados Unidos	57.848
02	Reino Unido	24.839
03	China	23.463
04	Francia	14.927
05	Bélgica y Luxemburgo <sup>14</sup>	13.958
06	Alemania	13.358
07	Holanda	10.990
08	España	9.408
09	Canadá	9.301
10	Hong Kong	8.146
11	Brasil	6.786
12	México	6.306
13	Suecia	5.985
14	Singapur	5.322
15	Suiza	4.802
16	Rusia	4.683
17	Australia	4.654
18	Italia	4.545
19	Rep. Checa (desde 1990)	3.477
20	Irlanda	3.364

Sin embargo, como dijéramos antes, los indicadores que mide este índice están a su vez determinados por varios factores, o al menos demandan la existencia de normas jurídicas claras que reduzcan la inevitable incertidumbre que toda inversión trae consigo. Estas condiciones se observan claramente en el caso de aquellos países que aparecen en los primeros puestos –y también en otros como China, Brasil, México o Rusia– tanto sea por el tamaño de su mercado interno como por sus bajos costos para exportar. Estos países comenzaron a recibir grandes volúmenes de inversiones cuando de una forma u otra pudieron enviar señales al respecto.

## 4.2 Las reglas de juego

Cuando evaluamos los factores determinantes de la inversión, señalamos la importancia de la rentabilidad, de las ganancias empresariales sobre el capital invertido. Una inversión es rentable cuando las ganancias superan el costo directo o de oportunidad del capital reflejado en la tasa de interés. Esta, a su vez, refleja la preferencia temporal, esto es, el descuento que existe del futuro sobre el presente.

Siendo el futuro inherentemente incierto, todo factor que impacte sobre esa incertidumbre también lo hace sobre la tasa de descuento. A mayores niveles de incertidumbre, mayor tasa de descuento; los procesos de producción se acortan y solamente se realizan proyectos con alta rentabilidad y, por ende, también de alto riesgo.

13. <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=2468&lang=3>

14. UNCTAD toma en este caso el monto correspondiente a Benelux (Bélgica y Luxemburgo).

Uno de los factores que claramente impacta en esa inevitable incertidumbre futura es la previsibilidad de las reglas de juego, también llamada “seguridad jurídica”. Donde esa seguridad escasea, las inversiones son menores a las potenciales; un fenómeno que afecta particularmente a la inversión extranjera, la que –a diferencia de la inversión local– conoce menos las idiosincrasias de determinado país. Para los países escasos en ahorro y capital local, la inversión extranjera es de fundamental importancia para sustentar el crecimiento económico, permitiendo también la adquisición de nuevas tecnologías y procesos cuya eficiencia haya sido verificada en otros mercados<sup>15</sup>.

La seguridad jurídica, además, depende de lo que ha dado en llamarse “calidad institucional”<sup>16</sup>, un concepto que resulta difícil de especificar estrictamente, pero que señala la existencia de mecanismos de gobernabilidad que garantizan el respeto de ciertos derechos básicos. Entre estos se encuentran el derecho de propiedad, el respeto por los contratos y el cumplimiento de las promesas.<sup>17</sup>

“Hay varias razones por las que la calidad de las instituciones puede ser importante para atraer IED. Una de ellas se basa en los resultados de la literatura sobre el crecimiento: al elevar las perspectivas de productividad, una buena infraestructura de gobernabilidad puede atraer a inversores externos. Una segunda razón es que las malas instituciones pueden ocasionar costos adicionales a la IED. Este puede ser el caso de la corrupción, por ejemplo (Wei, 2000). Una tercera razón es que, debido a los altos costos hundidos, la IED es especialmente vulnerable a cualquier forma de incertidumbre, incluyendo la que proviene de una baja eficiencia gubernamental, cambios de políticas, sobornos o débil protección de los derechos de propiedad y del sistema jurídico en general”.<sup>18</sup>

Si bien la importancia de la seguridad jurídica fue ya enfatizada por los economistas clásicos, en la actualidad ha sido el profesor de economía de Harvard, Robert J. Barro, quien ha testado esa hipótesis y verificado su relación. En un trabajo ampliamente citado<sup>19</sup> sostiene:

“La variable sobre el imperio de la ley fue incluida en el sistema de regresiones y muestra un significativo coeficiente positivo, 0,0293 (0,0054)”. Para luego concluir: “Los datos ahora disponibles para un amplio panel de países por más de 30 años proveen la información necesaria para aislar los determinantes del crecimiento económico. Con respecto a las políticas gubernamentales, la evidencia indica que la tasa de crecimiento del PBI real per cápita mejora con un mayor respeto a la ley, menor gasto gubernamental y menor inflación” (p. 70).

No es de extrañar que los países que presentan mejor “respeto a la ley” son también aquellos que reciben el mayor flujo de inversión extranjera directa. Según el indicador “*Rule of Law*” elaborado por el Banco Mundial<sup>20</sup>, los primeros 20 puestos son los siguientes:

15. No obstante, países como Japón y otros de Asia han logrado generar altos niveles de ahorro interno y, con ellos, no han dependido tanto del ahorro externo en la forma de inversiones extranjeras directas.

16. En las discusiones entre los autores, se enfatizó en primer lugar el concepto de “calidad institucional”, pero luego se estimó que éste era muy amplio, prefiriendo considerar la relación entre la seguridad jurídica (*Rule of law*) y las inversiones. Ésta sería más determinante de las inversiones que la calidad institucional como está definida en: Martín Krause, “*Calidad de las Instituciones y Competencia Institucional*”, (Londres: Internacional Policy Network, 2007). La calidad institucional tendría relación más directa con la “calidad de vida”.

17. Hume, David (1739-40), *A Treatise of Human Nature*, Cap. 83, Sect. xi, Of the Laws of Nations, <http://etext.library.adelaide.edu.au/h/hume/david/h92t/chapter83.html>: “*Where possession has no stability, there must be perpetual war. Where property is not transferred by consent, there can be no commerce. Where promises are not observed, there can be no leagues nor alliances*”.

18. Bénassy-Quéré, Agnès, Maylis Coupet y Thierry Mayer, “Institutional Determinants of Foreign Direct Investment”, *The World Economy*, (Oxford, UK: Blackwell Publishing Ltd., 2007). P. 764.

19. Barro, Robert J., “Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study”, NBER Working Paper 5698, National Bureau of Economic Research, (Cambridge, Mass: 1996).

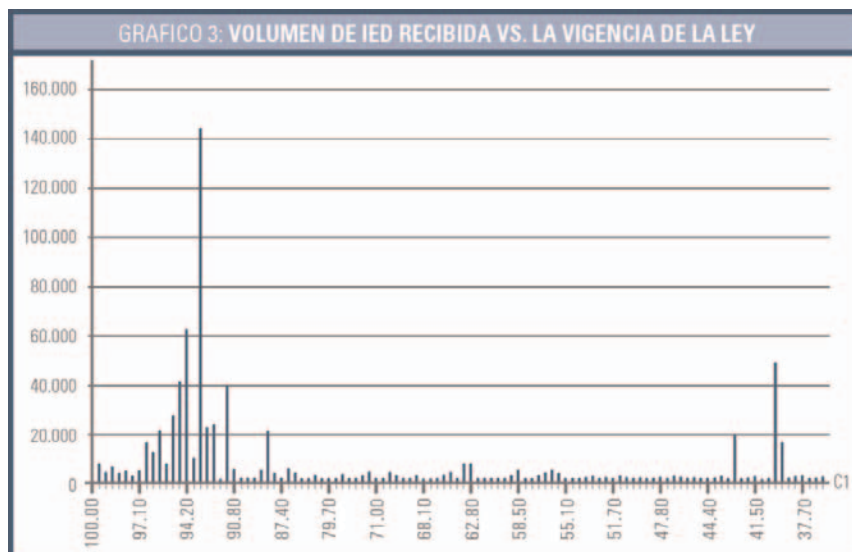
20. Kaufmann, Daniel, Aart Kraay & Máximo Mastruzzi, “*Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004*”, The World Bank, May 2005: [http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/GovMatters\\_IV\\_main.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/GovMatters_IV_main.pdf)

CUADRO 3: "RULE OF LAW", BANCO MUNDIAL		
POS.	PAÍS	POSICIÓN PORCENTUAL
01	Islandia	100.00
02	Suiza	99.50
03	Noruega	99.00
04	Dinamarca	98.60
05	Luxemburgo	98.10
06	Finlandia	97.60
07	Nueva Zelanda	97.10
08	Austria	96.60
09	Suecia	96.10
10	Singapur	95.70
11	Canadá	95.20
12	Australia	94.70
13	Países bajos	94.20
14	Alemania	93.70
15	Reino Unido	93.20
16	Anguila	92.80
17	Irlanda	92.30
18	Estados Unidos	91.80
19	Hong Kong	91.30
20	Bélgica	90.80

Si tomamos en cuenta las posiciones de este indicador, más las mejoras institucionales relativas experimentadas por China, Brasil, México y Rusia, podemos encontrar una explicación a las posiciones que ocupan en cuanto al flujo real de inversión extranjera directa que atraen.

La seguridad jurídica comenzó a ser algo real en China con la definición de las Zonas Económicas Especiales, porciones de su territorio donde se garantizaba el respeto a la libertad contractual y el derecho de propiedad, pese a la vigencia del sistema comunista en el resto del país, posteriormente reafirmado con el respeto de la seguridad jurídica vigente en Hong Kong mediante la política "un país, dos sistemas", y con el ingreso de China a la OMC.

La relación entre el volumen de IED recibida y la vigencia de la ley puede observarse en el siguiente gráfico donde los países con mejor calificación se encuentran más cerca del eje vertical, que es donde también se concentran los mayores volúmenes de inversiones.





Argentina, con un promedio de IED de 2.794 millones de dólares para el período 1970-2005, se encuentra bastante lejos de Brasil y México y, además, en los últimos años ha sido desplazada del tercer lugar en América Latina por Chile y Colombia. Estos países muestran, en el período mencionado, un promedio de IED de 1.911 y 1.264 millones de dólares respectivamente; sin embargo, en los últimos cinco años, presentan un promedio de 4.979 y 3.946 millones de dólares, contra 2.981 de la Argentina.

La diferencia con Brasil y México, además, se ha incrementado pues estos países, en este último período, alcanzaron un promedio de 19.268 millones de dólares en el caso de México y uno de 16.481 millones de dólares en el de Brasil.

Quiere decir que, si en el período 1970-2005 la Argentina recibió el 41% de la inversión que recibió Brasil y el 44% de lo que recibió México, en los últimos cinco años ha recibido el 18% de lo que recibió el primero y el 15,5% de lo que recibió el segundo.

Según datos más recientes de la CEPAL, esta tendencia ha continuado durante el año 2006, donde los datos son los siguientes:

POS.	PAIS	MONTO (en millones de u\$s)
01	México	18.939
02	Brasil	18.782
03	Chile	8.053
04	Colombia	6.295
05	Argentina	4.809
06	Perú	3.466

La lejanía respecto de México y Brasil y la pérdida de posiciones respecto de Chile y Colombia ambos tienen que ver con el deterioro institucional y la falta de seguridad jurídica en la Argentina en comparación con estos países, pese, incluso, a los problemas de seguridad interna que presenta Colombia.

# 5

## Temas externos pendientes que afectan la inversión

Además de los problemas institucionales y de estabilidad macroeconómica que afectan a la Argentina e impactan en la llegada de inversiones, tanto extranjeras como locales, hay ciertos temas coyunturales que tienen un impacto particular en la confianza de los inversores externos. Los más importantes son:

### 5.1 El Club de París

Tal vez no extrañe encontrar que este foro informal de encuentro entre países acreedores y deudores fue creado en 1956 con el propósito de negociar la deuda externa argentina. Actualmente cuenta con 19 miembros permanentes, pero es una organización estrictamente informal de países acreedores que buscan tratar en forma coordinada las deudas que tienen con ellos países en desarrollo. Además de la negociación de 1956, Argentina llegó a acuerdos con el Club de París en 1962, 1965, 1985, 1987, 1989, 1991 y 1992. Actualmente le debe a los gobiernos miembros un total de unos 5.900 millones de dólares.

El incumplimiento y la falta de acuerdo con este grupo de países ocasiona dos problemas principales en relación a la inversión: el primero es de reputación y el segundo es más concreto, tratándose de la imposibilidad que tienen los importadores argentinos de aprovechar el financiamiento que otorgan los organismos de promoción de exportaciones de algunos de estos países –tal el caso de Alemania, Francia e Italia. El *default* argentino hace que esas agencias no puedan extender sus facilidades a los importadores argentinos quienes, por lo tanto, tienen que correr con un costo de financiamiento superior. Se han iniciado conversaciones con este Grupo pero se encuentran actualmente frenadas por el rechazo argentino a la participación del FMI. Entre los pocos principios que ha establecido este grupo, uno de ellos dice:

“3. Condicionalidad: los tratamientos de deuda se aplican a los países que tienen necesidad de una reestructuración y que llevan adelante las reformas destinadas a resolver sus problemas de pagos. Concretamente, la condicionalidad es aportada por la existencia de un programa apropiado apoyado por el FMI, lo que demuestra la necesidad del alivio a la deuda”.

Argentina no tiene actualmente un programa vigente con el FMI, pero se estableció que la condicionalidad sería cumplida con una carta del director/gerente de esa institución, procedimiento que no fue aceptado por Argentina, la que habría propuesto la supervisión de la OCDE en su lugar.

La intransigencia argentina al respecto tiene un costo no menor y totalmente desproporcionado con el objetivo político de independizarse del FMI.

Por otra parte, la solución de este conflicto permitiría resolver el problema antes mencionado respecto a la financiación de importaciones, el que se origina, precisamente, en la OCDE. Las agencias de

financiamiento de exportaciones de muchos países se guían por lo que suele llamarse el “Paquete Knaepen”<sup>21</sup>, un acuerdo para asegurarse que se asuman primas de riesgo adicionales a los cargos de interés para cubrir el riesgo de no pago de los créditos para exportaciones. Uno de los elementos fundamentales de este “Paquete” es un sistema elaborado por la OCDE para evaluar el riesgo crediticio de los países a los que se clasifica en ocho categorías (0 a 7). Argentina es clasificada con 7, la peor categoría, sufriendo la mayor prima de riesgo para el financiamiento de todo tipo de importaciones.<sup>22</sup> Otros países del hemisferio tienen las siguientes clasificaciones, por ejemplo: Bolivia (7), Brasil (3), Canadá (0), Chile (2), Colombia (4), Costa Rica (3), Cuba (7), Ecuador (7), El Salvador (4), Guatemala (5), Haití (7), Paraguay (6), Perú (4), Uruguay (4), Venezuela (6).

## 5.2 Centro Internacional de Arreglo de Diferencias sobre Inversiones (CIADI)

El CIADI fue creado por el Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de Otros Estados (Convenio del CIADI), entrando en funciones en 1966. Argentina firmó dicho Convenio en septiembre de 1991 y adhirió a él por medio de la Ley N° 24.353 aprobada en julio de 1994. Actualmente el CIADI tiene más de 140 países miembros.

El CIADI es un centro de resolución de conflictos ubicado bajo la órbita del Banco Mundial, creado con el objetivo de mejorar la seguridad jurídica necesaria para el incremento de las inversiones internacionales.

Con ese mismo objetivo, Argentina firmó a partir de los años noventa un total de 59 “Tratados Bilaterales de Promoción y Protección Jurídica Recíproca para Inversiones Extranjeras” con los más importantes países del mundo, los que, a su vez, fueron también ratificados por ley del Congreso Nacional.

Estos tratados tienen diversas cláusulas pero se reconoce que dos de ellas son comunes a todos y son las más importantes:<sup>23</sup>

Cláusula de “Nación Más Favorecida”, por la cual todo tratamiento beneficioso que se otorgue a un país firmante de uno de estos tratados, se extiende automáticamente al resto de los países firmantes. Esta cláusula tiene una larga tradición en los tratados comerciales internacionales.

Cláusula de “prórroga de jurisdicción y establecimiento”, según la cual todas las controversias no son juzgadas sólo por los tribunales locales, sino que también se puede recurrir a una instancia internacional superior.

En el caso de los Tratados Bilaterales de Inversión (TBI) firmados por Argentina, esa instancia es el CIADI, aunque bajo dos alternativas diferentes<sup>24</sup>. Según la primera, se debe recurrir inicialmente a los tribunales locales, y se puede apelar a la instancia internacional si luego de 18 meses

21. Agencias como Coface en Francia; Ducroire/Decredere en Bélgica; Export Guarantee Department en el Reino Unido; Euler Hermes en Alemania; Exim en los Estados Unidos; EKN en Suecia. 22. OCDE, Country Risk Classification: [http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en\\_2649\\_34171\\_1901105\\_1\\_1\\_1\\_37467,00.html](http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en_2649_34171_1901105_1_1_1_37467,00.html)

23. Tondini, Bruno Mario y Martín Nicolás Roqué, “CIADI, Inversiones y el 'Factor Confianza' en la República Argentina”, Working paper N° 38, Centro Argentino de Estudios Internacionales, 2006.

24. Perotti, Javier, “Consideraciones del caso argentino ante la jurisdicción del CIADI”, Working paper N° 8, Centro Argentino de Estudios

no hubiera una sentencia firme. Según la segunda, el inversor extranjero tiene la opción de elegir entre la jurisdicción local o la internacional.

A partir de 2002 se iniciaron numerosos reclamos a la Argentina ante el CIADI por un monto aproximado de 20.000 millones de dólares, lo cual representa un 40% del total de casos pendientes y casi un 50% de todos los casos abiertos desde enero de 2003. En la actualidad 32 están pendientes, 5 resultaron en acuerdos entre las partes y 2 fueron pagados.

Los TBI están vigentes aunque actualmente existe una discusión interna acerca de si las decisiones arbitrales pueden ser revisadas por la Corte Suprema de Justicia en cuanto a la sustancia de la decisión, o solamente en cuanto a la llamada "domesticación" de la sentencia<sup>25</sup>; esto es una verificación de que se han cumplido los recaudos formales. También hay opiniones que hasta cuestionan la imparcialidad del CIADI, su jurisdicción e incluso la constitucionalidad misma de las leyes que aprobaron los TBI.

Resulta claro que ese alto grado de litigiosidad y el cuestionamiento tanto del tribunal como de los TBI firmados (si bien no han sido formalmente denunciados), no contribuyen a crear la confianza necesaria para la llegada de un mayor volumen de inversión extranjera. Argentina debe mantener la posición de aceptar los tratados firmados y los fallos de ese tribunal. Debería también ratificar y renovar los Tratados Bilaterales de Inversión.

En las últimas semanas, se ha conocido que la agrupación que representa a los *holdouts* italianos ha realizado una presentación ante el CIADI, un aspecto nuevo del problema. Es probable que el gobierno responda a esa demanda cuestionando la capacidad del CIADI de intervenir en este conflicto. Al margen de eso, es otro ejemplo más de la presencia continua de demandas contra el estado argentino por incumplimiento de normas.

### 5.3 Los *holdouts*

A fines de diciembre de 2001 Argentina declaró el *default* de su deuda, y, durante la reunión anual del FMI y Banco Mundial en Dubai, en 2003, presentó su propuesta de canje para un stock total de 87.000 millones de dólares. Esta deuda sufriría un recorte del 75% emitiéndose tres nuevos bonos: Par, Cuasi-par y Discount por un máximo estimado en 21.800 millones de dólares y un cupón atado al crecimiento del PBI. La propuesta inicial fue mejorada en junio de 2004, proponiendo la emisión de bonos por 31.800 millones en el caso que la aceptación fuera menor al 70% y por 41.800 millones si fuera superior, manteniendo el recorte del 75%.

Para garantizar la consistencia fiscal de la propuesta, el gobierno se comprometía a mantener un superávit fiscal primario de 2,7% del PBI durante los primeros cinco años, y a estabilizarlo luego en alrededor del 2,3%. Con un crecimiento proyectado del 3,3% anual se alcanzaría a pagar los intereses pero deberían conseguirse fuentes de financiamiento para la renovación de los vencimientos de capital. Distintos cálculos financieros estimaron el valor presente del recorte entre un 73 y un 80%, sin reconocimiento de los intereses vencidos y se agregó una cláusula por la cual se repudiaba la deuda de los que no entraran en el canje, condiciones no usuales en este tipo de acuerdo.

---

25. Perotti, op. Cit.

El recambio de bonos comenzó el 14 de enero de 2005, alcanzando una aceptación del 76,15%; sin embargo, es necesario tener en cuenta para el tema que aquí nos ocupa que el 24% de los que rechazaron la propuesta (*holdouts*) son el 50% de los acreedores extranjeros.

Estos *holdouts* no se han quedado quietos y, pese a que no han tenido éxito por la vía judicial hasta el momento, generan un deterioro adicional a la reputación del país frente a inversores del resto del mundo e incluso producen un costo financiero adicional para el mismo gobierno, ya que la latente amenaza de embargo le impide acceder a los mercados internacionales.

Mantener cerradas las puertas para los bonistas que no entraron en el canje puede calificar a la acción argentina no ya como *default* sino como repudio, una calificación que muy pocos países han alcanzado y con una connotación muy negativa para el clima de inversiones, e incluso para las futuras posibilidades de asumir riesgo soberano.

Teniendo en cuenta que el desempeño de la economía argentina ha superado con creces las proyecciones incluidas en la propuesta, y como forma de despejar otro frente de conflicto, Argentina debería resolver este diferendo y desarrollar una propuesta para estos bonistas, la cual podría ser la reapertura del canje sin alterar las condiciones de los que participaron en su momento.

#### 5.4. El costo de los incumplimientos

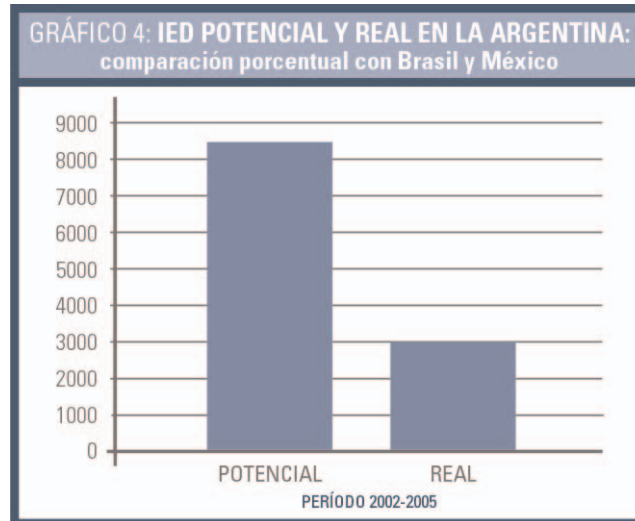
Resulta muy difícil poder determinar con certeza el monto de inversiones que la Argentina podría haber recibido si estos problemas no hubieran existido o si se hubieran solucionado. Un ejercicio hipotético que podemos realizar, a modo ilustrativo, es cuál sería el monto de inversiones que la Argentina estaría recibiendo ahora si hubiera mantenido su posición tradicional en la región.

Está claro que el flujo de inversiones que los países reciben no depende exclusivamente de ellos, sino también del grado de liquidez existente en los mercados globales de capitales; sin embargo, éstas afectan a la región en su conjunto, por lo cual podemos tener una idea de la posición relativa de cada país al respecto:

CUADRO 5: INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS HACIA PAÍSES DE LATINOAMÉRICA (en millones de dólares)				
PAÍS	PROMEDIO 2002-2005	PROMEDIO 1970-2005	DIFERENCIA	CAMBIO %
Argentina	2.980.06	7.270.85	-4.290.25	-59.01
Bolivia	273.72	542.28	-268.56	-49.52
Brazil	16480.65	20.240.12	-3.759.46	-18.57
Chile	4.979.03	5.323.14	-343.83	-6.46
Colombia	3.946.24	3.513.66	432.58	12.31
Ecuador	1.446.67	1.069.54	377.13	35.26
Paraguay	74.42	129.78	-55.36	-42.66
Perú	1.762.57	1.881.69	-119.12	-6.33
Uruguay	367.93	277.57	90.36	32.55
Venezuela	2.319.08	3.256.00	-936.02	-28.75
Costa Rica	593.05	543.89	49.16	9.04
El Salvador	356.94	333.19	23.76	7.13
Guatemala	211.96	227.81	-15.85	-6.96
Honduras	242.46	204.83	37.64	18.38
México	19.267.07	16.198.12	3.069.59	18.95
Nicaragua	209.03	207.68	1.62	0.78
Panamá	605.02	731.31	-126.11	-17.24

Fuente: UNCTAD

La Argentina no es solo el país donde más se ha reducido el monto de recepción de IED, sino que, si hubiera mantenido la relación porcentual que tuviera con Brasil (36%) y México (44%) durante el período 1970-2005 en el período 2001-2005, hubiera recibido 8.477 millones de dólares anuales de IED, en lugar de 2.981 millones. Es decir, ha perdido 6.000 millones de dólares cada año.



# 6

## Temas internos que afectan la inversión

### 6.1 Las retenciones a las exportaciones

Este es un tema de seria discusión, comenzando por determinar si se trata de impuestos o de tipos de cambio diferenciales; nuestro trabajo no estuvo exento de esta discusión, si bien no se pretendió saldar el tema en esta instancia.

Discutimos acerca de si se puede tomar en cuenta el monto que el sector afectado pierde en este concepto o si sería necesario tomar en cuenta todas las modificaciones de variables que afectan su rentabilidad.

Reconocimos su inevitable introducción en la crisis de 2001-2002 y también la conveniencia, mirando al futuro, de reducir la dispersión de tipos de cambios y avanzar a su eliminación.

Asimismo, se señaló que incluso la forma en que las retenciones fueron introducidas no ha respetado los necesarios procesos legislativos, contribuyendo al debilitamiento institucional antes señalado.

Si bien la Ley de Emergencia Económica reestablece las retenciones sólo para las exportaciones petroleras, el Poder Ejecutivo asumió que la posibilidad era amplia y decidió aplicarla a muchos más productos. En tanto, si bien todo impuesto debe ser decidido por ley del Congreso según la Constitución Nacional, como resultado de un decreto-ley de la última dictadura militar, conocido como Código Aduanero, se “delegó” en el Ejecutivo –y éste a su vez delegó en el Ministerio de Economía– la imposición de derechos de importación y exportación. Esta costumbre, de dudosa constitucionalidad, continuó una vez recuperada la democracia. Todo esto habla de la fragilidad de la seguridad jurídica local que enfrenta alguien que evalúe invertir en la producción de bienes exportables.

En agosto de 2006, el Congreso sancionó la Ley 26.124 de “Superpoderes” en la que, en su artículo 1º, le otorgó al gobierno tres principales potestades: a) unificar en una sola cuenta por finalidad de gasto, lo que actualmente se divide en cinco cuentas distintas; b) borrar la diferencia que se suele establecer entre gastos corrientes y gastos de capital; y c) suprimir la distinción entre “arriba de la línea” –los gastos– y “debajo de la línea” –las aplicaciones financieras. Eliminar la sujeción del Ejecutivo a estas tres grandes divisiones de autorización del gasto público es ampliar sus facultades, incluso de manera excesiva, delegando el Congreso una de las principales funciones que le da la Constitución Nacional, que es, ser el poder que da la última palabra sobre la forma en que se utilizarán los recursos tributarios de los ciudadanos.

Sin embargo, el avance del Poder Ejecutivo Nacional (PEN) sobre el Legislativo no se mantuvo dentro de estos nuevos extensos límites. La Resolución N° 10/07 aumentó en 4 puntos porcentuales las ya muy elevadas retenciones a la soja, y la Resolución N° 9/07, de la misma fecha, establece un mecanismo de subsidios a los industriales y operadores que vendan en el mercado interno productos derivados del trigo, maíz, girasol y soja, mecanismo que se extendió unos días después a

toda la cadena láctea (Resolución N° 40/07). De esta forma, a través de una mera resolución del Ministerio de Economía, se asignaron los ingresos de las nuevas retenciones a un nuevo gasto, lo cual excede las facultades otorgadas en la “Ley de Superpoderes”. Es así como este mecanismo prevé, además del otorgamiento de subsidios monetarios calculados en un monto de \$1.500 millones, la fijación, por la misma vía normativa, de “precios de abastecimiento”. Estos últimos son ilegales, ya que el establecimiento de precios está contemplado en el inciso a) del artículo 2° de la Ley 20.680 de Abastecimiento cuya posibilidad de aplicación se encuentra suspendida desde 1991.

## 6.2 Controles de precios

Dada la experiencia argentina, resulta ya superfluo señalar que las políticas de controles de precios no funcionan y terminan generando más problemas de los que pretenden resolver. Estos controles han desestabilizado las normas que impulsan el crecimiento productivo de la economía.

Además, la subsistencia de un instrumento como la Ley de Abastecimiento, que amenaza con enviar empresarios a la cárcel, perjudica el necesario clima de confianza para la realización de inversiones. Si bien algunos constitucionalistas discuten si esta norma está vigente o si ha quedado suspendida, la Ley de Abastecimiento de 1974 fue severamente acotada por el Decreto N° 2284 de 1991, que liberalizó vastos sectores de la economía y que en 1993 fuera ratificada por la Ley 24.307. De hecho, en 2002, ante un decreto del entonces presidente Duhalde, la Procuración del Tesoro dictaminó que la norma no estaba vigente. Lo único que el decreto había dejado activo era el inciso c) del artículo 2° que permite al Poder Ejecutivo dictar normas que rijan la comercialización, intermediación, distribución y/o producción de un bien o servicio. Por lo tanto, el Poder Ejecutivo, para disponer de las excesivas facultades que figuran en el resto de la Ley de Abastecimiento, debe contar con la previa declaración, por parte del Congreso Nacional, del “Estado de Emergencia de Abastecimiento”. De otro modo, no puede usarlas.

Algunos funcionarios pretenden justificar su utilización en la Ley de Emergencia Económica sancionada a principios de 2002. Sin embargo, en ningún lugar del texto de esta normativa se hace mención ni a una emergencia de abastecimiento ni a la restitución de las facultades suspendidas de la Ley de Abastecimiento.

A pesar de esto, se emitieron resoluciones del Ministerio de Economía que: i) prohibieron retroactivamente la venta de un nuevo tipo de gasoil cuya comercialización estaba avalada en la normativa hasta entonces vigente; ii) se pusieron precios máximos a la comercialización de carnes y hacienda en pie (art. 2°, inc. a), Ley de Abastecimiento); iii) se obligó a las empresas petroleras a vender combustibles a pérdida (art. 2°, inc. d), idem); y, además, iv) a estas últimas, se les puso multas por el incumplimiento de las resoluciones antes comentadas (art. 4°, 5° y 6°). Todo este accionar se justificó en lo ambiguo y amplio del inciso c) del artículo 2° de la Ley de Abastecimiento que permite al Poder Ejecutivo dictar normas que rijan la comercialización, intermediación, distribución y/o producción de un bien o servicio. Sin embargo, las facultades para tomar esas medidas estaban explícitas en los restantes artículos e incisos de la Ley. Por ende, si el gobierno de 1991 y los legisladores que, en 1993, dieron estatus de ley a la suspensión de la norma de abastecimiento, querían mantener la posibilidad de aplicar dicho articulado, ¿para qué lo suspendieron? Es evidente, por ende, que el espíritu de la suspensión buscaba que todas las medidas mencionadas no pudieran ser tomadas por el PEN sin aprobación previa y expresa del Congreso.



### 6.3 Los subsidios a las empresas

Frente a la devaluación, la respuesta, ciertamente lógica, fue el congelamiento de tarifas de transporte público, del gas y la electricidad –en particular las residenciales–, hasta el momento en el cual se pudieran renegociar contratos y adecuar así las tarifas. Sin embargo, luego de cinco años, no se reestablecieron reglas de largo plazo para estos sectores, ni se conoce la forma en la que se producirá la actualización de las tarifas en el futuro. En este marco, las inversiones en el sector han caído a un mínimo y, en algunos casos, se tradujo inevitablemente en una merma en la calidad de la prestación de los servicios.

Un informe reciente de la empresa TBA resulta, por cierto, ilustrativo. Se señala en su estructura de costos un incremento de salarios del 252% desde el 2000 a la fecha, un aumento del 221% en los valores de los materiales y del 105% en los gastos de electricidad, combustibles y lubricantes, en tanto que el boleto (su estructura de ingresos) sólo registró una suba del 17% en ese mismo período. En tanto que si uno observa los datos de precios al consumidor y mayoristas elaborados por el INDEC, se puede ver que el índice general minorista aumentó un 95,5% desde diciembre de 2001 y el mayorista cerca de un 189%, cuando los valores desagregados de los servicios públicos (que están incluidos en el cálculo del IPC) casi no mostraron variación alguna.

Los subsidios al servicio de transporte público para este año 2007 rondarán los \$3.810 millones, habiéndose incrementado el monto de los mismos en nada menos que un 435% en un lapso de cuatro años. A pesar de esto, las perspectivas no son de cobertura del déficit de las inversiones en el sector ni su consecuente traslado de beneficio al usuario, sino que se utilizan para aumentos de sueldos y otros costos operativos. Lo mismo puede decirse del resto de los servicios que reciben este tipo de transferencia.

Para tener una idea de la dimensión que asume la utilización de los subsidios estatales en la estructura de los ingresos de las empresas, parece adecuado realizar el siguiente ejercicio. En el 2006, con un valor promedio de boleto de ómnibus de \$0,80 por recorrido de 12 kilómetros, con un monto transferido como subsidio cercano a los \$1.840 millones, y dada la cantidad de pasajeros, se puede concluir que las empresas de colectivos reciben en promedio \$2,0 por cada persona que recorre 12 kilómetros. Del total, \$0,8 lo paga directamente el usuario y \$1,2 lo paga el gobierno, o sea, todos nosotros. Sólo con la incorporación de los subsidios se puede hacer una comparación internacional de los costos de nuestro transporte. El boleto en Argentina cuesta \$2,0, con lo cual su valor en dólares se vuelve así comparable a lo que paga un individuo en Río de Janeiro (USD 0,59), San Pablo (USD 0,67) o en Santiago de Chile (USD 0,50).

Es sabido que esta herramienta difícilmente logra las mejoras necesarias en la prestación o incentiva la inversión. No se trata de un ingreso regular o medianamente previsible, sino que claramente es visto por el receptor como un ingreso extraordinario (y la mayoría de las veces arbitrario) que puede ser discontinuado, en tanto que en los términos que se manejan hoy en la sociedad, no hay percepción del costo de los mismos.

Por otro lado, el gobierno ha intentado suplir con inversión pública en energía la inversión no realizada por las empresas del sector. Para ello, ha creado fideicomisos que están bajo su órbita y cuyo objetivo es avanzar en algunas de las obras necesarias. Sin embargo, la carencia de recursos propios llevó a obligar a las empresas eléctricas a fondearlos con las deudas que CAMMESA (organismo compensador del Estado) tenía con ellas, por los subsidios necesarios para cubrir las diferencias entre

el costo real de la energía y el que se les permite cobrar al usuario. Otra vía fue la creación por ley del sistema de cargos específicos (Ley 26.095). El mismo le permite al Poder Ejecutivo cobrar en forma discriminatoria un adicional a las tarifas de servicios públicos que se asignen a estos fideicomisos. En realidad, el concepto de cargo específico resulta ser una creación que le permitió al Congreso la posibilidad de delegarle al Poder Ejecutivo la facultad de determinar el monto de un impuesto y arbitrar quién lo pagará, ambas cosas prohibidas por la Constitución Nacional.

#### 6.4 La intervención del INDEC

A principios de 2007, ante la percepción de una posible aceleración de la inflación, frente a la decisión de los encargados del área del organismo que elaboraban el índice de precios al consumidor de mantener la metodología, lo que implicaba un súbito incremento de los precios de enero, el gobierno decidió su remoción. El personal que asumió a continuación respondía a las indicaciones del Ministerio de Economía que cambiaron la forma en que se tomaban los datos de precios y las metodologías de elaboración. Ante el objetivo evidente de mostrar datos de inflación más bajos, y su posterior constatación en la medida que estos fueron difiriendo de lo que la gente percibía como realidad, el organismo perdió credibilidad. Este ha sido un desvío fundamental de una norma crucialmente importante, de cuya consistencia dependen los inversores para tomar sus decisiones.

La importancia de tener una institución como el INDEC que sea confiable va mucho más allá de la elaboración del dato de inflación. En una democracia, uno de los deberes del gobierno es brindarle a los ciudadanos y a sus representantes (los legisladores), información confiable que le permita controlar la gestión del mismo. Por esto mismo es relevante que los organismos públicos que elaboran dichos datos tengan la máxima independencia posible de quienes ejercen eventualmente el poder público.

Eso es lo verdaderamente grave de la intervención del área que elabora el IPC dentro del INDEC, ya que termina distorsionando las cifras que muestran la pérdida o ganancia de poder adquisitivo de los argentinos que generan las políticas económicas actuales. Por otro lado, el Banco Central pierde una importante "brújula" para determinar su política monetaria, que debería buscar contener una pérdida del valor de la moneda nacional que, en realidad, ahora desconoce cuál es. Además, deja a los consumidores e inversores sumidos en una enorme incertidumbre, ya que es imposible evaluar cuál es la cifra de la inflación real con la que negociar salarios, alquileres o los rendimientos para los ahorros o créditos en pesos. Todo esto resulta en una ineficiencia que genera menor inversión, actividad y bienestar para los argentinos.

Por último, esta medida volvió a afectar negativamente el crédito del país. Una buena parte de la deuda pública está nominada en pesos y se actualiza por un indicador CER que se elabora en base al IPC. En la medida que este último es elaborado con sesgo a la baja, el CER también lo será; lo cual implica una pérdida para los tenedores de dichos pasivos estatales y, por ende, una estafa.

#### 6.5 Reconstitución del mercado de capitales

En el 2001, la creciente pérdida de credibilidad del gobierno del Dr. De la Rúa parecía estar llevando al país hacia la cesación de pagos. En ese marco, la gente recordó que, en el pasado y en similares ocasiones, otros gobiernos se habían apropiado de los ahorros depositados en los bancos.

La última vez había sido a finales de 1989, con el Plan Bonex, y la Corte Suprema había avalado esta medida. ¿Qué podía evitar que volviera a suceder?

Esto llevó a la elaboración de varios proyectos para garantizar la intangibilidad de los depósitos. En ese sentido, vale comentar que en las discusiones con los legisladores (en su mayoría licenciados en leyes) se remarcaba la redundancia de su sanción debido a que el derecho de propiedad de los depósitos estaba garantizado en el Código Civil (art. 1.197 y 1.198) y en la Constitución Nacional (art. 17°). Sin embargo, la historia había demostrado que esto no estaba demasiado claro; por lo que podía tomarse una ley de intangibilidad de los depósitos (Ley 25.466) como una reglamentación, una explicación de los derechos de los ahorristas bancarios. En definitiva, se unificaron los proyectos y se aprobó por abrumadora mayoría en ambas cámaras.

Ante la fuerte pérdida de depósitos, en diciembre de 2001, el gobierno decidió aplicar el “corralito” que restringía el retiro de efectivo de los bancos a \$300 y, también, las transferencias al exterior. Sin embargo, al no afectar el uso de los fondos, ni la moneda en la que estaban, en enero de 2002, se complicó tremendamente la situación de los deudores en dólares, y el gobierno de entonces hizo aprobar en el Congreso una Ley de Emergencia Económica que suspendió la Ley de Intangibilidad de los depósitos. La Corte Suprema, casi cinco años después, decide expedirse sobre la cuestión. Opta por modificar la forma de cálculo de la pesificación para que, al día de hoy, termine dando un valor aproximado al dólar actual y, de esa forma, declara que no es necesario definirse sobre la cuestión de fondo, ya que, aunque en pesos, el ahorrista recuperará lo que depositó.

Si a esta desconfianza en la seguridad del sistema financiero, le sumamos las restricciones impuestas por los legisladores a la ejecución de las garantías de deudores morosos, podemos entender el por qué de la escasez de crédito. Esto resulta en una gran limitante a las posibilidades de dar crédito.

## **6.6 La falta de actualización de los balances de las empresas para la determinación del impuesto a las ganancias**

A pesar del fuerte aumento de la inflación desde la devaluación de inicios de 2002, la Administración Federal de Ingresos Públicos determinó que las empresas no podían actualizar sus balances por la suba de precios. Esto implicó que el aumento inflacionario de los activos de una compañía fuera tomado como ganancias, cuando en realidad no lo era. En el extremo, esto pudo implicar que empresas que tuvieron pérdidas, por este mecanismo terminaran pagando el impuesto a las ganancias.

De esta forma, la inflación se transformó en una forma de incrementar la presión tributaria sobre las empresas sin tener que subir por ley la alícuota del Impuesto a las Ganancias. Esta incertidumbre impositiva también resulta un condicionante a la inversión.

## **6.7 Barreras regulatorias**

Entre otros problemas regulatorios que preocupan a los eventuales inversores se mencionan las siguientes barreras en un estudio realizado por El Cronista:

1. La ya mencionada seguridad jurídica y las herramientas que protejan a los inversores contra la estabilidad económica y política;
2. El marco regulatorio específico correspondiente a la industria en la que invertirán;

3. Las resoluciones del Banco Central respecto del régimen de ingreso de divisas para realizar una inversión y las restricciones para el giro de divisas al exterior, ya sean producto de ganancias o por desinversión;
4. La normativa impositiva, incluyendo cuestiones relativas a impuestos provinciales y tasas municipales;
5. Los vehículos jurídicos existentes para canalizar inversiones;
6. Los regímenes de cumplimiento de resoluciones de la IGJ y normas de la ley de sociedades comerciales;
7. El marco jurídico laboral;
8. El régimen de control de precios y la manipulación de índices que reflejan la marcha de la economía;
9. La normativa relativa al derecho del consumidor;
10. El régimen migratorio vigente para expatriados.<sup>26</sup>

En términos más generales, el indicador “Haciendo Negocios”, que forma parte de un programa iniciado por el Banco Mundial para generar una base de datos con medidas objetivas de las regulaciones sobre las actividades económicas y su aplicación para un total de 155 países, muestra a la Argentina en el puesto 101<sup>27</sup>.

El índice toma en cuenta los trámites necesarios, el tiempo que insumen y su costo para los siguientes procesos:

- **Comenzar un negocio o actividad económica**
  - Todos los procedimientos necesarios para registrar una firma
  - El tiempo promedio que demanda cada procedimiento
  - El costo oficial de cada procedimiento
  - El capital mínimo requerido como porcentaje del ingreso per cápita
- **Obtención de licencias (permisos)**
  - Todos los procedimientos para construir un depósito
  - Tiempo promedio para cada procedimiento
  - Costo oficial de cada uno
- **Empleo de trabajadores**
  - Dificultad para contratar un nuevo empleado
  - Dificultades para expandir o contraer el número de horas de trabajo
  - Dificultad y gastos necesarios para despedir a un empleado redundante
  - Costo de un empleado redundante, expresado en semanas de salario
- **Registro de propiedad**
  - Número de procedimientos legales requeridos para registrar una propiedad
  - Tiempo que demandan
  - Costos tales como aranceles, impuestos, estampillados y otros pagos al registro de la propiedad, escribanos, abogados y oficinas gubernamentales. El costo es expresado como porcentaje del valor de la propiedad
- **Obtención de crédito**
  - Un índice de derechos legales que mide el grado en que las garantías y las leyes de quiebra permiten el acceso al crédito

26. Neuman, Ariel Alberto, “Los problemas legales que más preocupan a los inversores”, El Cronista, Buenos Aires, 21/5/07.

27. World Bank & International Finance Corporation, *Doing Business in 2006: Creating Jobs*, (Washington D.C.).

- Un índice de información crediticia que mide las reglas que afectan el ámbito, el acceso y la calidad de la información crediticia.
- Cobertura de un registro público de crédito
- Cobertura de un registro privado de crédito
- **Protección de inversores**
  - Transparencia de las transacciones
  - Responsabilidad por negocios propios dentro de una empresa
  - Capacidad de los accionistas de demandar a ejecutivos y directores por mal manejo
  - Fortaleza de la protección de los inversores
- **Pago de impuestos**
  - Número total de impuestos pagados
  - Tiempo que se tarda en preparar, presentar y pagarlos
  - Monto de impuestos pagables por un negocio, excepto laborales
- **Comercio exterior**
  - Cantidad de documentos requeridos para la importación/exportación
  - Número de firmas requeridas para la importación/exportación
  - Tiempo necesario para cumplir con todos los procedimientos
- **Cumplimiento de los contratos**
  - Número de procedimientos desde que el demandante presenta su demanda en los tribunales hasta que obtiene el pago
  - Tiempo en días necesarios para resolver la disputa
  - Costo en los tribunales, honorarios profesionales, costos administrativos para procedimientos de recupero como porcentaje del monto en deuda
- **Cierre de un negocio**
  - Tiempo promedio para completar el procedimiento
  - Costo del proceso de quiebra
  - Tasa de recupero, que calcula el porcentaje que obtienen los demandantes (acreedores, autoridades fiscales, empleados)

Todos los indicadores mencionados son agregados en uno general denominado "Facilidad para los negocios (o la actividad económica)", en el cual los primeros lugares corresponden en este orden a: Singapur, Nueva Zelanda, Estados Unidos, Canadá, Hong Kong, Reino Unido, Dinamarca, Australia, Noruega e Irlanda.

Como ejemplo, se observa que el primer lugar en "Iniciar un negocio" lo ocupa Canadá, donde se requieren 2 procedimientos que duran 3 días con un costo del 1% del ingreso promedio y ningún capital mínimo requerido. En Argentina se demandan 15 procedimientos que demandan 32 días hábiles a un costo del 12,1% del ingreso per cápita.

En cuanto al pago de impuestos en Argentina, se demandan 34 pagos que insumen 615 horas y se llevan el 116,8% de las ganancias, en comparación con los 15,3 pagos de los países desarrollados de la OCDE que demandan 430,5 horas para preparar y presentarse, y se llevan un 47,8% de las ganancias.

# 7

## Recomendaciones

### 1. Restañar las heridas y evitar nuevas

- Argentina no solamente ha perdido grandes oportunidades en las últimas décadas, sino que ha sufrido heridas profundas de todo tipo, muchas de ellas económicas.
- Por esa razón es, tal vez, más importante aquí que en otros países, evitar nuevas caídas. La economía argentina tiene muchas cicatrices, algunas muy recientes, y no debería recibir nuevas heridas.

### 2. Sostener el crecimiento económico

- Es prioritario sostener el actual período de crecimiento económico en el nivel más alto posible para poder poner al país en camino al desarrollo. Si bien es cierto que éste no es el único determinante de la calidad de vida, sin duda es muy importante, ya que significa que se abren oportunidades de progreso, de empleo y de negocios, de capacitación y educación, de satisfacción de un mayor número de necesidades.
- En este sentido, la sociedad argentina ha demostrado tener una gran capacidad de recuperación y una gran vocación de progreso; se ha sobrepuesto a la carga de la fenomenal crisis y ha vuelto a producir, a generar riqueza. No necesita de un motor que la impulse ya que lo tiene en sí misma, sino tan sólo que no se coarten sus proyectos con cimbronazos económicos que destruyen esperanzas y fuerzan a comenzar todo nuevamente.

### 3. La clave será la inversión

- La continuidad del crecimiento económico depende de la inversión, y la inversión es ahorro presente destinado a una mayor producción de bienes y servicios en el futuro. Lo que importa es la llamada "inversión productiva", pues es la que, precisamente, amplía la frontera de posibilidades de producción, la capacidad de producir en el futuro.
- Argentina necesita un mayor grado de normalización y consistencia en los determinantes de la inversión al margen, incluso, del modelo económico que decida seguir.
- Resulta necesario aclarar esto porque en las estadísticas de inversión se incluyen componentes que no corresponden, tales como la construcción de viviendas o la compra de celulares. En ambos casos se trata de consumo, más o menos durable, pero no de inversión.
- Por cierto que el consumo no tiene nada de malo, es más, es el destino de toda producción, pero el motor que sostendrá el crecimiento es la inversión en capacidad productiva.
- Esta es actualmente insuficiente para sostener un ritmo de crecimiento que permita a la Argentina recuperar parte del terreno perdido durante las últimas décadas.

#### 4. La inversión debe ser de calidad

- Al mismo tiempo, durante largos períodos en los que incluso hubo interesantes niveles de inversión, su destino se veía condicionado, y distorsionado, por las numerosas interferencias en el funcionamiento de los mercados, que terminan desviando esa inversión a aplicaciones que no son las más productivas para la sociedad.
- La inversión es frágil, debido a que está influida por múltiples factores los que impactan de forma diferente en distintos inversores. Por cierto que el retorno sobre la inversión es un determinante fundamental, pero la decisión de inversión recorre distintos caminos según sea la organización, profesionalidad y tamaño de las empresas. No es lo mismo en empresas unipersonales o familiares que en grandes empresas internacionales.

#### 5. Las reglas de juego deben ser estables

- En ambos casos, no obstante, la estabilidad de las reglas de juego es un factor central. En la Argentina se ha desarrollado una “cultura de la volatilidad” contraria a la inversión productiva, y ocupada principalmente con la protección del valor de los ahorros. Resulta clave que esta cultura se vaya diluyendo, lo que sólo ocurrirá como resultado de un largo proceso evolutivo.
- Ese largo proceso evolutivo tiene que estar sostenido e impulsado por la estabilidad de las reglas de juego o, más precisamente, de reglas de juego que protejan la inversión, en particular aquellas que permitan dar previsibilidad a las decisiones de largo plazo. Es necesario extender el horizonte para la toma de decisiones.
- Para esto se requieren reglas de juego claras que protejan elementos centrales de la inversión como el derecho de propiedad, el cumplimiento de los contratos y la estabilidad de las variables macroeconómicas. Más que grandes revoluciones, la Argentina necesita sostener en el tiempo ese pequeño grupo de elementos centrales.

#### 6. La solidez fiscal y la coherencia macroeconómica son imprescindibles

- Durante largos períodos, la Argentina ha implementado políticas económicas incoherentes, lo que ha llevado a crisis periódicas que han alcanzado verdaderas “implosiones”. Tipos de cambio fijos o sucios con elevados déficit fiscales financiados con emisión monetaria o endeudamiento han sido la constante.
- Existe una fuerte relación entre el volumen, la calidad y la rentabilidad de las inversiones y las condiciones macroeconómicas en el país. Su inestabilidad impide y distorsiona el proceso de formación de capital que tiene lugar principalmente a nivel de las empresas, lo cual afecta a su vez la magnitud y sustentabilidad del crecimiento económico.
- El volumen y el ritmo de crecimiento del PBI dependen de cambios en la acumulación de capital, incorporación de tecnología y conocimiento y habilidades empresariales que, a su vez, fomentan nuevas inversiones. Este proceso de realimentación dinámica es el que Argentina necesita estabilizar.

- Sin embargo, su fortaleza depende de las condiciones macroeconómicas del país, lo que a su vez determina el grado de riesgo y los niveles de incertidumbre que los inversores deben afrontar. La inestabilidad afecta la capacidad de los empresarios de planificar las inversiones futuras y por lo tanto afecta su volumen, su destino, su continuidad y su calidad.
- Por estabilidad macroeconómica queremos decir un entorno de política económica en el cual la tasa de inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio sean estables y previsibles.
- Al respecto, mantener la solidez fiscal tiene que ser una prioridad inamovible y deben realizarse todos los esfuerzos necesarios para mantenerla, teniendo en cuenta, por supuesto, que la presión fiscal y la eficiencia del gasto público no deterioren la competitividad de la economía.

## 7. Es necesario alcanzar todo nuestro potencial de recibir inversión extranjera

- Estas reglas de juego son determinantes también para la inversión extranjera directa (IED). Argentina ha perdido su lugar como receptor de IED en la región y la escasez de ahorro interno hace necesario incrementar la llegada de capital extranjero, al igual que el retorno del ahorro local originario que huyó para buscar protección fuera del país.
- En realidad, es muy difícil que un país subdesarrollado pueda pegar el salto a ser una economía del primer mundo sin IED, ya que implicaría un enorme sacrificio para su población. La inversión necesaria para achicar dicha brecha es enorme e significaría exigir un gran esfuerzo de ahorro interno a una sociedad relativamente pobre.
- Argentina es un país de “Alto potencial para recibir IED”, pero de “Bajo rendimiento”, es decir, no cumple con su potencial. La IED que ya se encuentra instalada en el país hace décadas se ha acostumbrado a los vaivenes de la economía local. Sin embargo, algunos de los inversores externos de más reciente llegada han decidido retirarse y, lo más importante, un gran volumen de IED potencial se mantiene alejado dada la enorme incertidumbre que le genera la inestabilidad argentina.
- Las “reglas de juego” y/o la “estabilidad jurídica” impactan en esa incertidumbre a futuro. Esta depende, además, de lo que ha dado en llamarse “calidad institucional”, un concepto que resulta difícil de especificar estrictamente pero que señala la existencia de mecanismos de gobernabilidad que garantizan el respeto de ciertos derechos básicos, entre los que se encuentran los mencionados más arriba.

## 8. Debemos normalizar las relaciones económicas internacionales

- Además de lo señalado, entre los problemas pendientes que afectan la llegada de nuevas inversiones extranjeras y que deberían ser solucionados o comenzados a tratar en breve, se encuentran: las relaciones con el Club de París, las demandas ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias sobre Inversiones (CIADI), y la situación de los *holdouts*.
- Argentina tiene que normalizar sus relaciones externas en estos campos. Hasta que esto no suceda, no habrá terminado de salir de la crisis 2001-2002, ni terminará de escapar de sus continuos costos.



- Al respecto, proponemos:
  - **Club de París:** llegar a un acuerdo en forma inmediata para elaborar un plan de cancelación de las deudas existentes con este grupo de países, dejando de lado consideraciones ideológicas y/o políticas que traban las negociaciones por la requerida participación del FMI;
  - **CIADI:** Argentina debe mantener la posición de aceptar las decisiones de este tribunal, cumpliendo con los acuerdos firmados y aceptando los fallos. Ratificación y renovación de los Tratados Bilaterales de Inversión (TBIs);
  - **Argentina debe resolver el problema de los *holdouts*.** Para ello debería realizar una propuesta que permita normalizar esta situación, la cual podría ser la reapertura del canje sin alterar las condiciones de los que participaron en su momento. Debido a la mejora relativa en las condiciones del mercado desde el canje, declarar su reapertura en los términos del 2005 permitiría ofrecer la mejor solución a estos bonistas, sin generar una desventaja para quienes adhieran antes, respetando el riesgo que asumieran entonces. Adicionalmente, con una reapertura bajo las mismas condiciones, el país no generaría un precedente internacional para futuras operaciones de canje de otros países. Asimismo, dicha reapertura podría cambiar la dinámica de los litigios pendientes en las cortes de Nueva York, donde las condiciones han empeorado en los últimos meses. Esto tendría un costo para la Argentina pero que, en definitiva, sería menor al de sostener en el tiempo el repudio de esta deuda.
- La solución de estos problemas facilitaría a la Argentina retomar su tradicional participación como receptor de IED en la región. Esto hubiera significado recibir en promedio un volumen de 6.000 millones anuales de dólares adicionales de inversiones, con lo que más que duplicaría el volumen actual de IED.

## 9. Y resolver los problemas internos que afectan las inversiones

- En cuanto a los temas internos pendientes que afectan directamente a la inversión, encontramos, como los más importantes, a los siguientes:
  - Las retenciones a las exportaciones. Aunque inevitables en el contexto de la crisis, mirando al futuro, es necesario reducir la dispersión de tipos de cambio y avanzar hacia su reducción;
  - Controles de precios: Son inútiles y generan más problemas de los que supuestamente resuelven. Deberían eliminarse. La persistencia en la aplicación de la Ley de Abastecimiento genera un alto grado de inseguridad jurídica, máxime cuando es ciertamente dudosa su misma vigencia. A ésta se suman los poderes extraordinarios otorgados por las leyes de emergencia económica, los que perduran cuando ya es difícil seguir hablando de “emergencia”;
  - El congelamiento de las tarifas de los servicios públicos que ha determinado, a su vez, el congelamiento de sus inversiones. Esto se hace evidente en las restricciones

energéticas que enfrenta el país y que perjudican la producción actual y las inversiones futuras debido a la gran incertidumbre sobre su disponibilidad. El mayor incentivo a la inversión privada permitiría dejar el camino de estatización de la provisión de la infraestructura necesaria en el sector. El Estado se ha demostrado históricamente ineficiente en su gestión y en su capacidad de conseguir los enormes recursos necesarios para proveer la calidad y cantidad de prestaciones que demandan los argentinos. El próximo gobierno debe considerar un ajuste gradual de estas tarifas, garantizar la autonomía de los entes reguladores y establecer marcos regulatorios competitivos;

- Ir reduciendo hasta, incluso su eliminación, los subsidios sectoriales con los que se quiere remediar esta situación. Dada su discrecionalidad e ineficiencia, solo pueden ser un paliativo coyuntural para situaciones extremas, ya que no favorecen la inversión dada la imprevisibilidad de su mantenimiento en el tiempo;

- Buscar llevar al mínimo posible la capacidad de los funcionarios de limitar el derecho a comerciar libremente, a vender bienes y servicios a precios de mercado, a exportar productos, a apropiarse de parte del producido de las ventas sin ley que lo habilite, a obligar a vender a pérdida. Todo esto no solamente reduce los incentivos a invertir, sino que envía señales erróneas al empresariado que hace que la poca inversión que efectivamente se realice, no se dirija donde es más productiva y donde los consumidores la necesitan;

- La intervención del INDEC debe finalizar, garantizándose su independencia y autonomía. La manipulación actual resulta en una distorsión de las cifras que muestran la pérdida o ganancia de poder adquisitivo de los argentinos que generan las políticas económicas actuales. Además, hace que el Banco Central pierda una importante "brújula" para determinar su política monetaria. En este marco, los consumidores e inversores quedan sumidos en una enorme incertidumbre; ya que es imposible evaluar cuál es la inflación real con la que negociar salarios, alquileres o los rendimientos para los ahorros o créditos en pesos. Todo esto resulta en una ineficiencia que genera menor inversión, actividad y bienestar para los argentinos. El INDEC debería ser una institución autónoma, sin dependencia del Poder Ejecutivo, con un directorio independiente que garantice la veracidad de la información que el organismo emite. En lo inmediato, el gobierno presente, o el futuro, debería nombrar como su director a una personalidad de indiscutida solvencia y probidad;

- El debilitamiento del sector financiero para cumplir su papel de intermediario entre el ahorro y la inversión, como resultado del enorme golpe que sufriera la confianza de los ahorristas con motivo de la pesificación de los depósitos en el año 2002. El contexto de este trabajo no permite presentar una propuesta específica en este tema, pero eso no disminuye su importancia;

- La persistencia de la inflación genera la falta de actualización de los balances de las empresas para la determinación del impuesto a las ganancias que termina actuando como un aumento del impuesto sin un aumento de su alícuota. La solución final y definitiva es, por supuesto, eliminar la inflación misma, pero en tanto ese objetivo no se alcance, permitir la actualización sería una medida pro-inversiones;

- Las barreras regulatorias a la inversión que terminan ubicando a la Argentina en el puesto 101 entre 155 países en relación a la facilidad para hacer negocios. Aquí la recomendación es sencilla, todas las empresas lo hacen, y lo llaman “*benchmarking*”. Esto demandaría estudiar cuáles son los países que se encuentran en la primera posición en cada una de las categorías en materia de regulaciones a los negocios y copiar sus procedimientos. Según el mencionado indicador “Haciendo negocios” del Banco Mundial, estos países son:

- Apertura de un negocio: Canadá
- Obtención de licencias: St. Vincent y las Granadinas
- Empleo de trabajadores: Estados Unidos
- Registro de la propiedad: Nueva Zelanda
- Obtención de un crédito: Reino Unido
- Protección de inversores: Nueva Zelanda
- Pago de impuestos: Maldivas
- Comercio exterior: Hong Kong
- Cumplimiento de los contratos: Dinamarca
- Cierre de un negocio: Japón
- Facilidad de hacer negocios: Singapur

## **10. Todo se resume en un marco institucional sólido y confiable y la coherencia macroeconómica que elimine la volatilidad de las reglas de juego**

- Todos estos problemas demandan soluciones serias que permitan consolidar un marco institucional sólido y confiable, que garanticen la continuidad de las reglas de juego y permitan un horizonte de estabilidad como no ha tenido el país por décadas. Argentina debe acabar con la volatilidad, lo cual será la base para la multiplicación de las inversiones que le permitirán garantizar un proceso continuo de crecimiento.
- Ese marco institucional es el que tiene que garantizar también la estabilidad macroeconómica, para otorgar previsibilidad a las variables económicas fundamentales que afectan a la inversión. Estas, por supuesto, no solamente tienen que ser estables sino coherentes entre sí, para evitar las recurrentes crisis que el país ha sufrido.
- No es una tarea menor, sobre todo para el conjunto de autoridades que serán electas en Octubre, pero las condiciones son adecuadas. Siempre es más sencillo acomodar y afianzar estas condiciones en un proceso de sostenido crecimiento y condiciones internacionales todavía favorables, que en el medio de una recesión o crisis.

Argentina tiene una oportunidad, está en manos de los electores, y quienes resulten elegidos, no desaprovecharla.

## Bibliografía

Barro, Robert J., "Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study", *NBER Working Paper* 5698, National Bureau of Economic Research, (Cambridge, Mass: 1996).

Baumol, William J., "Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive", *Journal of Political Economy*, 98(5), (1990) 893-921.

Bénassy-Quéré, Agnès, Maylis Coupet y Thierry Mayer, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment", *The World Economy*, (Oxford, UK: Blackwell Publishing Ltd., 2007).

CEPAL, "La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe", <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/3/28393/IE2006Preliminar.pdf>

Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti, "The Argentine Debt: History, Default and Restructuring", *Desarrollo Económico* (Buenos Aires) Vol 1, Buenos Aires 2006.

De la Balze, Felipe, *Remaking the Argentine Economy*, (New York: Council on Foreign Relations Press, 1995).

Elosegui, P. Sotes Paladino, J. Español y D. Panigo (2006), "Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en la Argentina", Documento de Trabajo N° 1, *Investigaciones Económicas*, Banco Central de la República Argentina.

Ferreres, Orlando, *Dos siglos de Economía Argentina: 1810-2004*, (Buenos Aires: UCA, 2006).

INDEC, "Encuesta Nacional a las Grandes Empresas (ENGE)", <http://www.indec.mecon.ar/economico2005/oege.asp>

Índice Potencial de Atracción de IED. Metodología, <http://www.unctad.org/Templates/WebFlyer.asp?intItemID=2470&lang=3>

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay & Máximo Maestruzzi, "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004", The World Bank, May 2005.

Kirzner, Israel, *Competition and Entrepreneurship*, (Chicago: University of Chicago Press, 1973).

Krause, Martín, "Calidad de las Instituciones y Competencia Institucional", (Londres: International Policy Network, 2007).

Neuman, Ariel Alberto, "Los problemas legales que más preocupan a los inversores", *El Cronista*, Buenos Aires, 21/5/07.

OCDE, Country Risk Classification: [http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en\\_2649\\_34171\\_1901105\\_1\\_1\\_1\\_37467,00.html](http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en_2649_34171_1901105_1_1_1_37467,00.html)

Panigo, Demian y Oliveri, María Laura; "Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004", *Documento de Trabajo* N°19, (Buenos Aires: Centro para la Estabilidad Financiera, Junio de 2007).

Perotti, Javier, "Consideraciones del caso argentino ante la jurisdicción del CIADI", Working paper N° 8, Centro Argentino de Estudios Internacionales, 2006.

Sánchez, Gabriel, y Butler, Inés, "Inversión en la Argentina: Evolución reciente y perspectivas", Documento de Trabajo, IERAL de Fundación Mediterránea, Año 13, Edición N° 57, Mayo de 2007. The Institute of International Finance, Inc, "Capital Flows to Emerging Market Economies", January 18, 2007.

Tondini, Bruno Mario y Martín Nicolás Roqué, "CIADI, Inversiones y el 'Factor Confianza' en la República Argentina", Working paper N° 38, Centro Argentino de Estudios Internacionales, 2006. UNCTAD, "Informe sobre las Inversiones en el Mundo 2006: La inversión extranjera directa de los países en desarrollo y las economías en transición, consecuencias para el desarrollo", Naciones Unidas: Nueva York y Ginebra, 2006.

World Bank & International Finance Corporation, *Doing Business in 2006: Creating Jobs*, (Washington D.C.).

## Anexo

ANEXO: PRODUCTIVIDAD DE LA INVERSIÓN EN ARGENTINA (en millones de \$ de 1993)		
AÑO	PBI A PRECIOS DE MERCADO	IBIF
1970	160,861	36,931
1971	166,913	39,915
1972	170,379	40,370
1973	176,761	37,451
1974	186,316	38,957
1975	185,211	39,024
1976	185,189	43,098
1977	197,015	52,102
1978	190,666	45,433
1979	203,892	48,515
1980	207,011	51,106
1981	195,787	43,453
1982	189,602	34,787
1983	197,401	34,926
1984	201,349	33,482
1985	187,352	28,759
1986	200,726	31,935
1987	205,926	36,066
1988	202,022	34,796
1989	188,011	27,280
1990	184,569	22,683
1991	204,094	29,475
1992	223,701	39,096
1993	236,505	45,069
1994	250,308	51,231
1995	243,186	44,528
1996	256,626	48,484
1997	277,441	57,047
1998	288,123	60,781
1999	278,369	53,116
2000	276,172	49,502
2001	263,996	41,750
2002	235,235	26,533
2003	256,022	36,660
2004	279,020	49,307

Fuente: Ferreres, O., "Dos siglos de economía argentina (1810-2004)"